

דיני חברות הזנק

מאת

יפעת ארן*

מדינת ישראל ידועה בעולם כ"אומת הסטרט-אפ". חברות הזנק 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 הראשון לדון בעברית בחברות אלו כקטגוריה ייחודית בנוף דיני החברות. המאמר מציג שתי טענות חדשות מרכזיות.

ראשית, לחברות הזנק מגובות הון סיכון מבנה ותרבות ארגונית יוצאי דופן המאתגרים את הפרדיגמה השלטת בדיני התאגידים. קשת החוזים שביסוד חברות אלו אינה מוסברת באופן מלא על ידי "בעיית הנציג" או על ידי המודל האלטרנטיבי 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 התיאוריה 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 למיזם בכל עת, ומה שקושר את הצדדים זה לזה ולמיזם הוא שותפות בהון. המאמר בונה על ההבחנה המוכרת במסגרת בעיית הייצור הקבוצתי בין השקעות אישיות תואמות-פירמה (שהן בעלות ערך לחברה המסוימת ולא לחברות מתחרות) והשקעות כלליות (שיש להן ערך זהה או גבוה יותר בשימושים מתחרים), ובניגוד לתיאוריה השלטת טוען כי חברות הזנק מתמרצות השקעות אישיות תואמות-פירמה באמצעות זכות תביעה קצובה בעלת עדיפות בפירוק, ואילו השקעות כלליות בחברה מתוגמלות באמצעות תביעה שיווית. מכיוון שהתביעה השיווית נועדה לאפשר לחברה להתחרות על השקעות כלליות של הון אנושי ופיננסי, אופן חלוקתה בין המשתתפים השונים בצוות הייצור יקבע בשוק משוכלל בהתאם לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים. המאמר דן בהשלכות התיאוריה על דיונים עכשוויים בדבר תכלית החברה ותוכן חובות האמון של נושאי המשרה וטוען כי התיאוריה מציעה הסבר משכנע יותר לגישת בתי המשפט בדלוור ביחס לממשל תאגידי של חברות הזנק מאשר בעיית הנציג או בעיית הייצור הקבוצתי כשלעצמן.

* ד"ר, 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 עזון על התובנות שחלקו עמי ועל הערות שעזרו לי לשפר את המאמר. תודה מיוחדת לגידי שלום בנדור על שחלק איתי ממומחיותו בתחום הערכת שווי חברות הזנק. אני מודה לעדי ליבזון, שי ברנשטיין, ליטל הלמן, לשופטת מיכל אגמון-גונן ולמשתתפי הכנס "עשור לבית המשפט הכלכלי" על הערות מועילות. אביב טובי סייע בעבודת המחקר ועשה עבודה מעולה. תודה מקרב לב למערכת כתב העת "משפטים".

שנית, ביחס לפסיקת בתי המשפט בישראל, המאמר מדגים כי הפסיקה ביחס לסכסוכים בחברות הזנק נוטה ליישם תבניות חשיבה, הנחות מוצא ותקדימים שכוחם יפה ביחס לחברות "רגילות" על חברות הזנק, מבלי לדון בצורך לאבחן בין הנסיבות. כתוצאה מכך, נוצר לעיתים פער בין הנורמות המקובלות בתחום הון הסיכון לבין התפתחות הדין. המאמר מתריע כי אם מגמה זו תמשך, יהיה בכוחה להוביל בטווח הרחוק לניתוק בין ההלכות שבספר לבין הפרקטיקה המקצועית בתחום.

מבוא. א. חברות הזנק ככלי ליצירת סינרגיה בין הון סיכון והון אנושי. 1. הון סיכון. 2. הון אנושי. 3. השתקפות ההשקעות השונות במבנה ההון של חברות הזנק. ב. לקראת תיאוריה 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 והמשקיעים, 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 שהיה נשמע אז כמעט דמיוני.¹ העסקה הפכה את היזמים הצעירים, יאיר גולדפינגר, ספי ויגיסר, אריק ורדי למולטי מיליונרים. היום 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, באחוז 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

¹ גלית חמי וסופי שולמן להמציא כל בוקר מחדש - סיפורה של החדשנות הישראלית 254–259 (2018).
² <https://www.globalinnovationindex.org/gii-2019-report> WIPO, The Global Innovation Index 2020, p. 24-5 (2020), https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2020.pdf “[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 (2021), INVESTMENT BY ASSET, (indicator). doi: 10.1787/8e5d47e6-en, <https://data.oecd.org/gdp/investment-by-asset.htm#indicator-chart> (last visited on 31 Dec. 2022).

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 מעל 80 חברות חד-קרן, כלומר חברות פרטיות ששווין מיליארד דולר או יותר.⁶ מה שהיה בעבר חתרני ופורץ דרך הוא היום תעשיה משומנת ומשוכללת שמעסיקה מאות אלפי עובדים ומהווה מוקד משיכה למשקיעים זרים.⁷

בדומה למגמה העולמית אשר במסגרתה השווקים הפרטיים תופסים מקום של בכורה בעוד שוקי ההון הציבוריים משתרכים מאחור,⁸ מרבית ההשקעות ההוניות בחברות ישראליות נעשות "מתחת לרדאר" של חובת הדיווח החלה על חברות ציבוריות. בשנת 2020 סך גיוסי הון מניות של חברות הנסחרות בבורסה בתל אביב (כולל מימושי אופציות ולא כולל הקצאות פרטיות) עמד על כ-12.2 מיליארד שקל.⁹ לעומת זאת, לפי נתוני מרכז המחקר IVC ומשרד מיתר, חברות הזנק

⁴ בנק ישראל "ניתוח חטיבת המחקר בבנק ישראל: מאפייני המימון של חברות ההייטק בישראל" (30.06.2020) <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/30-6-2020.aspx> (להלן: "בנק ישראל").

⁵ רשות החדשנות **בישראל חדשנות תמונת מצב**, 48 (2019) <https://innovationisrael.org.il/magazines/4894>.

⁶ *Israeli- Founded Unicorns*, TECHAVIV (Jan. 28, 2022), <https://www.techaviv.com/unicorns>.

⁷ מכון IVC ומשרד מיתר דו"ח **חברות ההייטק הישראליות לשנת 2020**, 15 (2020), <https://www.ivic-online.com/LinkClick.aspx?fileticket=jtuNmDGPhqY%3d&portalid=0×tamp=1608630794894> (להלן: "מכון IVC ומשרד מיתר").

שיעור קרנות הון הסיכון הזרות המובילות את סבב הגיוס בסך הגיוסים שיש לגביהם מידע על הגורם המוביל את הסבב הולך ועולה מתחילת שנות ה-2000, ומאז שנת 2013 הוא עולה על 65% מהיקף העסקאות; ראו גם רשות החדשנות ו-Start-Up Nation Central **דוח הון אנושי בתעשיית ההייטק**, 9 (2019), www.suvelocity.org/wp-content/uploads/2020/03/human-report-he-2019.pdf.

⁸ Robert P. Bartlett & Eric Talley, *Law and Corporate Governance*, in 1 THE HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE 177, 185-86 (Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach eds., 2017) ("The 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: A Long-Term Look*, Consilient Observer Rev., (2020) www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/articles_publictoprivat equity.intheusalongtermlook_us.pdf?1596549853128. עם זאת, ראוי לציין כי בשנים 2020-21 מספר גדול במיוחד של חברות בחרו לצאת לשווקים הציבוריים ראה Mark HENDRICKS, NUMBER OF U.S. IPOs SWELLED 109% IN 2020 TO HIGHEST SINCE 2000, Yahoo!Finance Press, (Feb. 8, 2021), <https://finance.yahoo.com/news/number-u-ipo-s-swelled-109-190217580.html>.

⁹ הבורסה לניירות ערך תל-אביב **סקירה שנתית 2020**, 12 (2020), https://info.tase.co.il/Heb/Lists/gen_res/0133_annual_review/2020_annualreview_heb.pdf (להלן: הבורסה לניירות ערך תל-אביב). f

בישראל גייסו בהנפקות פרטיות באותה שנה כ-9.9 מיליארד דולר,¹⁰ כלומר כמעט פי שלושה. בשנת 2021 הנתונים המקבילים היו 17.9 מיליארד שקל שגויסו בשוק המניות בבורסה בתל אביב (שיא המשתווה רק להיקף הפעילות בשנת 2007, ערב המשבר הכלכלי),¹¹ לעומת 25.6 מיליארד דולר שגויסו על ידי 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.

לאור נפח הפעילות המשמעותי, 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 תעשית הון הסיכון אשר נשענות במידה רבה על אמצעי אכיפה אלטרנטיביים.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 לכתלי בית המשפט בהליכי גישור או בוררות. פסקי הדין ביחס לחברות הזנק עוסקים תדיר בהיבטים משקים

¹⁰ מכון IVC ומשרד מיתר, לעיל ה"ש 7. ההשוואה בין גיוסים בשוק המניות בבורסה בתל אביב לעומת גיוסים 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 שני, 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, **יחידת המחקר של הבורסה בתל אביב** (2021), https://info.tase.co.il/Heb/Statistics/ResearchReviews/2021/Pages/Stat_141_Research_2021_12_402547.aspx

¹² IVC-Meitar, The Israeli Tech Review 2021, 3 (2021), https://www.ivc-online.com/LinkClick.aspx?_atscid=7_134353_212780616_2083306_0_Txxzdatwx3sdsphuhsa&fileticket=eWRPYkVjwBA%3d&portalid=0×tamp=1641128815294

¹³ 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. INQUIRY 679, 690-691 (1996); Sergio D. Stone, *The Legal and Institutional Foundations of Silicon Valley's Technological Innovation: An Interdisciplinary Literature Review*, 8(3) KUTAFIN LAW REVIEW 472, 479-481 (20021) (להלן: "סטון").

¹⁴ ראו, למשל, Thomas Hellman, Laura Bottazi, Marci Da Rin, *The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital*, 29(9) FINANCIAL STUDIES REV. 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, 262-83 (1998) (שיקולי מוניטין ממשטרים התנהגות של משקיעי הון סיכון בעמק הסיליקון).

כגון דיני מיסים,¹⁵ עבודה,¹⁶ ואפילו משפחה.¹⁷ בתחום דיני התאגידים, המקרים שנדונו בבתי המשפט מייצגים את החריג ולא את הנורמה – מדובר בחברות בלתי שגרתיות עם משקיעים שאינם מוסדיים, יזמים שכשלו להיעזר ביעוץ משפטי בזמן, או בסעדים שלא ניתן לקבלם בהליך אלטרנטיבי, כגון צווי מניעה.¹⁸

כתוצאה ממיעוט 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 תיאורטית להיעזר בה, כאשר בתי המשפט דנים בסכסוכים ביחס לחברות הזנק הם מיישמים את גוף הפסיקה שהתפתח לאורך השנים בהקשרים של חברות ציבוריות וחברות פרטיות "רגילות" שאינן מגובות הון סיכון.²⁰ כפועל יוצא מכך, כפי שמדגים מאמר זה, בתי המשפט מגיעים לא אחת לתוצאות בלתי אחידות הנמצאות במתח עם הנורמות וההגיון העסקי של תעשיית הון הסיכון. על אף שהשפעתם של פסקי דין אלו מוגבלת, נוכח תפקידם המשני של אמצעי אכיפה פורמלית בתחום הון הסיכון, הם עלולים ליצור אי ודאות, להגדיל עלויות עסקה, ולפגוע בכושר המיקוח של שחקנים שונים תוך יצירת השלכות חלוקתיות בלתי רצויות. נוכח חשיבותה ומרכזיותה של תעשיית הון הסיכון בכלכלת החדשנות הישראלית, מן הראוי 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 באופן וולונטרי. כפועל יוצא מכך, לחברות אלו מבנה הון יוצא דופן המורכב מסדרות שונות של מניות בכורה לצד מניות רגילות ואופציות לרכישת מניות רגילות במחירים

¹⁵ ראו, למשל, ע"מ (מנהלי נצרת) 55937-01-17 שוחט נ' פקיד שומה צפת (פורסם בנבו, 04.07.19); ע"מ (מחוזי-ת"א) 47255-01-14 הלמן נ' פקיד שומה ת"א 4 (פורסם בנבו, 14.10.2015); ע"מ (מרכז) 26342-01-16 ברודקום סמיקונדקטור בע"מ נ' פקיד שומה כפר סבא (פורסם בנבו, 09.12.2019) (גבולות המס שיוטל על עסקאות אקזיט שבהן נעשה "שינוי מודל עסקי").

¹⁶ ראו, למשל, ס"ע (ת"א) 19213-03-12 אלירם חקלאי - ארמוני החזקות בע"מ (פורסם בנבו, 13.11.2014) (הנתבעת היתה חברת הזנק שהוקמה לפיתוח ושיווק מוצר כאשר לשם הקמתה נשכרו שירותי התובעים. בית המשפט הדגיש את המאפיינים המיוחדים לחברת הזנק ואת השוויון בכוח המיקוח של הצדדים, ובהתאם נקבע שיחסי עבודה החלו להתקיים רק במועד שנקבע במפורש בהסכם); ע"א (ת"א) 7525/05 מיכאל עירון - פיר-אפ מחקר ופיתוח בע"מ (פורסם בנבו, 07.09.2010) (להלן: "עניין עירון") (התובעים לא זכאים לזכויות סוציאליות ולשכר עבודה בגין תקופת עבודתם במעמד של יזם/בעל מניות); ע"ע (ארצי) 164-99 דן פרומר וצ'ק פוינט - רדגארד, פד"ע לד 294 (1999) (להלן: "עניין פרומר") (הסכמי אי תחרות של עובדים לאור חוק יסוד חופש העיסוק); רע"א 3564/12 ד"ר ביינר נ' פלוראליטי בע"מ (בפירוק) (פורסם בנבו, 1.8.2012) (זכות עובד לקבל תמלוגים בגין "אמצאת שירות").

¹⁷ ראו, למשל, בע"מ 4623/04 פלוני נ' פלונית, פ"ד סב(3) 66 (2007) (חלוקת "נכסי קריירה" בין בני זוג); תמ"ש (ראשון לציון) 10339-03-12 ש.צ. נ' י.צ. (פורסם בנבו, 05.06.17) (איוון אופציות בהליך גירושין).

¹⁸ ראו פרק ג' להלן.

¹⁹ שם.

²⁰ שם.

שונים. בניגוד לסדר הנשייה הנפוץ בחברות מסורתיות, במסגרתו עובדים מתוגמלים באמצעות תביעה קצובה (fixed claim) הקודמת לתביעה השיוריות 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 תיאוריות על מרכזיות – “בעיית הנציג” ו”בעיית הייצור הקבוצתי”. כל אחת מהתיאוריות מסבירה היבטים מסוימים באופן התנהלותן של חברות הזנק, אך נכשלת בראיית המכלול.²¹ בעיית נציג מתעוררת בכל מקום שבו נוצרת הפרדה בין בעלות ושליטה. 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 (גישת “עליונות בעלי המניות”). 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, בעוד הרכב הבעלות בחברות הזנק משתנה תדיר; בעיית הנציג נוטה להתעלם מהמתחים שבין המשקיעים בחברת הזנק לבין עצמם; והחשוב ביותר – בעיית הנציג מבוססת על הבחנה בין הון ועבודה שאינה הולמת חברות הזנק. תחת 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

תיאורית הייצור הקבוצתי מצליחה במקום שבו בעיית הנציג נכשלת, אך היא סובלת ממגרעות אחרות. בעיית ייצור קבוצתי מתעוררת כאשר על מנת ליצור מוצר או שירות ישנו צורך בשיתוף פעולה בין ספקי תשומות שונות ולא ניתן לקבוע איזה חלק בתוצר הסופי נזקף לזכות איזו תרומה (התוצר הסופי היא בלתי פריק).²⁴ מודלים כלכליים מדגימים כי אם חברי צוות הייצור יקבעו מראש כיצד לחלק את הרווחים שייווצרו כתוצאה מהמאמץ הקבוצתי, הם יקלעו לבעיית הנוסע

²¹ ראו פרק ב.1. ו-ב.2. להלן.

²² ראו פרק ב.1. להלן.

²³ ראו, למשל, Elizabeth Pollman, *Startup Governance*, 168 U. PA. L. REV. 155, 184 (2019) (להלן: פולמן).

²⁴ ראו פרק ב' 2 להלן.

החופשי, ואם יחליטו לחלק את הרווחים בדיעבד, הם יקלעו לסחטנות ואופורטוניזם.²⁵ הדרך להיחלץ מהסבך ולאפשר שיתוף פעולה לאורך זמן היא באמצעות מינוי גורם מתווך ניטרלי שיחליט כיצד לחלק את התוצר השיורי.²⁶ יישום התיאוריה בתחום דיני החברות, על פי הפרשנות המשפיעה שהוצעה על ידי החוקרות מרגרט בלייר וליין סטאוט (Margaret Blair and 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. בהתאם, תפקיד הדירקטוריון הוא להוות גורם מתווך ניטרלי המחלק את רווחי החברה בין ספקי התשומות השונות ללא עדיפות מיוחדת לבעלי המניות. חוקרי הון סיכון הסתמכו על בעיית הייצור הקבוצתי על מנת להסביר את שיטת המימון המדורג ואת מבנה דירקטוריון חברות הזנק, אולם הם הדגישו כי לא מדובר בהתאמה מלאה.²⁷

מאמר זה מציע גישה מאחדת, סינתזה, אשר מכונה במאמר "ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון". הנחת המוצא של התיאוריה 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. בכדי ליצור שיתוף פעולה וולונטרי לאורך זמן, חברי צוות הייצור מקיימים ביניהם משא ומתן חוזר ונשנה על מבנה ההון של החברה. כפועל יוצא מכך, התיאוריה המוצעת שונה מתיאוריית הייצור הקבוצתי בניסוחן של בלייר וסטאוט 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 תיאורטית יכול להיחשב ל"שותף בצוות הייצור".

בהתאם, התיאוריה המוצעת מבחינה בין זכויות תביעה קצובות בעלות זכות עדיפות בפירוק (בפרט, 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. בעוד שזכויות התביעה הקצובות נחוצות לשם יצירת אמון באמצעות מתן הגנה מינימלית מפני ניצול לרעה על ידי יתר חברי צוות הייצור; חלוקת התוצר השיורי מתמרצת שיתוף פעולה מתמשך בין הגורמים החיוניים להצלחת החברה. אשר על כן, תפקיד דירקטוריון חברות הזנק, בדומה לתפקיד הדרג המתווך בתיאורית הייצור הקבוצתי, הוא לחלק את הזכויות על התוצר השיורי בשוטף באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה כך שהשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית ביחס לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים.

כאשר התוצר השיורי עולה על עלות ההזדמנות הכוללת של השותפים בצוות הייצור, ההבדלים הכלכליים בין סוגי המניות השונים מתבטלים והצדדים חולקים שווה בשווה (pari

²⁵ שם.

²⁶ שם.

²⁷ ראו פרק ב'.2. להלן.

(passu) בתיבה השיורית. 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 מהווה "אסון" שמפניו יש להגן, אלא תוצר טבעי של העובדה שלמשאבי החברה ישנו שימוש יעיל יותר מחוץ לכתלי החברה. כך, חברת ההזנק נהנת מגמישות ויכולת התאמה מהירה לשווקים אשר מסבירה את התרומה האדירה של חברות אלו לכלכלה המודרנית. יתרון נוסף של התיאוריה המוצעת על פני "בעיית הנציג" ו"בעיית הייצור הקבוצתי" כל אחת כשלעצמה, נעוץ ביכולת התיאוריה 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 חזרי ולא נהנות מהגנה מיוחדת במסגרת דיני החברות. תחת 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 במקביל, גם פרשנות בלייר וסטאוט ל"בעיית הייצור הקבוצתי" נמצאת במתח מול צמצום שיקול הדעת של נושאי המשרה והעדפה אפרוירית של קבוצה אחת מתוך "צוות הייצור" (בעלי המניות הרגילות) על פני קבוצות אחרות שתורמות לחברה.²⁹ לעומת זאת, התיאוריה המוצעת רואה בהעדפת בעלי המניות הרגילות המשך טבעי להגיון הפנימי של חברת ההזנק, 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 התיאורטי ביחס לבעיית היסוד שעמה מתמודדות חברות הזנק, המאמר עורך דיון שיטתי ראשון מסוגו ביחס לפסיקות בתי המשפט בישראל בעניינים אלה. המאמר סוקר לראשונה את דיני הסטרטאפ של "אומת הסטרטאפ" ומציע ביקורת על הפסיקה הקיימת ולקחים להמשך פיתוח הדין. בהקשר זה, אני טוענת כי לאור 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. כתוצאה מכך, קיימת דרגה גבוהה של חוסר וודאות בהתדיינות בפני בתי המשפט בישראל, עובדה שיש בה כדי לעודד שימוש בתניות בוררות, גישור וברירת דין זר, ובטווח הרחוק יותר, אם תמשך, היא עלולה להוביל לניתוק בין ההלכות שבספר לבין הפרקטיקה המקצועית. מאמר זה מחדש אפוא שני חידושים מרכזיים: ראשית, הוא משרטט עקרון מארגן חדש לדיני תאגידים, המבוסס על סינתזה בין הגישות הקיימות בתחום הממשל התאגידי, באופן שמתאם

²⁸ ראו להלן פרק ב.3.

²⁹ שם.

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 באופן הבא: פרק א' מתאר את שתי התשומות המרכזיות שמושקעות בחברת הזנק – הון פיננסי והון אנושי – ומסביר כיצד מבנה ההון של חברות הזנק נותן מענה לצורך ליישר את האינטרסים של ספקי התשומות השונות. פרק ב' יעסוק בממשל התאגידי של חברות הזנק בהשוואה למודלים מקובלים של דיני חברות. הפרק יציג את שתי הגישות המובילות בתחום דיני התאגידים – בעיית הנציג ובעיית הייצור הקבוצתי – לרבות יישומיהן בתחום חברות הזנק, ויציע סינתזה ביניהן. פרק ג' יסקור באופן ביקורתי את פסקי הדין בתחום דיני התאגידים ביחס לחברות הזנק בישראל ויצביע 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 סינרגיה בין הון סיכון והון אנושי

בשונה מחברה ציבורית וחברה פרטית, לחברת הזנק אין הגדרה משפטית ואף כתופעה חברתית וכלכלית לא קיימת הסכמה ברורה לגבי גבולותיה.³⁰ לעיתים נעשה שימוש במונח "סטרטאפ" לא רק ביחס לחברה שזה עתה נוסדה, אלא גם ביחס לחברה בשלה המעסיקה אלפי עובדים ומגלגלת תזרים מזומנים של מאות מיליוני דולרים.³¹ לצורך מאמר זה אגדיר חברת הזנק כחברה בעלת וותק הכנסות נמוך, המאופיינת בפעילות מחקר ופיתוח משמעותית, וחותרת לצמיחה מהירה תוך 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 בהתאם, חברות הזנק מתחילות את חייהן כחברות פרטיות אבל עליהן בסופו של דבר לאפשר נזילות לבעלי מניותיהן – לרבות יזמים, עובדים ומשקיעים פיננסיים – באמצעות הצעה ראשונית לציבור, רישום ישיר למסחר, או באמצעות מיזוג או מכירה לחברה אחרת (אירועים אלו מכונים "אקזיט").³⁴

³⁰ ראה פולמן לעיל ה"ש 23, בעמ' 163.

³¹ ראו, למשל, הגר רבט "משקיעים זה לחלשים: הסטארט-אפים שמתעקשים לעשות את זה לבד" כלכליסט www.calcalist.co.il/internet/articles/0,7340,L-3780232,00.html 22.01.2020 (הכתבה מתארת את החברות אובר וליפט כ"סטרטאפים" על אף שמדובר בחברות ציבוריות).

³² השו, Steve Blank, *A Startup is Not a Smaller Version of a Large Company* Steve Blank Blog (Jan. 14, 2010) <https://steveblank.com/2010/01/14/a-startup-is-not-a-smaller-version-of-a-large-company>

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

³⁴ ראו, שם; אם כי התפתחותם של שווקים משניים למסחר במניות חברות פרטיות מאפשרת נזילות מסוימת גם לפני האקזיט. ראו Rep. of the Nasdaq, 2020 Mid-Year Private Company Report (2020).

על אף שלחברות הזנק אין הגדרה מקובלת אחת, הן חולקות מספר מאפיינים שמבטאים הגיון כלכלי ומודל עסקי ייחודי. בפרט, מערכת היחסים שבין ספקי הון ועבודה בחברת הזנק יוצאת דופן מבחינה זו שכל צד מחזיק הן בזכות תביעה קצובה בעלת עדיפות בפירוק והן בזכות להשתתף בתביעה השיורית. פרק זה יתאר את שתי התשומות המרכזיות שמרכיבות את חברת ההזנק – הון סיכון והון אנושי – על האתגרים המיוחדים להשקעות אלו והאמצעים החוזיים שמספקים לאתגרים אלו מענה. בהמשכו של פרק זה נבחן כיצד מודל ההשתתפות בהון של ספקי התשומות השונות יוצר מבנה הון מורכב שמאפיין חברות הזנק.

1. הון סיכון

חברות הזנק בדרך כלל אינן מועמדות טובות להלוואות מסורתיות מגופים המתמחים בהעמדת אשראי לעסקים – בראש ובראשונה, בנקים. זאת מכיוון שהן סובלות מאי וודאות אינהרנטית: היעדר הוכחה להתכנות המודל העסקי, חסרון בנכסים מוחשיים שיוכלו לשמש כבטוחה והיעדר צפי לתזרים מזומנים חיובי בעתיד הנראה לעין. את הוואקום המימוני הזה ממלאים משקיעי הון סיכון, ולצדם מלווי סיכון (Venture Debt), וקרנות הון סיכון תאגידיות (Corporate Venture Capital - CVC). הון סיכון הוא ענף השקעה יחסית קטן ביחס 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 בהם פועלים המשקיעים. אתגרים אלו מכתיבים את המודל העסקי ומעצבים את חווי ההשקעה המקובלים בתחום.

Elizabeth
www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-private-market/Mid-Year-Report-2020; Elizabeth
Pollman, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 U. PA. L. REV. 179 (2012)
הדרכים להיפגש עם הכסף גם כשהסטארטאפ שלך לא עשה אקזיט "כלכליסט" 22.06.2019
www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3764565,00.html
MYLES UDLAND, SPACS ARE NOW A 700\$ BILLION MARKET (Yahoo! Finance Press, March 3, 2021)
https://finance.yahoo.com/news/spacs-700-billion-market-2021-goldman-sachs-morning-brief-110126053.html
Rep. of the CBINSIGHTS, What is Venture Capital? (May, 2020),³⁵
/www.cbinsights.com/research/report/what-is-venture-capital
Will Gornall & Ilya A. Strebulaev, The Economic Impact of Venture Capital: Evidence³⁶
from Public Companies (2015), www.gsb.stanford.edu/gsb-cmis/gsb-cmis-download-
auth/406981

(א) תגמול גבוה בסיכון גבוה

עבור משקיעי הון סיכון, בשונה ממשקיעים אחרים, חברה יציבה עם תשואה סולידית אינה עסק ששווה להשקיע בו – החברה צריכה להצליח בגדול או לחדול. הסיבה לכך קשורה בהתפלגות התשואות על השקעות בחברות הזנק. בעוד שתופעות רבות בטבע ובחברה האנושית מתפלגות נורמלית (בעקומת פעמון), בתחום הון הסיכון התשואות על השקעה בנכסים מתאפיינות ב"התפלגות חזקתית" (power law distribution).³⁷ כתוצאה מתכנית התפלגות זו, ובניגוד להשקעה בסוגי נכסים "סולידיים" יותר, הנחת היסוד של הפועלים בתחום הון הסיכון היא כי לפחות מחצית ההשקעות תרדנה לטמיון באופן מוחלט או חלקי (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; בעלי המניות צפויים להרוויח הרבה יותר מהימור מוצלח מכפי שהם עלולים להפסיד 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 עורפת – הרוב מחזיר למשקיעים סכומים דומים או פחותים מאלו שהיו מקבלים אילו היו משקיעים באינדקס חברות ציבוריות דוגמת Russell 2000.⁴⁰

³⁷ כינוי אחר לצורת התפלגות זו הוא עקרון פארטו (כלל 80-20) שלפיו בתופעות רבות 80% מהתפוקה מקורה ב-20% מהגורמים הפעילים. ראו: CFI, Pareto Distribution: The "80-20 Rule", <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/pareto-distribution>

³⁸ קופר 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://www.sec.gov/news/speech/chair-white-silicon-valley-initiative-3-31-16.html>

³⁹ בז'רגון המקובל בתחום תשואה כזו נקראת "home run" על שם חבטת הבייסבול העוצמתית המאפשרת לחובט להשלים הקפה מלאה של הבסיסים. ראה קופר, 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 eds., 2012), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2053258. קרן קאופמן מצאה כי רק עשרים מתוך 100 קרנות סיכון בהן השקיעה הניבו תשואות שהיכו 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 עבור יזמים המחפשים מימון וכך היתרון היחסי משכפל את עצמו באופן שתורם למבנה הריכוזי של השוק ("כלכלת המנצח לוקח הכל"). לקח זה חשוב לאור המגמה לעודד השקעה של כספי ציבור בחברות הזנק.

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 ביחס לסיבות הכישלון והאחריות לו. במילים אחרות, התרבות הארגונית בתחום הון הסיכון שונה ביחסה לסיכון ול"כשלון" מהתרבות הרווחת בחלקים אחרים של המשק – למעט במקרי קיצון של הונאה או בזבוז קיצוני,⁴¹ כשלון הוא הנורמה ולא החריג, ואין אשמה בצדו. שנית, למשקיעי הון סיכון אין ענין 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 שלא תוכל להפוך לחברת ענק. כמו כן, מכיוון שהשאיפה היא להצמיח חברת ענק, חברות הזנק אינן נוהגות לחלק דיבידנדים על מניות רגילות, במקום זאת הרווחים מושקעים מחדש בהרחבת העסק.

(ב) השקעה בנכסים בלתי מוחשיים

חברות הזנק לרוב מחזיקות במעט מאוד נכסים מוחשיים דוגמת מכונות, מבנים ורכבים. הנכסים המרכזיים שלהן הם קנין רוחני והון אנושי. כפועל יוצא מכך, בעוד שמשקיעים בחברות "רגילות" יכולים להיעזר בעובדות קשיחות ובשיטות מקובלות בקביעת שווי החברה, משקיעי הון סיכון נשענים על תחזיות לרווחים שמקורן בעיני רוחם של היזמים. משכך, סקרים בקרב משקיעי הון סיכון וניסויים מבוקרים על משקיעי pre-seed (אנג'לים) הראו כי הגורם המרכזי שעל בסיסו משקיעים מנוסים מחליטים באיזו חברה להשקיע הוא צוות היזמים – ולא, כפי שניתן היה 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 באופן תדיר. מכיוון שניירות הערך מוצעים למשקיעים במסגרת הצעות פרטיות (מחוץ לבורסה וללא תשקיף), הרגולציה האמריקאית

⁴¹ על הונאה בחברות הזנק ראו Elizabeth Pollman, *Private Company Lies*, 109 GEO. LJ 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, and Kevin Laws, *Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment*, 72(2) J. FINANCE 509, 511 (2017).

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

בהיעדר נזילות, המשקיעים מגנים על עצמם באמצעים אחרים, לרבות מינוי נציגים בדירקטוריון, זכויות נרחבות למידע וזכויות ווטו 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 על ידי היזמים, השתתפות של קרנות שונות במימון (סינדיקציה) ודירוג ההשקעה באמצעות סבבי מימון עוקבים (staging) – כמפורט למטה.

(ד) מימון בשלבים

מכיוון שחברות הזנק קיימות במטרה לצמוח במהירות, תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת הוא ברירת המחדל שלהן. חברות הזנק מתאפיינות בהיעדר מכירות או במכירות בהיקף מצומצם ביחס לתכנון העתידי. לפיכך, הן זקוקות בשגרה לגייס מקורות כספיים על מנת לממן את פעילות

⁴³ 17 CFR 230.501: “§ 230.502 (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) 55450-11-19 אורסיס פרמסוטיקלס בע"מ נ' משרד המשפטים- אגף רשם החברות (פורסם בנבו, 16.06.2020).

⁴⁵ על החשיבות 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(7) FINANCIAL STUDIES ALBERT REV., 31 (2009). המונחים יציאה וקול, מבוססים על הטיפולוגיה המכוננת של אלברט הירשמן, ראו, O. HIRSCHMAN, EXIT, VOICE, AND LOYALTY: RESPONSES TO DECLINE IN FIRMS, ORGANIZATIONS, AND STATES (Harvard Univ. Press ed., 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://henrysward.medium.com/finally-a-private-stock-exchange-cartax-3c658f30ac97>

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).

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 מספר משקיעים, כאשר קרן אחת תשמש כמשקיע מוביל (Lead Investor), ובהתאם 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 מספיק משאבים על מנת לצלוח את 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 משמעותיות (במקום לגייס הון יקר בתחילת הדרך כשרמת הסיכון גבוהה יותר).⁵⁰ בנוסף, 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 שלוש חברות פורטפוליו יזכו להשקעה נוספת, ורק חברה אחת או שתיים יזכו להשקעה שלישית.⁵² בנוסף לגידור הסיכון, המבנה המדורג מותיר בידי המשקיעים אמצעי פיקוח משמעותי על היזמים – אם החברה לא תעמוד ביעדים, היא לא תזכה לאמון המשקיעים בסבב הגיוס הבא,

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. 42, 44-48 (2018).

⁴⁸ ראו, למשל, אורן שנקר "על 'הון ושלטון' בחברות הזנק" כלכליסט 11.05.2020, <https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3820671,00.html>; בנק הפועלים "נקודת ההזנק: אלו שלבי גיוס הון לסטארט אפ" פועלים הייטק (לא מתוארך), <https://www.poalimhitech.co.il/he/node/191>.

⁴⁹ ראו, למשל, גיא גרימלנד "מחקר: קרנות הון סיכון מקושרות חברתית- משיגות יותר תשואה" **דה מרקר** <https://www.themarket.com/technation/1.598553>, 26.01.2011.

⁵⁰ ראו, למשל, PAUL GOMPERS & JOSH LERNER, *THE VENTURE CAPITAL CYCLE* 157-201 (1999); פולמן, 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://medium.com/mac-venture-capital/follow-on-in-venture-capital-2a60291c2f13> ("VCs normally say they will use their follow-on reserves to 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.")

והיזמים יאלצו לגייס בתנאים בלתי 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 אופן המשקיעים בה בכל סבב גיוס מחדש. כך, תעשית הון הסיכון נהנית מגמישות ביכולת להזרים הון למיזמים חדשניים – המשקיעים יכולים לגבות מיזם מסוכן עם רעיון מקורי, לתרום לו מנסיונם ולהזין אותו בהון וקשרים עסקיים. אולם, אם לאחר כל זאת, המיזם לא מצליח להתרומם ולזכות בתמיכה נלהבת של משקיעים בסבב הגיוס הבא, קופת החברה תתייבש, "מסלול ההמראה" של החברה יגמר, והחברה תמכר או תתפרק. כך, השוק משמש כבחון מציאות ומונע בזבוז משאבים נוספים על "חלומות" יזמיים שלא מוכיחים את עצמם.

(ה) השקעה במניות בכורה המירות

השקעת הון סיכון על ידי משקיעים מוסדיים נעשית בדרך כלל בתמורה למניות בכורה המירות – מכשיר היברידי בעל מאפיינים של מניה וחוב כאחד. בתרחיש 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 שבתרחיש בהם החברה לא מצליחה להגשים את התקוות שתלו בה, והיא נמכרת בסכום נמוך 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 שהושקע בחברה על ידי משקיעי הון סיכון יחזור לידי המשקיעים (יתכן שבתוספת ריבית או תשואה מובטחת), ואילו היזמים והעובדים ייהנו רק מהערך שנוצר בחברה מעבר לסכומים שהושקעו בה.⁵⁵ באופן זה, המשקיעים מפחיתים את התמריץ שהיה יכול להיות קיים 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

⁵³ Gordon Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, 53 UCLA L. REV. 315, 323–24 (2005).

⁵⁴ Will Gornall & Ilya A. Strebulaev, *Squaring Venture Capital Valuations with Reality*, 120 JFE 120, 121 (2020) (להלן: "גורנל וסטריבולב").

⁵⁵ באופן מעשי מכיוון שהמשקיעים זקוקים לשיתוף פעולה מצד ההנהלה במכירת החברה הם לרוב יפרשו נתח מהתשלום המגיע להם ויקצו אותו כבונוס בגין המכירה למנהלים (פרקטיקה המכונה carve out). ראו: Brian Broughman & Jesse M. Fried, *Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups*, 98 CORNELL L. REV. 1319, 1335–1336 (2013) (להלן: "ברופמן ופריד"). כמו כן, כאשר החברה נמכרת, לעיתים קרובות החברה הרוכשת מעוניינת בעיקר בהון האנושי ובהתאם היא יכולה להכתיב שחלק מרכזי מתמורת המכירה יגיע לידי היזמים והעובדים ולא לידי המשקיעים. על חלוקת התמורה במצבים אלו בין היזמים, העובדים והמשקיעים ראו, John F. Coyle & Gregg D. Polsky, *Acqui-Hiring*, 63 DUKE L.J. 281, 311 (2013–2014) (להלן: "קוייל ופולסקי").

⁵⁶ ראו, למשל, Matthew Wansley, *Beach Money Exits*, 45 J. CORP. L. 151, 153 (2019).

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

מקובל שלמניות הבכורה צמודות גם זכויות נוספות שאינן קשורות באופן ישיר 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 כוללות זכות ווטו על החלטות מסוימות (כגון, אקזיט, הנפקה של מניות עם זכויות שוות או עודפות, שינוי הרכב הדיקטוריון, גיוס חוב, שינויים בתקנון ובזכויות הצמודות למניות מסדרות שונות), זכות המצרנות (preemptive right) שהיא הזכות להשתתף בגיוסים עתידיים כפי חלקן של המשקיע בחברה ולעיתים אף יותר מכך, זכות סירוב ראשונה במקרה שהיזמים או משקיע אחר ירצו למכור את מניותיהם לאחרים (Right Of First Refusal), זכות הצטרפות בעת מכירת מניות על ידי היזמים (Tag Along/Co-Sale), 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

⁵⁷ כלומר, המשקיעים קודם כל יקבלו החזר להשקעה ואז יזכו לנתח נוסף בחלוקה כאילו מניותיהם היו מניות רגילות.
⁵⁸ בנוסף לאלמנט המכפיל, שני אלמנטים חשובים נוספים במנגנון ההעדפה הם אלמנט ההשתתפות (Participation) ותקרת ההשתתפות (Cap).

⁵⁹ נהוג להבחין בין שני מנגנונים עיקריים: הראשון, מנגנון הפיצוי המלא ("Full Ratchet"), מגן על המשקיע באופן מלא מפני דילול כיוון שהחברה מתחייבת להקצות לו בתרחיש כזה מספר של מניות רגילות שיעמיד אותו במקום בו היה אילו השקיע לפי הסכום הנמוך יותר (ואגב כך ידוללו יתר המשקיעים, למעט המשקיע החדש שהשקיע בסכום הנמוך). השני, מנגנון הממוצע המשוקלל ("Weighted Average"), במסגרתו מקדם ההמרה של מניות הבכורה נקבע לא רק על פי הירידה במחיר למניה, אלא גם בהתחשב במספר והיקף המניות של בעל הזכות במקור והיקף וסכום 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 – האם על בסיס ההון המונפק והנפרע או על פי דילול מלא (לרבות אופציות וזכויות אחרות המיוחסות למניות).

⁶⁰ ראו פירוש המונחים LATHAM DRIVE, THE BOOK OF JARGON (last entered, March, 2021) <https://www.lathamdrive.com/resources/book-of-jargon>.

(preference stack) כך שהמשקיעים 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 ככל שזו תתומחר במחיר נמוך מרף שנקבע מראש (ratchet). בתקופות בהן משקיעים מתחרים ביניהם על הזדמנויות השקעה והחברות נהנות מכוח מיקוח משמעותי, יתכנו 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 האיכותית 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 משמעותיות לרבות ייצוג בדירקטוריון. אולם, הון סיכון כשלעצמו אינו מייצר דבר, הגורם שמשלים הון סיכון ליצירת חברת טכנולוגיה הוא הון אנושי שעל מאפייניו נעמוד להלן.

2. הון אנושי

את המונח הון אנושי טבע בשנות השישים של המאה הקודמת זוכה פרס נובל לכלכלה, גארי בקר (Gary Becker), והוא מתייחס לידע, כישורים וניסיון 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 לעשות בו שימוש ולכן שוק העבודה מתגמל עליו (למשל, שליטה בשפת תכנות נפוצה).⁶² התיאוריה מנבאת כי מעסיקים יעדיפו להשקיע בהון אנושי ספציפי של עובדיהם שכן יהיה להם קל באופן יחסי להחזיר את ההשקעה. השקעה כזו תגדיל את פריון העובדת, אבל לא תיצור עבודה פיתוי לעבור למעסיקים מתחרים. לעומת זאת, לעובדות משתלם להשקיע בהון אנושי כללי שמייצר להן הזדמנויות תעסוקה מתגמלות יותר בתוך ומחוץ לחברה.⁶³ הקושי של מעסיקים ללכוד את הרווח הכלכלי הצומח מהשקעה בהון אנושי כללי מייצר בעיה שהזדמנות בצדה כמפורט להלן.

⁶¹ GARY S. BECKER, HUMAN CAPITAL: A THEORETICAL AND EMPIRICAL ANALYSIS, WITH SPECIAL REFERENCE TO EDUCATION (2d ed. 1975) (להלן: "בקר").

⁶² שם, בעמ' 16-37.

⁶³ שם, בעמ' 19-26.

(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 לגבי שיטות ייצור וטכנולוגיה (know how) שהוא בעל ערך גם עבור החברה שייצרה אותו וגם עבור חברות מתחרות.⁶⁴ על חלק מהקניין הרוחני של החברה ניתן להגן באמצעות פטנטים וסודות מסחר, וכך למנוע את השימוש בו על ידי מתחרים ו"לנעול" אותו בחברה. אולם, דיני הקניין הרוחני לא מכסים את כל הידע שנוצר כתוצאה מהשקעה במחקר ופיתוח. חלק ניכר מהידע שנוצר הופך שלוב ומשוקע בהון האנושי של היזמים והעובדים שפיתחו אותו או נחשפו אליו והם רשאים להשתמש בו כרצונם.⁶⁵ לפיכך, השקעה במחקר ופיתוח מגדילה את ההון האנושי הכללי של היזמים והעובדים ועלולה ליצור להם תמריץ לעזוב את החברה.⁶⁶ אם יבחרו לעזוב, השקעת החברה בהון האנושי שלהם תאבד, והקניין הרוחני של החברה עלול "לזלוז" (spillover) למתחרים.⁶⁷ כתוצאה מזליגה טכנולוגית שכזו, התועלת הכלכלית לחברה המשקיעה במחקר ופיתוח נמוכה מהתועלת המשקית, ולכן נוצר חשש שההשקעה תהיה נמוכה מהרמה האופטימלית בראייה כוללת.⁶⁸

עם זאת, לצד הראייה הקודרת של בעיית הזליגה הטכנולוגית כמכשול בפני השקעה אופטימלית במחקר ופיתוח ובהון אנושי, תיאוריות צמיחה מודרניות רואות בזליגה זו תופעה חיובית בעיקרה. מכיוון שחברות מייצרות ידע ללא תלות ביכולתן למנוע מאחרים את השימוש

⁶⁴ מכיוון שכך, השקעה במחקר בפיתוח עלולה לסבול מבעיית ה"מוצר הציבורי" – בעיה המאפיינת נכסים שמתאפיינים בחוסר-בלעדיות בצריכה (non-excludable goods) וחוסר יריבות (non-rivalrous goods). במילים אחרות, מהרגע שידע נוצר, אחרים יכולים להשתמש בו מבלי לגרוע מיכולתו של בעל הידע לעשות בו שימוש במקביל, ולבעל הידע אין יכולת לחסום את זליגת הידע לחלוטין. לעיון בהשלכות של בעיה זו על חברות הזנק ואזורי חדשנות ראו, Yifat Aran, *Beyond Covenants Not to Compete: Equilibrium in High-Tech*, 70 *Stan. L. REV.* 1235, 1253-1254 (2018) (להלן: "ארן, 2018").

⁶⁵ ראו, 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 (2002) (להלן: "אוטסט").

⁶⁷ ראו, למשל, 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).

בו, ומכיוון שידע זה מועבר באופן דינאמי בין חברות, הזליגה הטכנולוגית מגבירה את ההתמחות והתחכום של אזור החדשנות בכללותו.⁶⁹

בהקשר של חברות הזנק האתגר וההזדמנות מתחדדים. משקיעים עלולים להירתע מלהשקיע בחברה שיש לה מעט מאוד נכסים מוחשיים, הקניין הרוחני שלה כפוף להגנה חלקית בלבד, והנכס העיקרי שלה הוא הון אנושי שעלול לעבור לחברות מתחרות. יחד 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

⁶⁹ ראו, Paul M. Romer, *Increasing Returns and Long-Run Growth*, 94 J. POL. ECON. 1002, (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 התיאורטית, ראו ORLY LOBEL, TALENT WANTS TO BE FREE: WHY WE SHOULD LEARN TO LOVE LEAKS, RAIDS, AND FREE RIDING 64-69 (2013) (להלן: לובל); Alan Hyde, *Should Noncompetes Be Enforced?*, REGULATION, Winter 2010-2011, at 7-8.

⁷⁰ תחת מסורת המשפט המקובל, תניות איסור תחרות, המונעות מעובד להתחרות במעסיקו לאחר סיום יחסי העבודה הן אכיפות כל עוד הן מגינות על אינטרס לגיטימי של המעסיק (כגון השקעה שביצע בהון אנושי), ובתנאי שהגבלת חופש העיסוק מידתית מבחינת האזור הגיאוגרפי, פרק הזמן ותחום העיסוק. ראו, עניין פרומר, לעיל ה"ש 16, בפס' 12 לפסק דינו של השופט אדלר. הרציונל לאכיפת הסכמי איסור תחרות ברור לאור 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 "בזבוזי" במיוחד: הם סובלים מתחולת יתר (false positive error) כיוון שהם מונעים תחרות גם במצבים בהם תחרות מהווה את השימוש היעיל ביותר בהונו האנושי של העובד (למשל, כאשר המעסיק הוא חברה כושלת, או, בחלק מאזורי השיפוט, כאשר המעסיק הוא שפיטר את העובד). ראו, לובל, 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, כתוצאה מצירוף נסיבות היסטוריות, בשונה ממדינות אחרות, הסכמי איסור תחרות אינם אכיפים גם כאשר הם "סבירים" מבחינת משך הזמן והתייחסות הגיאוגרפית. 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 ה-20, הצביעה דווקא על סירובה 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 במסגרתה למעסיקים בכללותם עדיף לפעול בסביבה המתאפיינת בשוק עבודה יעיל. חופש תנועה של עובדים בין חברות מאפשר לאזור החדשנות להשתכלל ולהתפתח באופן מהיר כתוצאה מלימוד הדדי בין חברות והפיכה של האזור למוקד משיכה עבור עובדים חדשים ומעסיקים חדשים (בתהליך היוון חוזר המכונה אגלומרציה – התקבצות מרחבית). יחד עם זאת, לכל מעסיק קיים תמריץ ליהנות מזליגה של קניין רוחני מחברות מתחרות תוך שהוא מונע מעובדיו שלו את האפשרות לעבור למתחרה באמצעות שימוש בהסכמי איסור תחרות. הסירוב הגורף של

לאור יחסה 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 והון 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). במקביל להגנות ואמצעי הבקרה בהם 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 שימור הון אנושי

בחברות טכנולוגיה כיום מקובל שסדר גודל של עשרה עד חמישה עשר אחוזים מההון מוחזק על ידי עובדים מן השורה.⁷² אולם, עד לסוף המאה ה-20 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 להשאי את רווחי בעלי המניות, לשימוש אסטרטגי בתגמול הוני כאמצעי לשימור הון אנושי.⁷⁴

קליפורניה לאכופ הסכמי איסור תחרות פותר את בעיית הפעולה הקולקטיבית כיוון שכל המעסיקים מנועים מלדכא תחרות מצד עובדיהם, ובהתאם כולם יכולים ליהנות משוק עבודה יעיל, מזליגה טכנולוגית ומיתרונות ההתקבצות המרחבית. ההנחה המובלעת בגישה זו היא שלאורך זמן, הרווח לחברות כתוצאה משוק עבודה יעיל, אגלומרציה ובפרט זליגה טכנולוגית הוא גדול מההפסד בגין בעיית ההחצנה החיובית. על בסיס התובנה האמורה התפתחה תיאוריה עדכנית הרואה בהסכמי איסור תחרות גורם שפוגע בחדשנות ובצמיחה כלכלית וטכנולוגית. תיאוריה 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 יאכפו. ראו: ארן, 2018, לעיל ה"ש 64.

⁷¹ ארן, 2018, לעיל ה"ש 64 בעמ' 1261-1263; 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://pitchbook.com/news/articles/howbig-should-an-employee-option-pool-be>; Anat Alon-Beck, *Unicorn Stock Options- Golden Goose or Trojan Horse*, 2019 COLUM. BUS. L. REV. 107, 124 (2019).

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

⁷⁴ קיימת ספרות ענפה העוסקת בשאלה מדוע חברות מעניקות אופציות לעובדים מן השורה על אף שברור שאותם עובדים (בשונה ממנהלים בכירים) אינם יכולים להשפיע על ביצועי המניה. הספרות מצביעה על כך 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. הספרות מצביעה

שורשי התפנית נעוצים בשנת 1957 – רגע ההולדת של תעשיית הון הסיכון וראשית המהפכה הדיגיטלית.⁷⁵ באותה שנה שמונה עובדים צעירים בחברת "שוקלי סמיקונדקטורס" (Shockley Semiconductor Labs) החליטו לעזוב את המנהל הרודן שלהם, חתן פרס נובל לפיזיקה, וויליאם ברדפורד שוקלי, ולהקים חברה מתחרה. למזלם של "שמונת הבוגדים" (כפי שכוננו על ידי 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 הקבוצה הצליחה לגייס הון מקבוצת פיירצ'ילד קאמרה אנד אינסטרומנט (Fairchild Camera & Instrument) ולחברה המממנת נשמרה אופציה לקנות מהזימים את מלוא מניות החברה החדשה, חברת פיירצ'ילד סמיקונדקטור (Fairchild Semiconductor), אם הדברים יסתדרו לטובה.

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 לוקחים בחשבון את דילול בעלי המניות כתוצאה ממימושי אופציות עובדים), מיון של עובדים (קריצה לעובדים אוהבי סיכון המאמינים בעתיד החברה), תמריצי מס (מס רווחי הון נמוך יותר מאשר מס הכנסה), והסיבה המרכזית – שימור הון אנושי. ראו בהקשר זה, Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, *The Trouble with Stock Options* 17(3) *J. ECON. PERS.* 49, 50 (2003) (מצביעים על כך שאופציות עובדים, בשונה מתגמול מנהלים, אינן יכולות לשמש כ"תמריץ" ומגיעים למסקנה שהסיבות המרכזיות לשימוש הרווח בהן נעוצות בהנמכת העלות הנחזית של העבודה ובשיקולי מס); Jeffrey Hales, Laura W. Wang, and Michael G. Williamson, *Selection Benefits of Stock-Based Compensation for the Rank-and-File*, *THE ACCOUNTING REVIEW* 90(4) 1497 (2015) (אופציות יוצרות אפקט ממיין לעובדים פוטנציאליים) Paul Oyer, *Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?*, 59(4) *J. OF FIN.* 1619 (2004) של העובד לבין התגמול שלו כיוון שקיימת קורלציה בין שווי המניה של החברה לבין הביקוש להון האנושי של עובדיה. בשוק יורד – האופציה ממילא לא עולה לחברה דבר); Paul Oyer & Scott Schaefer, *Why do Some Firms Give Stock Options to All Employees?: An Empirical Examination of Alternative Theories*, 76(1) *J. FIN. ECON.* 99 (2005) (נתוני תגמול אינם מתיישבים עם רציונל של מתן תמריץ ולעומת זאת כן מתיישבים עם מיון ושימור הון אנושי). Daniel Bias, *Illiquid Equity, Labor Mobility, and Talent Allocation*, SWEDISH HOUSE OF FINANCE RESEARCH PAPER NO. 21-27, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3960342, 3 (2021), (עובדי סטרטאפים המחזיקים בניירות ערך בלתי נזילים הם פחות ניידיים; הסיכויים שעובד יעזוב חברה גדלים במעל ל-42% אחרי אירוע נזילות בהשוואה לעובד דומה בחברה דומה שלא חוותה אירוע נזילות).

⁷⁵ ארן, 2018, לעיל ה"ש 57, בעמ' 1241.

⁷⁶ שם, בעמ' 1241-1244.

⁷⁷ Sebastian Mallaby, *Behind the 'power law': How a forgotten venture capitalist kick-started Silicon Valley*, *THE WASHINGTON POST* (January 27, 2022), (<https://www.washingtonpost.com/opinions/2022/01/27/silicon-valley-invention-venture-capital-sebastian-mallaby-book/>) (להלן: "מלבי").

חיש מהר פיירצ'ילד סמיקונדקטור הפכה למובילה בתחומה, וכעבור שנתיים חברת האם מימשה את האופציה שלה ורכשה את מניות המייסדים. כתוצאה מהרכישה, היזמים התעשרו בין לילה, אך הם גם איבדו את הבעלות בחברה שאותה ייסדו והצמיחו. בשנים שלאחר הרכישה, חברת פיירצ'ילד סמיקונדקטור החלה "לדמם" כישרון. עובדים ויזמים עברו לחברות מתחרות שמשכו 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 היררכית כמקובל בחברות הטכנולוגיה של החוף המזרחי של אותם הימים, ומנהליה האמינו כי מענקי אופציות צריכים להיות מנת חלקם של מנהלים בכירים בלבד. בסופו של דבר, בשנת 1968 שני "הבוגדים" האחרונים – רוברט נויס ששימש כמנכ"ל בפועל, וגורדון מור, ראש חטיבת המחקר והפיתוח – עזבו את פיירצ'ילד סמיקונדקטור על מנת להקים חברה מתחרה שלימים תזכה לשם אינטל. בחברה החדשה שהקימו, החליטו נויס ומור להעניק אופציות לכל עובדי המחקר והפיתוח.⁷⁸ מאינטל מבנה הבעלות הייחודי התגלגל הלאה והפך לסטנדרט עבור חברות הזנק בעמק הסיליקון. תגמול באופציות אפשר לחברות מעמק הסיליקון למשוך ולשמר עובדים מוכשרים מבלי לרושש את קופתן הצנועה. מעמק הסיליקון המודל של השתתפות עובדים בהון התגלגל לחברות מגובות הון סיכון ברחבי העולם.

הפרישה 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 וכשרון.⁷⁹ למן אותו רגע מכונן בסוף שנות החמישים של המאה הקודמת, אינספור 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 כקרח. המעבר משוק עבודה המתאפיין בנאמנות למקום העבודה, לשוק עבודה המתאפיין במוביליות, זרימה חופשית של כשרון ותחרות על הון אנושי היא שביסוד הצמיחה המטאורית של עמק הסיליקון לאורך המחצית השנייה של המאה ה-20.⁸⁰ כך, הון סיכון הפך לגורם המשחרר והמדרכן של הכשרון הטכנולוגי.

לשימוש שעושות חברות הזנק באופציות ומניות על מנת לקשור את ההון האנושי לחברה, ישנו אפקט סלקטיבי שמטיב עם אזור החדשנות בכללותו: התמריץ ידכא תחרות מצד עובדים של חברות הנמצאות בצמיחה, אולם הוא לא יפגע במוביליות של עובדי חברות שאינן בצמיחה (כיוון

⁷⁸ בלסי, לעיל ה"ש 73.

⁷⁹ ראו למשל, מלבי, לעיל ה"ש 77; ארן, 2018, לעיל ה"ש 64 בעמ' 1263-1260.

⁸⁰ REID HOFFMAN, BEN CASNOCHA, AND CHRIS YEH, THE ALLIANCE: MANAGING TALENT 6 (2014) IN THE NETWORKED AGE; לובל, לעיל ה"ש 69; סטון, לעיל ה"ש 13 בעמ' 473, 475-479.

שהאופציות של אותם עובדים יהיו חסרות ערך ולא יספקו תמריץ להישאר בחברה). משמורו הזדמנויות הצמיחה של החברה, ממילא לאופציות לא יהיה אפקט מעכב וההון האנושי של החברה יהיה חופשי לעבור לחברות מתחרות.⁸¹ באופן זה שימוש בתגמול הוני מאפשר להשיג מטרות שעל פניו נראות מנוגדות: 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 יותר מאשר שימוש בהסכמי איסור תחרות. הסכמי איסור תחרות יהיו כרוכים בתשלום פרמיה לעובדים גם במקרים שבהם מאמצי המחקר והפיתוח בחברה לא יובילו ליצירת ערך כלכלי משמעותי שיש למשקיע עניין להגן עליו.⁸² לעומת זאת, אופציות יהפכו לבעלות ערך רק כאשר החברה מצליחה ונוצר בה קנין רוחני טעון הגנה. מעבר לכך, מרבית העובדים לא ממשים 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 מכך, 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 שעתיד לקום לאחר הצלחת או כישלון החברה הראשונה. אין פלא אפוא כי קרנות הון סיכון בעמק הסיליקון, בהובלת אבי התעשייה, ארת'ור רוק, דחפו את חברות הפורטפוליו שלהן לאמץ תכניות תגמול הוניות וכך תרמו לאימוץ נרחב של המודל.⁸⁴ בארץ, למרבה הצער, על אף שבתי המשפט צמצמו מאוד את קשת המקרים בהם הסכמי איסור תחרות הם אכיפים,⁸⁵ חברות הזנק עדיין עושות בהם שימוש נרחב על מנת להרתיע עובדים מלעזוב לטובת הזדמנויות מבטיחות יותר. לכן בארץ,

⁸¹ ארן, 2018, 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, *Consider This: Training, Wages, And The Enforceability Of Covenants Not To Compete*, 72(4) ILR Rev. 783, 784 (2019).

⁸³ על פי פרסומי חברות המתמחות בתחום 70-80% מהאופציות הבשלות אינן ממומשות על ידי עובדי חברות ההזנק. Carta Team, *Why employees don't exercise stock options—and what companies can do to help* (December 1, 2020), <https://carta.com/blog/why-employees-dont-exercise-stock-optionsand-what-companies-can-do-to-help>; SecFi Team, *Startup equity report: The State of Stock Options 2020* (December 16, 2020), <https://www.secfi.com/learn/2020>. בארצות הברית שיקולי המס משחקים תפקיד גדול מבישראל, ראו להלן ה"ש 91 וטקסט נלווה.

⁸⁴ ארן, 2018, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1273-1274.

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

בשונה מעמק הסיליקון, השימוש בתגמול הוני מהווה אמצעי נוסף להגנה על הקניין הרוחני וההון האנושי של החברה, בנוסף 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 ההחצנה 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, וכתוצאה מכך שותפות מרצון בין משקיעי הון סיכון ומשקיעי הון אנושי המבוססת על תועלת הדדית וראיה ארוכת טווח. בעוד שבמרבית המקרים לא יצמח ליזמים ולעובדים הון משמעותי כתוצאה מהתגמול ההוני שלהם (שכן רוב החברות נמכרות בסכומים יחסית נמוכים ומרבית התמורה זורמת לידי המשקיעים האוחזים במניות בכורה), במקרים החריגים שבהם חברה מצליחה מאוד, התוצאה יכולה להיות התעשרות דרמטית של היזמים ושל העובדים שהצטרפו לחברה בתחילת דרכה.

(ג) מניות ואופציות

התוכניות במסגרתן מוצעים ניירות ערך לעובדים נקראות תכניות הטבה הוניות, אך בפועל לא מדובר בהטבה גרידא, אלא באפשרות להשקיע הון אנושי בניירות ערך של המעסיק – הבעלות בניירות הערך נקנית באמצעות עבודה במקום באמצעות כסף מזומן.⁸⁷ היזמים (ובארה"ב, 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). בארה"ב 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 ומניות 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

⁸⁶ ראו, למשל, חן מענית "חוטפים עובדים בהייטק: גבולות החוק של משחקי הפיתוי" גלובס (31.01.2018). 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 (2019) (להלן: "ארן, 2019").

⁸⁸ יחידת מניה חסומה שונה מאופציה בין היתר בכך שאין צורך בפעולת מימוש על מנת לזכות בבעלות במניה. ⁸⁹ 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 וטקסט נלווה. כן, ראו, DAVID ALTMAN, 10 BUSINESS ORGANIZATIONS WITH TAX PLANNING § 133.04 (2019); Victor Fleischer, *Options Backdating, Tax Shelters, and Corporate Culture*, 26 VA. TAX REV. 1031, 1043 (2007).

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 במועד המימוש של האופציה, אם מחיר המניה בשוק עלה 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 תמנע מלממש אותה. כך, אופציות קושרות בין התמריץ לעובדת להמשיך את עבודתה בחברה לבין השינוי בשווי מניות החברה לאחר הצטרפותה לחברה (צמיחה משמעותית 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 והעובדים להמשיך לעבוד עבור החברה, הבעלות בניירות הערך מוקנית באופן הדרגתי בכפוף ללוח הבשלה (vesting schedule). לוח הבשלה קושר בין היקף הבעלות בניירות הערך לבין משך העבודה של העובדת או היזמת בחברה. הלוח המקובל בתעשייה הוא 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

ביחס ליזמים מקובל הסדר דומה אך בעל לוח זמנים קצר יותר מההווה תמונת ראי – היזמים מלכתחילה מחזיקים במלוא המניות שהוקצו להם, אולם לחברה מוקנית בשנתיים עד ארבע שנים 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 סמלי 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

⁹⁰ שם.

⁹¹ גבי ויסמן ולי-יה ברק אבדי, מה שווה יותר: אופציות בישראל או אופציות בארצות הברית?, GEEKTIME, (04.09.2017), <https://www.geektime.co.il/altshuler-shaham-benefits-options-in-israel-or-us>

⁹² ארן, 2018, לעיל ה"ש 64 בעמ' 1264.

⁹³ DAVID S. ROSE, THE STARTUP CHECKLIST: 25 STEPS TO A SCALABLE, HIGH- GROWTH BUSINESS 280 (2016).

⁹⁴ זאת מכיוון שברוב המקרים, בתקופת ההבשלה החברה לא רווחית, כלומר אינה עומדת בתנאי חלוקת דיבידנדים או רכישה עצמית של מניות, ולכן החברה לא יכולה לרכוש את המניות שטרם הבשילו בתמורה. ראו סעיף 302(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות").

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

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, לפיכך הוא עלול לחבל בסיכויי החברה להתחרות על הון אנושי ופיננסי להם היא זקוקה בכדי לשרוד. לבסוף, הון מת יוצר אי ודאות ביחס לאופן ההצבעה של בעלי המניות השונים בעתיד. אם קיים "דם רע" בין הצדדים, מייסדת לשעבר עם כוח הצבעה משמעותי עלולה לחבל בפעילות העסקית. כדי להמנע מלצבור הון מת, היזמים לרוב יסדירו את לוח ההבשלה הפוכה 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 משמעותי מהווה "דגל אדום" שפוסל השקעה בחברה.

בנוסף למענק 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 שעצמת התמריץ המקורי התעמעמה – אם מכיוון שלוח ההבשלה המקורי מתקרב לסימו, אם בגלל ירידה של שווי המניות (ובהתאם – שווי האופציות), ואם בגלל עליית ערכה של העובדת בשוק העבודה (גידול בעלות ההזדמנות ובהתאם בפיתוי לעזוב). כמו המענק המקורי, גם מענקי ריענון מוענקים בכפוף ללוח הבשלה. מענקי ריענון על פי רוב צנועים יותר מאשר המענק שניתן בתחילת יחסי העבודה, אך ההסדרים הספציפיים בכל חברה תלויים בהקשר וביכולת המיקוח של הצדדים.⁹⁸

(2) מועד הפקיעה של האופציה

בעוד לוח ההבשלה ומענקי הריענון מספקים "גזרים" לעובדים – כלומר, המשך עבודה עבור החברה מוביל להגדלת נתח האחזקות של העובד – מועד הפקיעה של האופציה מהווה "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

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.")

⁹⁷ ארן, 2018, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1264.

⁹⁸ JASON PRESSMAN, WHO OPTION REFRESH GRANTS ARE ESSENTIAL FOR STARTUP RECRUITING AND RETENTION (Forbes Press, Jul. 19, 2017), www.forbes.com/sites/valleyvoices/2017/07/19/option-refresh-grants-are-essential-for-startup-recruiting/?sh=e8181f56abd1

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 משמעותי.¹⁰⁰ מניות חברות הזנק הן בלתי נזילות ולכן העובדים לא יכולים למכור אותן מיד לאחר המימוש, עליהם לחכות עד שיתרחש אירוע נזילות (דוגמת רישום למסחר בבורסה, מכירת החברה, או היתר נקודתי למכור מניות בשוק משני פרטי). בפרק הזמן שבין מימוש האופציה ואירוע הנזילות, שווי המניה יכול להימחק וההשקעה עלולה לרדת לטמיון. כיוון ששתי האלטרנטיבות 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 אילוץ ולא בחירה וולונטרית.

לסיכום חלק זה, חברות הזנק נוהגות להגן על נכסי הליבה שלהן – הון אנושי וקניין רוחני – באמצעות שימוש בניירות ערך של החברה, ובפרט הענקת מניות רגילות ליזמים והענקת אופציות לעובדים. ניירות ערך אלו מוענקים בכפוף ללוח הבשלה (או הבשלה הפוכה) הקושר בין היקף הבעלות בחברה לבין משך העבודה עבורה. בנוסף למענק המקורי, חברות מתאימות את עצמת התמריץ לעלות ההזדמנות של העובד או 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 באופן שמעודד השקעה במחקר ופיתוח על ידי משקיעי הון סיכון, ומצד שני, מאפשר ניידות ותחרות מצד עובדי חברות בקשיים (אשר האופציות שלהם ממילא מחוץ לכסף). בהתאם, תגמול הוני תורם להקצאה יעילה של הון אנושי באזורי חדשנות.

3. השתקפות ההשקעות השונות במבנה ההון של חברות הזנק

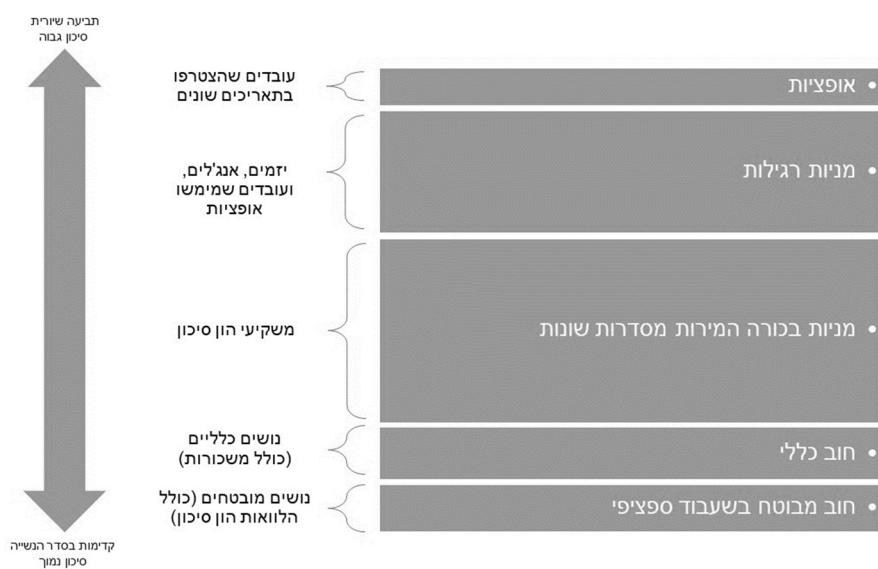
ראינו לעיל כי מבנה ההון של חברות הזנק משקף איזון עדין בין הגורמים שחברו על מנת להקים אותן, ובעיקר, היזמים והעובדים, מצד אחד, ומשקיעי הון הסיכון, מצד שני. עובדים מקבלים משכורת המהווה זכות תביעה קצובה בעלת קדימות בפירוק, ולצדה תגמול באופציות לרכישת מניות רגילות בכפוף לעמידה בתנאי הבשלה. ליזמים מוקצות בעת הקמת החברה מניות רגילות

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 אלטרנטיבי מינימלי על "רווחי נייר" שנוצרים בשל עליית שווי המניה. בארץ כתוצאה מסעיף 102 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] העובדים בדרך כלל אינם חשופים למיסוי עד לאירוע נזילות. ראו, יוסף גרוס "מיסוי הקצאת מניות ואופציות לעובדים" **רואה החשבון** ל"ח" 4(4), 243, 244-5 (1990).

ללא תמורה או בתמורה להעברת קניין רוחני לבעלות החברה. מניות אלו לרוב יהיו כפופות בדרך כלל לזכות רכישה מחדש על ידי החברה אשר פוקעת בהדרגה ככל שהיזמת 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, ובצדה אופציה להמיר את הזכות האמורה בתביעה שיורית. התוצאה, כפי שממחיש איור א', היא מבנה הון רב שכבתי המקנה תמהיל זכויות מסוגים שונים לספקי הון פיננסי והון אנושי, אשר סדר הנשייה במסגרתו שונה מהמבנה הסטנדרטי שלפיו התביעה השיורית שייכת לבעלי המניות, ואילו העובדים מהווים נושים בעלי זכות קדימה חלקית בפירוק בלבד.

איור א. מבנה ההון של חברות הזנק



מבנה ההון של חברות הזנק משקף אפוא תלות הדדית בין ספקי התשומות השונות. בהתאם, נקודת שיווי המשקל שמאפשרת שיתוף פעולה בין המשקיעים, היזמים והעובדים משתנה באופן תדיר.¹⁰¹ מכיוון שחברות הזנק נזקקות באופן שוטף לגיוסי הון, ביצועים מאכזבים של החברה יובילו לגיוס בתנאים בלתי נוחים שידללו את שווי אחזקות היזמים והעובדים ויגדילו את השווי הכספי של נתח אחזקות בעלי מניות הבכורה. מנגד, פגיעה בשווי האחזקות של היזמים והעובדים פוגמת בתמריץ שלהם לעבוד עבור החברה, לכן מדי סבב גיוס חברות נוהגות לעדכן גם את תכנית

Leon Yehuda Anidjar, *Toward Relative Corporate Governance Regimes: Rethinking* ¹⁰¹ *.Concentrated Ownership Structure around the World*, 30 STAN. L. & POL'Y REV. 197 (2019)

התמריצים ליזמים ולעובדי מפתח ולאתר נקודת שיווי משקל חדשה בין עלות ההון הפיננסי וההון האנושי.¹⁰²

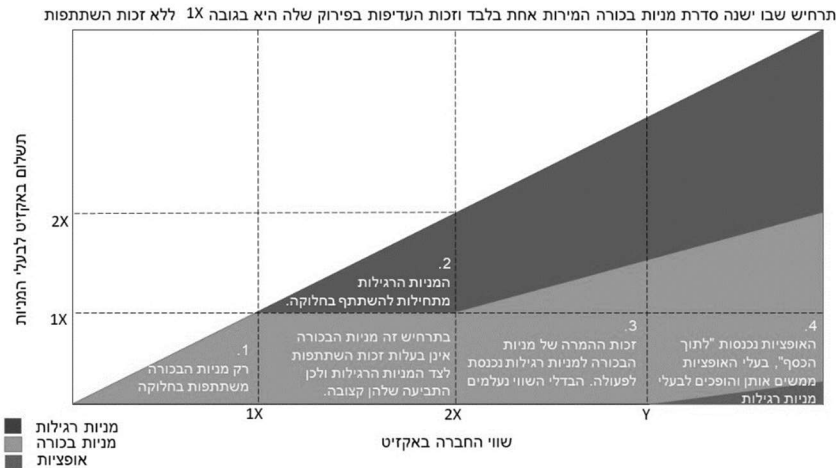
ניהול מבנה ההון מתבצע באמצעות "טבלת ההון" (cap table) של החברה. טבלת ההון מתעדת אילו ניירות ערך הנפיקה החברה ובידי מי הם מוחזקים, אילו זכויות צמודות לכל נייר ערך וכמה כסף הוזרם לחברה על ידי בעלי המניות השונים. על בסיס טבלת ההון, ניתן לקבוע את השווי היחסי של ניירות ערך שונים בהתחשב בהבדלי הזכויות ביניהם. הערכת שווי ניירות הערך השונים מתבצעת באמצעות ניתוח "מפל" (waterfall analysis). המודל מניח כי החברה נמכרת ועודפי הכספים, אחרי כיסוי חובות החברה, מחולקים בהתאם לסדר 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 מצביע על כך שבעלי מניות הבכורה ירוויחו יותר אם ימירו את התביעה הקצובה שלהם בתביעה שיווית, זכות ההמרה תכנס לפעולה וההבדלים בין מניות הבכורה והמניות הרגילות ייעלמו – בעלי מניות הבכורה ובעלי המניות הרגילות יחלקו שווה בשווה על פי חלקם היחסי (pari passu). בדומה, כאשר החברה בוחרת לעבור הנפקה ולהפוך לחברה ציבורית, ההבדלים בין סוגי המניות השונים נמחקים.

איור ב' מציג ניתוח מפל של חברה – לשם הפשטה, האיור מציג תרחיש שבו הון החברה נחלק שווה בשווה בין בעלי מניות רגילות ובעלי מניות בכורה. לחברה מניות בכורה מסוג אחד בלבד וזכות העדיפות בפירוק של מניות אלו היא בגובה $1X$ 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 בגובה $1X$ או פחות, כל הסכומים שיוותרו 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 שיותר בקופה יחולק לבעלי המניות הרגילות. בערכי אקזיט של מעל ל- $2X$ 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.

¹⁰² קופר, 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.)

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 בהשוואה לחברות ציבוריות וחברות פרטיות "רגילות" (שאין מגובות הון סיכון).

ב. לקראת תיאוריה מאחדת לחברות הזנק

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

1. בעיית הנציג

תחת הפרדיגמה של בעיית הנציג, בעיית היסוד של דיני התאגידים היא הפרדה בין בעלות ושליטה. כבר בשנת 1932 אדולף ברלי וגרדינר מינס (Adolf Berle and Gardiner Means) הצביעו על הבעיות המתעוררות בתאגיד הציבורי כתוצאה מבעלות מבוזרת.¹⁰³ הם טענו כי החברה סופגת עלויות הנובעות מקיומו של תמריץ להנהלה לקבל החלטות שישתרו את טובת המנהלים באופן אישי על חשבון בעלי המניות.¹⁰⁴ בהמשך, פיתחו ג'נסן ומקלינג במאמר קנוני

¹⁰³ ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (10TH EDITION, 2009).

¹⁰⁴ שם, בעמ' 244-254.

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 קבלת החלטות על ידי הסוכן.¹⁰⁶ כתוצאה מפערי מידע וניגודי עניינים בין המנהל והסוכן, נוצרות "עלויות נציג" משלושה סוגים: עלויות פיקוח ותמרוץ של הסוכן על ידי המנהל, עלויות ערובה מצד הסוכן כדי לרכוש את אמון המנהל (bonding), ונזק שיורי שלא ניתן למנוע חרף נקיטת האמצעים האמורים. על אף שהמודל של ג'נסן ומקלינג הוא תיאורי ולא התיימר להציג עמדה נורמטיבית, הוא השפיע באופן דרמטי 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 ג'נסן ומקלינג שימש כעוגן מרכזי בהתפתחות הגישה המקובלת כיום במשפט האמריקאי ובישראל לפיה תכלית החברה המסחרית היא להשיא רווחיה לטובת בעלי מניותיה.¹⁰⁹

ההנמקות המרכזיות לעליונות בעלי המניות נובעות מאופי היחסים בין בעלי המניות לחברה, בשונה מבעלי עניין אחרים. בעוד שיתר בעלי העניין אוהזים בזכויות קצובות (fixed claims), בעלי המניות מחזיקים בתביעה שיווית על נכסי החברה לעת פירוקה.¹¹⁰ לפיכך, לבעלי המניות כקבוצה, בשונה מבעלי עניין אחרים, ישנו אינטרס לפקח על ההנהלה באופן שיביא למקסום שווי החברה. השאת שווי המניות מטיבה בעקיפין גם עם בעלי עניין אחרים מכיוון שהתביעה השיווית היא בעלת ערך רק אם החברה מסוגלת לפרוע את חובותיה.¹¹¹ זאת ועוד, בעלי עניין האוהזים

Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior*,¹⁰⁵ *Agency Costs and Ownership Structure*, 3.4 JFE REV., 311 (1976) (להלן: "ג'נסן ומקלינג").

¹⁰⁶ שם, בעמ' 308.

BRIAN R. CHEFFINS, WHAT JENSEN AND MECKLING REALLY SAID ABOUT THE PUBLIC COMPANY, 13 (Elizabeth Pollman & Robert Thompson eds., Research Paper No. 29/2020)

¹⁰⁸ זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקציה חיבורי משפט 239, 242 (התשנ"ז) (להלן: "זוהר גושן") ("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*, *Virginia Law Review* 247, 248-9 (1999) (להלן: בלייר וסטאוט "תיאוריית ייצור קבוצתי").

¹⁰⁹ שם; ראו גם סעיף 11 לחוק החברות.

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

¹¹¹ שם.

בזכות קצובה יכולים בקלות רבה יותר לתמחר את סיכוניהם מראש ולנסח חוזה שיגן על האינטרסים שלהם. לעומתם, בעלי התביעה השיוורית יתקשו להגדיר מראש את מכלול הפעולות שידרשו על מנת להגדיל את שווי התביעה השיוורית.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 ובהתאם צמיחה כלכלית. לבסוף, עליונות בעלי המניות לא נועדה להטיל ספק או לגרוע מחשיבות התרומות של בעלי עניין אחרים, אלא ליצור חלוקת עבודה בין דיני חברות ומערכות דינים אחרות: עובדים נהנים מהגנה משמעותית במסגרת דיני עבודה, נושים בלתי רצוניים זוכים להגנות תחת דיני נזיקין, נושים רצוניים זכאים לסעדים ותרופות תחת דיני החוזים והפירוקים וכן הלאה. דיני חברות הם מערכת אחת מתוך מכלול נורמטיבי שלם, והיא נועדה להגן על מי שמערכות דינים אחרות אינן עוסקות בו – הלא הם בעלי המניות.¹¹⁴

ספרות ענפה עוסקת בבעיות נציג האופייניות באופן ספציפי 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 והמשקיע משמעותי במיוחד. הקושי לפקח על פעולות היזם ולבחון את איכות ההשקעה מחריף את בעיית הנציג ובעיית הבחירה השלילית (adverse selection). חוקרי הון סיכון הסבירו באמצעות בעיית הנציג שלל היבטים של השקעות הון סיכון לרבות תופעת המימון המדורג,¹¹⁵ סינדקציה,¹¹⁶ ייצוג קרנות הון סיכון

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

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).

Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91 (2020); Leo E. Strine, Jr. & Nicholas Walter, *Conservative Collision Course? The Tension Between Conservative Corporate Law Theory and Citizens United*, 100 CORNELL L. REV. 335, 339 (2015). Cf. Stephen M. Bainbridge, *Corporate Social Responsibility in the Night Watchman State*, 115 COLUM. L. REV. 39, 48 (2015).

William A. Sahlman, *The structure and governance of venture-capital organizations*, ¹¹⁵ 27(2) J. FIN. ECON. 473, 507 (1990). תופעת המימון בשלבים עליה עמדנו בפרק א' מוסברת על ידי 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 יותר נכסים מוחשיים ובעיית המידע הא-סימטרי מצטמצמת. Paul A. Gompers, *Optimal Investment, Monitoring, And The Staging Of Venture Capital*, L(5) J. OF FINANCE 1461, 1477 (1994) (להלן: "גומפרס").

¹¹⁶ גומפרס לעיל ה"ש 115, בעמ' 1461.

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 תיאורטית להבנת חברות הזנק מגובות הון סיכון. הפרדיגמה של בעיית הנציג מבחינה בין הבעלים ("מנהל"), ספקי ההון הפיננסי, והנציגים ("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 כ"סוכן" ו"מנהל" בו זמנית.¹²² כך, למשל, קרן הון סיכון היא בעלת מניות, וככזו היא מהווה "מנהל" ביישום טיפוס של מודל בעיית הנציג, אולם היא גם בעלת מושב ייעודי בדירקטוריון, ובהתאם נציג הקרן בדירקטוריון מהווה "סוכן" בעל יתרון במידע ויכולת לקבל החלטות שיפגעו ביזמים, עובדים ואנג'לים המחזיקים במניות רגילות.¹²³ היזמים והעובדים גם הם מהווים "מנהלים" במובן זה שהם שותפים בבעלות, אך במקביל הם גם "סוכנים" המקבלים החלטות לגבי הניהול השוטף של החברה ומבצעים מטלות בשם החברה באופן המאפשר להם ליטול טובות הנאה פרטיות. הספרות שמנתחת את חוויי ההשקעה המקובלים בתחום הון הסיכון באמצעות המסגרת התיאורטית 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

¹¹⁷ Paul 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(1) J. FIN. 301 (1995).

¹¹⁸ George G. Triantis, *Financial Contract Design in The World of Venture Capital*, 68(1) UNIV. OF CHICAGO L. REV. 305, 312 (2001) ("טריאנטיס").

¹¹⁹ 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 יותר והתגמול ההוני גבוה יותר בהשוואה לעמיתיהם בחברות שאינן מגובות הון סיכון).

¹²⁰ Jesse M. Fried & Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 NYU L. REV. 967, 993-7 (2006).

¹²¹ ראו, למשל, GOMPERS & LERNER לעיל ה"ש 117, בעמ' 127-131. ראו גם, אוטסט, לעיל ה"ש 66, בעמ' 56-55 (סוקר את הספרות המבוססת על "בעיית הנציג" בהקשר של חברות מגובות הון סיכון, ומתאר את משקיע 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) ("In some ways, it is more like a partnership than a principal-agent relationship...") (להלן: "סמית").

¹²³ פולמן, לעיל ה"ש 23, בעמ' 160.

בהון.¹²⁴ הספרות אמנם מכירה במרכזיות של תגמול הונו בחברות הזנק (הן עבור עובדים והן עבור יזמים) – אולם היא רואה בו תמריץ להשאת ערך החברה, מבלי להכיר בכך שחלוקת הבעלות בחברה עם היזמים והעובדים הופכת את האחרונים ל"מנהלים" הזכאים להגנת דיני החברות, להבדיל ממושא בלבד לפיקוח ובקרה.¹²⁵

לכאורה, ניתן היה לתאר את יחסי הכוחות בחברת הזנק כאוסף בעיות נציג רב כיווניות ובו זמניות (משקיעים מול יזמים ועובדים; יזמים מול משקיעים; יזמים מול עובדים וכן הלאה), ואכן נעשו נסיונות להציג תיאור עשיר שכזה המתייחס למכלול הקונפליקטים שמאפיינים חברות הזנק.¹²⁶ אולם, נסיונות 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 תיאורית, להתעלם ממעמדם של העובדים כשותפים בהון. חסרון נוסף של ניתוחים מבוססי בעיית נציג הוא שבשל נטייתם להתמקד ביחסים שבין היזמים מצד אחד, ומשקיעי הון הסיכון מהצד השני, הם נוטים להתעלם ממורכבות החוזים שבין משקיעי הון הסיכון לבין עצמם. רוברט ברטלט (Robert P. Bartlett) הצביע על כך שניתוחים מבוססי בעיית נציג נוטים להתייחס לבעלי מניות הבכורה כמקשה אחת ולהתעלם מההבדלים הדרמטיים בזכויות הצמודות לסדרות שונות של מניות בכורה ולאינטנסיביות המשא ומתן ביחס לזכויות אלו. כמו כן, הסברים מבוססי בעיית הנציג אינם מספקים רציונל לשימוש הרווח בתחום הון הסיכון בתניות "pay-to-play" המאפשרות "להפשיט" מניות בכורה מזכויותיהן העודפות אם בעליהן מסרבים להעמיד

¹²⁴ פולמן, לעיל ה"ש 23, 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 אוסטט, לעיל ה"ש 66, בעמ' 63-68 (מתאר תגמול הונו כתמריץ).

¹²⁶ Robert P. Bartlett III, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation* 54 UCLA L. REV. 37, 63 (2006) (להלן: "ברטלט") (מצביע על כך שבחברת הזנק מתקיימים קונפליקטים אופקיים, בין בעלי מניות לסוגיהן, וקונפליקטים אנכיים, בין מנהלים וסוכנים, בו זמנית). ראו גם, פולמן, 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).

¹²⁷ ברטלט, לעיל ה"ש 126, בעמ' 56 (מדגיש כי אפילו חסידי מודל בעיית הנציג הכירו בכך שחוזים מקובלים בתחום הון הסיכון הם יותר מורכבים מכפי שהמודל צופה). פולמן, 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 הגיון 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 בסופו של דבר זקוקות לאירוע הנפקה או מכירה שיבטל את ההבדלים בין סוגי המניות השונים).

מימון נוסף לחברה כפי חלקם היחסי בהון המניות.¹²⁸ לדברי ברטלט, תמונת העולם הדיכוטומית של בעיית הנציג מטשטשת את המורכבות שמאפיינת חברות הזנק (ובמידה פחותה, מאפיינת גם חברות אחרות).

בהמשך ישיר לטענה שבעיית הנציג שמה דגש מוגזם על היחסים שבין משקיעי הון הסיכון והיזם, ובפרט בשלבים הראשוניים לקיומה של החברה, הספרות הצביעה על כך שבעיית הנציג מתמקדת 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, בעיית הנציג מציגה תמונת עולם היררכית ולעומתית,¹³⁰ בעוד שחברות הזנק מתנהלות בדרך כלל תוך שיתוף פעולה, שכן למעט במצבי קיצון ישנה זהות אינטרסים בין היזם והמשקיעים.¹³¹ לבסוף, הספרות טענה כי מודל בעיית הנציג מציג קונפליקט ססטי, ואילו ניגודי העניינים בחברות הזנק משתנים תדיר, ובהתאם מידת הרלוונטיות של בעיית הנציג משתנה לאורך מחזור חיי החברה.¹³²

¹²⁸ לדיון בתוקפן של תניות pay-to-play בדין דלוור ראו הלכות: Watchmark Corp. v. Argo Global Capital, LLC, No. 711-N, 2004 WL 2694894 (Del. Ch. Nov. 4, 2004), appeal denied, 871 A.2d Benchmark Capital Partners IV, L.P. v. Vague, No. Civ.A. 19719, 2002 WL ; 1127 (Del. 2004) 1732423 (Del. Ch. July 15, 2002)

¹²⁹ אשר להתפלגות החזקתית ראו לעיל, פרק 1.א.1. אשר לביקורת, ראו, למשל, Igor Filatotchev, Steve Toms, and 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, לחיבוריות מבוססת 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 כשרונות).

¹³⁰ ג'נסן ומקלינג מבחינים בין יחסי נציג טהורים (pure agency relationship) ליחסי שיתוף פעולה (cooperative relationship), כלומר צוות ייצור. ראו ג'נסן ומקלינג, 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 AND PRACTICE 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.")

לאור חוסר ההלימה בין בעיית הנציג והיחסים המורכבים בין משקיעים, יזמים ועובדים בחברות הזנק חוקרי הון סיכון הצביעו על כך שחברות אלו במובנים מסוימים מתאימות יותר למודל של "בעיית הייצור הקבוצתי" המתואר להלן.

2. בעיית הייצור הקבוצתי

בעיית הנציג הפכה כאמור לפרדיגמה של דיני החברות, אולם אין היא חפה מביקורת. הניסיון המשמעותי ביותר להציע עקרון מארגן אחר לדיני החברות הגיע מצד החוקרות לין סטאוט ומרגרט בלייר שהציעו כי החברה הציבורית המודרנית דומה יותר ל"בעיית ייצור קבוצתי" מאשר 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 and 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 משמעותיות. צוותי ייצור נוצרים כאשר התפוקה העודפת כתוצאה 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 אחוז מסוים ממנו לתרומה כזו או אחרת. הם הדגימו שתחת תנאים אלו השותפים בצוות הייצור יתקשו לשתף פעולה בהתבסס על הסכמות חוזיות בלבד: אם חברי הצוות יסכימו מראש על אופן חלוקת הרווחים, הם ייצרו תמריץ להשתמטות (shirking) ויקלעו לבעיית הנוסע החופשי שכן התגמול לחברי הצוות יושפע באופן חלקי בלבד מאיכות העבודה האינדיבידואלית 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 לשתף פעולה חברי צוות הייצור זקוקים להיררכיה ארגונית שבמסגרתה גורם אחד משמש כמפקח 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: בלייר וסטאוט "הקדמה לייצור קבוצתי"). בלייר וסטאוט "תיאוריית ייצור קבוצתי", לעיל ה"ש 108.

¹³⁴ Armen A. Alchian & Harold Demsetz, *Production, Information Costs, And Economic Organization*, 62(5) THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION 777, 786 (1972) (להלן: "אלכיאן ודמסץ"). בכך הם הוסיפו נדבך חשוב לתיאורית החברה של רונלד קוז אשר מסבירה את קיומה של החברה באמצעות חסכון בעלויות עסקה. השוו: Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4(16) LSE 33 (1937).
¹³⁵ אלכיאן ודמסץ לעיל ה"ש 134, בעמ' 786.

חברי הצוות מתוגמלים על ידי המפקח באמצעות תביעה קצובה.¹³⁶ בהתאם, החברה המסחרית המודרנית פותרת את בעיית הייצור הקבוצתי באמצעות הפרדה בין עבודה ובעלות (ההבחנה בין זכויות עובדים לתביעה קצובה וזכויות בעלי המניות לתביעה השווייטית).

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

ראגוראם רג'אן ולואיג'י זינגלס (Raghuram Rajan and Luigi Zingales) הוסיפו נדבך חשוב לתיאוריה כאשר הבחינו בין השקעות כלליות והשקעות אישיות תואמות-פירמה.¹⁴⁰ השקעות כלליות הן כאלו שניתן להעביר לאפיק אחר מבלי שערכן יפגע. לעומת זאת, ערכן של השקעות תואמות-פירמה גבוה יותר במשולב עם נכסים אחרים של החברה מאשר במסגרת שימושים מתחרים. רג'אן וזינגלס חידדו שהצלחת הייצור הקבוצתי תלויה ביכולת לגרום לכך שחברי הצוות יתחייבו לבצע השקעות אישיות תואמות-פירמה. הקושי הוא שהתמריץ לבצע השקעות כאלו הוא בלתי מספק כיוון שלאחר ביצוע ההשקעה המשקיע נתון לרצונם הטוב של מי

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

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

¹³⁸ שם, בעמ' 325-8.

¹³⁹ שם.

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

(להלן: רג'אן וזינגלס).

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 בהתאם לצרכי החברה. במילים אחרות, רג'אן וזינגלס סיפקו הצדקה נוספת להפרדה בין עבודה ובעלות בחברה המודרנית אשר אינה מבוססת על הקושי לנסח חוזה לגבי חלוקת העודפים, אלא על חשיבות הגישה של חברי הצוות לנכסים משלימים.¹⁴¹

בהסתמך על התיאוריות שהוזכרו לעיל, בלייר וסטאוט טענו כי חברות מסחריות מהוות דוגמא לבעיית ייצור קבוצתי כיוון שהן מבוססות על תשומות מגוונות מגורמים שונים ובכללם משקיעים, עובדים, מנהלים, ואף נושים, ספקים וקהילות.¹⁴² התיאוריה 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 יפגע ומאמץ הייצור הקבוצתי יכשל. בפרט, 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 בהן הדירקטוריון במידה רבה עצמאי 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 ויזמים כוללת אלמנטים של היררכיה לצד היבטים של שיתוף פעולה. לדבריו, במובן מסוים, היחסים בין משקיעי הון סיכון ויזמים דומים לשותפות שבה כל צד תורם משאבים שונים ומצפה להשתתף בערך הכלכלי שנוצר כתוצאה מהמאמץ המשותף – כלומר, בעיית ייצור קבוצתי.¹⁴⁴ סמית' הסביר כי החוזים המקובלים בתחום הון הסיכון מתיישרים היטב עם שלוש תובנות של תיאורית הייצור הקבוצתי: ישנו צורך בגורם היררכי, כדי למנוע השתמטות של חברי צוות הייצור הגורם להיררכי צריך להיות בעל סמכות "לשבור את התקציב", וההחלטה על שבירת התקציב צריכה להיות מבוססת על תפוקות הצוות בכללותו ולא על ניטור אינדיבידואלי של מאמצי כל חבר צוות.¹⁴⁵ סמית' טען כי אלמנטים מסוימים של חוזה הון סיכון עונים אחר העקרונות האמורים: ראשית,

¹⁴¹ שם, בעמ' 390, 422.

¹⁴² בלייר וסטאוט "תיאוריית ייצור קבוצתי", לעיל ה"ש 108, בעמ' 250.

¹⁴³ שם.

¹⁴⁴ סמית', לעיל ה"ש 122, בעמ' 950 (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.

מימון מדורג מאפשר למשקיעי הון הסיכון להתנות את המשך מימון המיזם בתפוקה מסוימת של הצוות בכללותו (במקום להשקיע משאבים רבים בפיקוח על עבודת היזמים כפי שתיאוריות 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 בודדת שנעשית בתחילת ההתקשרות).¹⁴⁷ לבסוף, המשקיע המוביל בסבב הגיוס העוקב משמש כ"גורם היררכי" 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 והמשקיעים בסבבים הקודמים (עונש קולקטיבי).¹⁴⁸

יישום נוסף של תיאוריית הייצור הקבוצתי ביחס לחברות הזנק, הפעם תוך התמקדות בפרשנות בלייר וסטאוט למודל, הוצע על ידי אליזבת פולמן (Elizabeth Pollman). פולמן הצביעה על כך שמודל הייצור הקבוצתי רלוונטי גם, ואולי אף ביתר שאת, לדירקטוריונים של חברות הזנק.¹⁴⁹ ראשית, היא טענה כי תפיסת הדירקטוריון כגורם היררכי מתווך הולמת את ההתפתחות הטיפוסית ושיטת המינויים בדירקטוריון חברות הזנק; היזמים מבצעים השקעות תואמות פירמה בחברה ובמשך הזמן מאבדים שליטה לטובת נציגי קרנות הון הסיכון שבכוחם להעניש את היזמים בגין השתמטות. כאורגן שמורכב מיזמים, נציגי קרנות, ולעיתים גם דירקטורים עצמאיים המהווים 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 אינו נועד בעיקרו לשרת פונקציה של פיקוח על היזמים (כמתבקש ממודלים מבוססי "בעיית הנציג"), אלא תפקידו המרכזי הוא להוות לשון מאזניים המתווכת בין האינטרסים הסותרים לעיתים של היזמים והמשקיעים.¹⁵¹ לבסוף, פולמן טענה כי בעוד שבחברות ציבוריות עליונות בעלי המניות (shareholder primacy), נמצאת במתח עם התיאוריה של בלייר וסטאוט, בחברות הזנק מתח זה מצטמצם כיוון שבעלי העניין חופפים במידה

¹⁴⁶ שם, בעמ' 967.

¹⁴⁷ שם, בעמ' 969-971.

¹⁴⁸ שם, בעמ' 973 ("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")

¹⁴⁹ Elizabeth Pollman, *Team Production Theory and Private Company Boards*, 38 SEATTLE

¹⁵⁰ "U. L. Rev. 619, 621 (2015) 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" (להלן: פולמן "ייצור קבוצתי").

¹⁵⁰ שם, בעמ' 8-635.

¹⁵¹ שם, בעמ' 642.

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, לא 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 ומשקיעי הון סיכון אינם יחסי צוות ייצור במובן טהור שכן הם כוללים גם אלמנטים של היררכיה;¹⁵³ פולמן הבהירה כי רלוונטיות התיאוריה של בלייר וסטאוט לדירקטוריונים של חברות הזנק אינה גורפת.¹⁵⁴ שניהם הניחו את היסודות ליישומים של תיאורית הייצור הקבוצתי בתחום חברות ההזנק, אבל לא התייחסו למכלול החוזים שביסוד חברות אלו. כך, למשל, סמית' התעלם ממעמד המיוחד של עובדים כשותפים בהון בחברות הזנק – צוות הייצור לשיטתו מונה את היזמים והמשקיעים בלבד. זאת ועוד, קיימת סתירה בין סמית' לפולמן בזיהוי הגורם שמגלם את פונקציית דרג התיווך – בעוד שלשיטת סמית' מדובר במשקיע המאוחר הקובע את הערכת השווי של החברה, פולמן סבורה כי התפקיד מגולם על ידי הדירקטוריון. גם סמית' וגם פולמן אינם מציעים הסבר לשאלה מדוע משקיעים ויזמים בחברות הזנק חולקים את התביעה השוויית 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 לא מציעות מסגרת תיאורטית קוהרנטית להבנת מערכת החוזים המורכבת שביסוד חברת ההזנק. החלק הבא יציג חסרון נוסף של שתי התיאוריות בהקשר של חברות הזנק – הן אינן מסייעות להסביר את גישת דיני החברות שהתפתחו בדלוור ביחס 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

¹⁵² שם, בעמ' 645.

¹⁵³ סמית', 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).

¹⁵⁴ פולמן, ייצור קבוצתי לעיל ה"ש 149, בעמ' 647 (But the above discussion also shows 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);

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 משמעותית 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 אפשרויות פעולה: לגייס הון נוסף על מנת לאפשר לחברה לשנות היבטים בעסקי הליבה שהקשו על צמיחתה, או להתמקד במציאת רוכש. האפשרות הראשונה הייתה יכולה אולי לאפשר לחברה לתפקד כחברה סולבנטית, אבל לא היה בה כדי להצמיח תשואה משמעותית מהסוג שאותו מחפשים משקיעי הון סיכון. בהתאם, 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 שנדחתה על ידה בעבר. כעבור שנה החברה הרוכשת שיפרה את הצעתה המקורית ל-60 מיליון דולר במזומן. התמורה בגין העסקה התחלקה באופן הבא: 7.8 מיליון דולר שולמו להנהלה בהתאם לתוכנית תגמול שאושרה לאחר החלפת המנכ"ל, והיתרה של 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 ההגינות המלאה אשר במסגרתו בוחן בית המשפט, בנוסף להגינות ההליך, גם את הגינות העסקה מבחינה מהותית, כולל המחיר שהושג במסגרתה.¹⁵⁷ בסופו של

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

¹⁵⁷ על פי דין דלוור, כאשר מתעורר חשש שנושאי המשרה הפרו את חובות האמון שלהם בדרך של קבלת החלטה תוך שהם נתונים בניגוד עניינים, על נושאי המשרה לשכנע את בית המשפט ב"הגינות המלאה" של העסקה. כלומר, התביעה כנגד נושאי המשרה תדחה אם האחרונים יוכיחו את הגינות ההליך והגינות תנאי העסקה לגופם. מבחן ההגינות המלאה אינו מבחן דו-ראשי, אלא בית המשפט בוחן את היבטי ההגינות ב"מלואם" (כך שהתקיימות אחד הרכיבים עשויה להספיק בנסיבות). באותו מקרה בית המשפט מצא כי מבין 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; בדיון הישראלי אומץ כלל שיקול הדעת העסקי "באופן רשמי" בע"א 7735/14 **אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ** פס' 74 (פורסם בנבו, 28.12.2016). עם זאת, בית המשפט הבהיר כי לא קיימת 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 "הושל" במלואו, על קרבו, על כרעיו ועל נפקותיו, במשפטנו. עלינו להיות ערים לאפשרות כי עשויות להידרש התאמות כאלו ואחרות להבטחת היקלטותו החלקה של "האיבר" החדש-ישן, לבל ייפגעו האיזונים הקיימים בקורפוס דיני החברות בישראל כפי שנקבעו בחקיקה והתגבשו ברבות השנים בפסיקה."). לשיטת

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

ההלכה שנקבעה בעניין טרדוס היא כי במצבים בהם קיימים קונפליקטים בין בעלי מניות הבכורה ובעלי המניות הרגילות, על חברי הדירקטוריון לשקול את טובת בעלי המניות הרגילות בלבד, שכן הם המחזיקים בתביעה השיורית. 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 במסגרתם אשררו בתי המשפט של דלוור את כלל מקסום המניות הרגילות. כמפורט להלן, בחלק מהמקרים בתום ליטיגציה מלאה נקבע כי לא נגרם נזק לבעלי המניות הרגילות.

כך, בעניין *In re Nine Systems Corporation Shareholders Litigation* (להלן: "עניין ניין סיסטמס") במסגרתו 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 בגיוס).¹⁶⁰ לאחר שהוכרזה המכירה, בעלי המניות שלא השתתפו בגיוס ומניותיהם דוללו מ-26% ל-2%, תקפו 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

השופט עמית, אם נסתר כלל שיקול הדעת העסקי, בית משפט יחיל את "דוקטרינת ההגינות המלאה" או, במקרים שבהם ניגוד העניינים אינו מובהק, את סטנדרט הביינים של "בחינה מוגברת". ראו שם, בפס' 76 עד 81. בית המשפט הבהיר כי הדין הישראלי אינו חופף לדין דלוור בין היתר מכיוון "שב"מ ישראל מנגנון האישור הפרוצדוראלי קבוע בחוק כתנאי מוקדם לאישור העסקה, בעוד שבדלאוור כלל ההגינות המלאה (שהוא יציר הפסיקה) מופעל רק בדיעבד", ובנוסף "להבדיל מהדין בישראל, לפי הדין בדלאוור קביעת זהותו של האורגן הבלתי תלוי שיאשר את העסקה מסורה ככלל בידי החברה". ראו בנוסף, ע"א 3417/16 פ"נ **התובע הייצוגי דב גולדשטיין**, פס' 69-75 לפסק דינו של השופט מלצר (פורסם בנבו, 12.7.2021) לדין בקשרים שבין אמות המידה לביקורת שיפוטית לבין עקרונות עוולת הרשלנות בנזיקין.

¹⁵⁸ עניין טרדוס לעיל ה"ש 156, בעמ' 113-114 לפסק 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."

In re Nine Systems Corporation S'holders Litig., Consol. C.A. No. 3940-VCN (Del. Ch. ¹⁶⁰ Sept. 4, 2014)

הוגן ולא הוכח נזק. על אף שבשורה התחתונה התביעה נדחתה, בהתחשב בפגמים שנפלו בהליך האישור נפסקו לזכות התובעים הוצאות משפט בסך 2 מיליון דולר.¹⁶¹

בעניין Fredrick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corp. et al (להלן: "עניין ODN"),¹⁶² התקבלה טענת יזם ובעל מניות רגילות כנגד 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 עקב 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 פניו עם הפרשנות של בלייר וסאוט לבעיית הייצור הקבוצתי. לפי בלייר וסאוט, הדירקטוריון נהנה משיקול דעת רחב ואינו מחויב לקבוצת אינטרסים בודדת.¹⁶³ כלל הקושר בין חובות האמון של הדירקטוריון לבין קבוצה מסוימת של בעלי מניות אינו עולה בקנה אחד עם יכולת הדירקטוריון לשמש כדרג מתווך המגשר בין האינטרסים של בעלי העניין השונים. כזכור, פולמן טענה שהעובדה שבחברות הזנק, בזכות השתתפות של עובדים וספקים בהון, קבוצת מחזיקי העניין (stakeholders) חופפת במידה רבה יותר עם קבוצת בעלי המניות (shareholders) ועובדה זו מצמצמת את הסתירה בין התיאוריה של בלייר וסאוט לדין הפוזיטיבי בדלוור.¹⁶⁴ אולם, כוחה של הבחנה זו יפה רק כל עוד קיימת זהות אינטרסים בין בעלי סוגי המניות השונות. במצב של קונפליקט, הדין הפוזיטיבי בחר להכתיב כלל מובהק של העדפת סוג מסוים של בעלי מניות, בשונה מעמדתן של בלייר וסאוט.

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

¹⁶¹ ראו, In re Nine Sys. Corp. S'holders Litig., 2015 WL 2265669 (Del. Ch. May 7, 2015), reprinted in 40 DEL. J. CORP. L. 845 (2016).

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

¹⁶³ בלייר וסאוט "תיאוריית ייצור קבוצתי", 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 וסאוט עסקו בניתוח חברות ציבוריות בלבד, אולם לטענת פולמן התיאוריה שלהן רלוונטית ביתר שאת לדירקטוריונים של חברות הזנק. ראו פולמן "ייצור קבוצתי" לעיל ה"ש 149 וטקסט נלווה.

¹⁶⁴ שם.

המניות הרגילות וטענו כי הוא עלול לעודד תוצאות בלתי 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 שיכתיבו את מהלכי החברה בתרחישים שונים כיוון שהמשקיעים לא יכולים לסמוך עוד על חובות האמון הרחבות של הדירקטורים שיגנו על האינטרסים שלהם.¹⁶⁷ אולם, בפועל, מחקר שערך אברהם קייבל (Abraham Cable) שראיין 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 הגיון פנימי ומודל עסקי שהלכת טרדוס לא שינתה באופן משמעותי.

חוקרים אחרים הצביעו על כך שכלל העדפת המניות הרגילות במקרים רבים יוביל לתוצאה שאינה ממקסמת את שווי הפעילות של החברה.¹⁶⁹ כך, סראת' סנגה (Sarath Sanga) ואריק טאלי (Eric L. Talley) פיתחו מודל פורמלי הבוחן את האינטראקציה בין מבנה ההון (מניות רגילות ומניות בכורה), הממשל התאגידי (דירקטוריון בשליטת היזמים או המשקיעים) וכלל האחריות (דוקטרינת טרדוס, לעומת כלל הפוך של מקסום שווי מניות הבכורה). המודל לוקח

Robert P. Bartlett III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, 38 SEATTLE ¹⁶⁵ William W. Bratton & Michael L. Wachter, ; ("ברטלט, 2015") U. L. REV. 255, 290-95 (2015) L.REV. 1815, 1874-900 (2013) *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. PA. וווכטר ("One Duty to All: The Fiduciary Duty of Impartiality and Conflict of Interest", 16 HASTINGS BUS. L.J. 1 (2020) Sarath; ("ניר"; Sanga & Eric L. Talley, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups* (Colum. L. Press, 2021) ("להלן: "סנגה וטאלי").

¹⁶⁶ ברטלט, 2015, לעיל ה"ש 156 בעמ' 250.

¹⁶⁷ ברטלט, 2015, לעיל ה"ש 156 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 THE JOURNAL OF CORPORATION LAW 311, 327-330 (2020) ("להלן: "קייבל").

¹⁶⁹ סנגה וטאלי 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, בראטון וווכטר לעיל ה"ש 165, בעמ' 1886.

בחשבון גם את הערך הכלכלי הפנימי של החברה (שווי אינטרינזי) ואת השווי הפוטנציאלי של החברה לרוכש חיצוני. בהסתמך על שיטות ניתוח מתחום תמחור אופציות, סגה וטאלי מראים שדוקטרינת טרדוס אינה מגיעה לתוצאה יעילה בקשת רחבה של מקרים. לעומת זאת, כלל הפוך, לפיו על הדירקטוריון לחתור למקסם את שווי מניות הבכורה ("דוקטרינת אנטי-טרדוס") מנפק את התוצאות היעילות ביותר. סגה 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 אמון אחרות, כגון החובה להמנע מנטילת הזדמנות עסקית של החברה).¹⁷⁰ אולם, בפועל, על אף שאגודת קרנות הון הסיכון בארצות הברית (National Venture Capital Association) הגיבה להלכת טרדוס באמצעות הוספת תנית מכירה כפויה (sale right) לטיטות חוזי ההשקעות שהיא מקדמת בתור סטנדרט בתעשייה,¹⁷¹ משקיעי הון הסיכון לא אימצו את הפתרון המוצע – שוב ראייה לכך שהשווק לא רואה בהלכת טרדוס בעיה קשה שיש לפתור אותה, בניגוד לעמדת המומחים שהוזכרו לעיל.¹⁷² הנה כי כן, המסגרות התיאורטיות המובילות כיום לניתוח הממשל התאגידי של חברות הזנק מגובות הון סיכון אינן מספקות הסבר פוזיטיבי מלא לדין דלוור. במישור הנורמטיבי, תיאוריות מבוססות בעית הנציג צופות כי המשקיעים ינסו להשתחרר מדוקטרינת טרדוס אולם ממצאים אמפיריים מוגבלים שנאספו עד כה אינם מצביעים על מגמה כזו. משמע, הלכת טרדוס כנראה אינה חורגת מההגיון הפנימי שלפיו מתנהלות חברות הזנק – הגיון שאינו בא לידי ביטוי בתיאוריות 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 יש בהחלט מקום לטענה שמלכתחילה לא קיימת סתירה בין בעיית הייצור הקבוצתי ובעיית הנציג, אלא מדובר בהיבטים משלימים של התיאוריה של הפירמה שכן

¹⁷⁰ Sarath Sanga & Eric L. Talley, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Obligations in the Shadow of Trados*, HLS FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (November 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 כייבל, 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)

בעיית הנציג נוצרת כתוצאה מהצורך במינוי גורם היררכי שיפקח על עבודת הצוות.¹⁷³ הסתירה הלכאורית בין התיאוריות נוצרת כתוצאה מפרשנות בלייר וסטאוט לבעיית הנציג ולמודל היצור הקבוצתי. בחרתי בכל זאת לעשות שימוש במונח סינזה מכיוון שכלייר 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, התיאוריה המוצעת דוחה כמה מן ההיבטים של פרשנות בלייר וסטאוט לבעיית הייצור הקבוצתי, מאמצת היבטים אחרים, ומדגימה במה "ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון" עדיף על פני הגישות הקיימות כל אחת כשלעצמה.

ראשית כל, נקודת המוצא של התיאוריה המוצעת היא בבעית ההחצנה החיובית שהשקעה במחקר ופיתוח ובהון אנושי כללי מייצרת ובכיבוד האוטונומיה של ספקי ההון האנושי. בניגוד לתיאוריות האחרות, תפיסת האדם שבמוקד התיאוריה אינה של "נוסע חופשי" המבקש לשבת בבטלה וליהנות מעמלם של אחרים, אלא של טיפוס יצרן המבקש לממש את משאביו וכישוריו במסגרת ארגונית שתהלוך את שאיפותיו ותניב לו תשואה מקסימלית. תפיסת הפירמה שבמוקד התיאוריה מבוססת על ברית וולונטרית בין ספקי תשומות שונות הרשאים להפרד בכל עת. נאמנות הצדדים זה לזה אינה מובטחת מראש, אלא נרכשת במשא ומתן מתמשך שתנאיו מתעדכנים תדיר. פרידה אין משמעותה בגידה, אלא תוצאה מתבקשת מהיעדר התאמה של החברה לתנאי השוק. כפי שתואר בהרחבה בפרק א.2, השקעות במחקר ופיתוח ובהון אנושי מגדילות את עלות ההזדמנות של היזמים והעובדים וכתוצאה מכך נוצר עבורם תמריץ לעבור לחברה מתחרה או להקים חברה כזו בעצמם. ראינו כי פקעת החוזים המרכיבה את חברת ההזנק מתמודדת עם הבעיה האמורה במספר דרכים:

ראשית, משקיעי הון סיכון מחזיקים במניות הבכורה המירות בעלות זכות קדימה על עודפי החברה בפירוק. זכות העדיפות בפירוק שלצדה זכות המרה למניות רגילות מאפשרת למשקיעי הון הסיכון לגלם תפקיד היברידי של גורם היררכי חיצוני ושותף בצוות הייצור. נוכח זכויות העדיפות בפירוק שלהם, משקיעי הון הסיכון נהנים ממעמד דומה לשל נושים בעלי שעבוד צף על נכסי החברה (הקניין הרוחני והציוד של החברה).¹⁷⁷ לזכויות העדיפות בפירוק יש אפקט

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

¹⁷⁴ בלייר וסטאוט "תיאוריית ייצור קבוצתי", לעיל ה"ש 108, בעמ' 319.

¹⁷⁵ ראו, לדוגמה, הדעה בר מור **דיני תאגידים** כרך ג', 111 (2009) המציגה כדוגמא מרכזית למתנגדים שקמו ל"פרדיגמה" של בעיית הנציג את תיאורית הייצור הקבוצתי של בלייר וסטאוט.

¹⁷⁶ שפינס, לעיל ה"ש 173; Anne Tucker, *My Critique Of Team Production Theory*, PROFESSORBAINBRIDGE.COM (June 26, 2014, 10:33 AM) <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2014/06/my-critique-of-team-production-theory.html>

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

ממשמע הדומה ל"עונש הקולקטיבי" של הולמסטרומ. כזכור, הולמסטרומ טען כי לא ניתן לפקח באופן אינדיבידואלי על עבודת צוותים גדולים ולכן מניעת השתמטות תושג באמצעות קביעת רף פרודוקטיביות לצוות בכללותו, והענשה קולקטיבית של הצוות באמצעות הקצאת התוצר השיווי לגורם ההיררכי. בחברת הזנק כאשר צוות הייצור לא 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 באיור ב', בפרק א.3. לעיל). כלומר, התוצר השיווי נספג במלואו על ידי בעלי מניות הבכורה.

בנוסף, האחיזה של משקיעי הון הסיכון בנכסי החברה (בעקיפין, באמצעות זכות עדיפות בפירוק על תמורות שיתקבלו ממכירתם) מהווה גורם מצנן המאזן את התמריץ של הזים לערוק לחברה מתחרה. באופן זה, בדומה למודל של רג'אן וזינגלס שהוזכר לעיל בפרק ב.2., זכות העדיפות בפירוק שומרת על קיומה של הפרדה בין ספקי ההון האנושי לבין הנכסים המשלימים ומעודדת השקעות אישיות תואמות פירמה על ידי 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 על ידי גורם חיצוני כגון בעלי המניות ולא על ידי העובדים עצמם. התיאוריה שלהם 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 לעשות שימוש 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 השיווי יהיה גבוה משמעותית 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 לשל חברים אחרים בצוות הייצור (כמתואר באיור ב' לעיל). כך, מבנה ההון של חברות הזנק מספק מענה לשאלה שבליר וסטאוט השאירו פתוחה: בלייר וסטאוט הודו כי מנקודת מבט של יעילות בלבד, על מנת להגן על הייצור הקבוצתי מספיק שכל חבר בצוות הייצור יתוגמל בגובה עלות ההזדמנות שלו או שלה. אולם, הן טענו כי מעבר לרף מינימלי זה, אין תשובה לשאלה מי זכאי לקבל מה, והחלוקה נקבעת בהתאם לכוח הפוליטי של הצדדים.¹⁷⁹ בחברות הזנק הבעיה של חלוקת העודפים מעבר לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים נפתרת באמצעות חלוקה שווה בשווה (pari passu) כאשר שווי החברה מספיק גבוה בכדי להפעיל את תכונת ההמירות של מניות הבכורה.

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 ראו, בלייר וסטאוט "הקדמה לייצור קבוצתי" לעיל ה"ש 133, בעמ' 747.

שנית, יזמים ועובדים מתוגמלים באמצעות מניות רגילות ואופציות (בהתאמה) אשר הבעלות בהן נרכשת בהדרגה בהתאם ללוח הבשלה הפוכה או לוח הבשלה (בהתאמה). ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון מסביר מדוע עובדי חברות הזנק מתוגמלים באמצעות תגמול הוני. כפי שראינו בפרק א.2., השתתפות העובדים והיזמים בתביעה השיורית נועדה לאזן את עלות ההזדמנות שלהם, לחזק את התמריץ להמשיך לעבוד עבור החברה ולאפשר את שרידות צוות הייצור. בעוד שהשקעות אישיות תואמות פירמה ניתן לתמרץ באמצעים חוזיים (ולהגן עליהן באמצעות דיני עבודה), דיני התאגידים נחוצים על מנת להגן על התביעה השיורית שבאמצעותה החברה מתחרה על השקעות כלליות של הון אנושי ופיננסי.

שלישית, שיטת ההשקעה המדורגת מאפשרת להתאים את עלות גיוס ההון של החברה לתנאי השוק בהתחשב בסיכון שמגולם בפעילות החברה.¹⁸⁰ במקביל, "מענקי רענון", כמו גם תמחור מחדש של אופציות מאפשרים להתאים את התגמול ההוני לעלות ההזדמנות של היזמים והעובדים. כך, האיזון בין משקיעי הון הסיכון מצד אחד, לבין היזמים, מצד שני, והעובדים מצד שלישי מתעדכן כל הזמן ומתאים את עצמו לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים.

נובע מהאמור כי תפקיד דירקטוריון חברות הזנק, בדומה לתפקיד הדרג המתווך בתיאורית הייצור הקבוצתי, הוא לתמרץ את חברי צוות הייצור באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה כך שהשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית ביחס לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים. הדירקטוריון עושה כן באמצעות אישור התנאים בהם החברה מגייסת הון והון אנושי. כאשר טבלת ההון של החברה אינה מצליחה עוד לגשר בין עלות ההזדמנות של ספקי ההון האנושי והפיננסי – החברה ממילא מגיעה לסוף דרכה. סוף חייה של החברה אינו אירוע טרגי שיש לנסות ולמנוע אותו, אלא הוא תוצאה מתבקשת מכך שלמשאבי החברה קיים שימוש יעיל יותר מחוץ לכתלי החברה. כפי שראינו בפרק א.1. חברות הזנק מגובות הון סיכון הן בגדר מעבדת ניסוי אשר תכליתה לבחון ישימותו 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.

ראיית חברת ההזנק כמכשיר לייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון משמעה שבניגוד לעמדת בלייר וסטאוט – קיים גבול לזהות הגורמים שניתן להחשיב אותם כשותפים בצוות הייצור. בניגוד לתיאוריה 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, התיאוריה המוצעת שומרת על ההבחנה המקובלת בדיני חברות בין זכויות תביעה קצובות (שאינן מוגנות על ידי חובות אמן, אלא באמצעים חוזיים ואחרים) לבין זכות התביעה השיורית שהיא מושא ההגנה של דיני החברות.

לתיאוריה המוצעת ישנו יתרון על פני התיאוריות שנסקרו לעיל גם במובן זה שהיא מתיישבת עם דוקטרינת טרדוס שאומצה על ידי בתי המשפט של דלוור. כפי שראינו בפרק א.2., ערכה של

¹⁸⁰ ראו, לעיל, פרק א.1.ג.

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; הסינרגיה בין ההון האנושי והקניין הרוחני של החברה תאבד, ואבדן 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 וודאות לגבי שווי החברה. תחת כלל הפוך, יש להניח כי 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 תוך התניית שיתוף הפעולה שלהם עם תהליך המכירה בשיפור מעמדם.¹⁸²

לסיכום, **טבלה א'**, מסכמת את ההבדלים בין שלוש התיאוריות שנבחנו בפרק זה. כמפורט בטבלה, התיאוריה המוצעת במאמר זה דומה לתיאוריה של בלייר וסטאוט בנקודת המוצא שלה, לפיה בעיית היסוד של החברה היא לאפשר ייצור קבוצתי על ידי ספקי תשומות שונות. אולם, בעוד שבלייר וסטאוט בונות על ההבחנה של רג'אן וזינגלס בין השקעות כלליות והשקעות אישיות תואמות פירמה על מנת לקרוא תגר על עקרון עליונות בעלי המניות, התיאוריה המוצעת גוזרת מההבחנה האמורה מסקנה הפוכה: השקעות אישיות תואמות פירמה הן קלות לחיזוי וניתן להגן עליהן באמצעות חוזה. בפרט, רכישת הון אנושי ספציפי (תואם פירמה) ניתן לתמרץ באמצעות שכר עבודה ולהגן עליו באמצעות דיני עבודה.¹⁸³ בדומה, זכות העדיפות בפירוק מספקת הגנה מסוימת למשקיעים על הון פיננסי שעתיד לרדת לטמיון אם החברה תכשל.¹⁸⁴ לעומת זאת, התביעה השירותית מאפשרת לחברות הזנק להתחרות על השקעות כלליות של הון פיננסי ואנושי

¹⁸¹ על מרכזיות רכיב ההון האנושי במכירה של חברות הזנק, ראו, למשל, קיייל ופולסקי, לעיל ה"ש 55 בעמ' 285;

כן ראו, Andres Sawicki, *Buying Teams*, 38 SEATTLE UL REV. 651, 655 (2014).

¹⁸² ראו ה"ש 55 לעיל וטקסט נלווה. חלוקת העודפים במכירה משקפת את התלות בהון האנושי.

¹⁸³ השוה, Daniel R. Fischel, *Labor Markets and Labor Law Compared with Markets and* ("The possibility of firm-) *Corporate Law*, 51(4) UNIV. OF CHICAGO L. REV. 1061, 1067 (1984) 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 on the other... Workers in competitive labor markets realize this possibility, however, and demand compensation ex ante").

¹⁸⁴ השוה, בלייר וסטאוט "תיאוריית ייצור קבוצתי", 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").

אשר ערכן משתנה תדיר בשוק.¹⁸⁵ מכיוון שכך, בניגוד לבליר וסטאוט המתנגדות לעליונות בעלי המניות ביחס לבעלי עניין אחרים, התיאוריה המוצעת מצדיקה את המעמד המיוחד של האוחזים בתביעה השירותית. לבסוף, התיאוריה המוצעת גם מתיישבת טוב יותר עם פסיקת בתי המשפט בדלוור ביחס לסכסוכים בין בעלי מניות בחברות הזנק בהשוואה לבעיית הנציג ובעיית הייצור הקבוצתי, כמפורט לעיל.

טבלה א. סיכום ההבדלים בין הגישות

ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון	בעיית הייצור הקבוצתי	בעיית הנציג	למי שייכת החברה?
החברה שייכת למכלול השותפים בטבלת ההון – לרבות יזמים, עובדים, משקיעים, ולעיתים גם ספקים	החברה שייכת למכלול השותפים בצוות הייצור, לרבות עובדים, משקיעים, נושים, ספקים וקהילות	החברה שייכת לבעלי המניות	
להשיא את שווי המניות הרגילות	השאת רווחה מצרפית לשותפים בצוות הייצור בהגדרה רחבה	למקסם את שווי החברה לטובת בעלי המניות	תכלית החברה
לפקח על השותפים בצוות הייצור ולתמרץ אותם, וכן לחלק את זכויות תזרים המזומנים באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה כך שהשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית ביחס לעלות ההזדמנות של הצדדים. הדירקטוריון עושה כן בשוטף באמצעות אישור התנאים בהם החברה מגייסת הון והון אנושי. כאשר מציאת שיווי	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 ההנהלה ולתמרץ אותה על מנת למנוע ניצול לרעה של ההפרדה בין בעלות ושליטה	מהות עבודת הדירקטוריון (מעבר להתוויית מדיניות)

¹⁸⁵ כפי שהדגים הכלכלן פול אוייר (Paul Oyer) 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 בין התגמול לעובד לבין עלות ההזדמנות שלו (נוכח קיומה של קורלציה בין שווי השוק של ההון האנושי של העובד לשווי מניות החברה), ראו, Paul Oyer, לעיל ה"ש 74.

משקל כאמור אינה מתאפשרת עוד, הדירקטוריון מתפקד כמפרק השואף למקסם את התמורה בגין החברה או נכסיה ולחלק אותה בהתאם לסדר הנשייה.			
דין דלוור 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 מעבר לשווי המצרפי של זכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה, אין מניעה לאייד נכסים או למכור את החברה ולחלק את התמורה לבעלי מניות הבכורה בהתאם לסדר הנשייה על אף שבעלי המניות הרגילות יצאו בידיים ריקות.	הדירקטוריון נהנה משיקול דעת רחב בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי. במדינות מסוימות קיימות הוראות המסמיכות את הדירקטוריון לקחת בחשבון את עניינם של מחזיקי עניין נוספים.	נושאי המשרה צריכים למקסם את שווי החברה לטובת בעלי מניותיה, הדירקטורים אינם רשאים לנקוט במדיניות 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. עמדנו לעיל על כך שחברות הזנק מאפשרות למשקיעי הון אנושי והון פיננסי לשתף פעולה במטרה להקים מיזם חדשני בסיכון גבוה בפרק זמן יחסית קצר 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 בפני 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. נוכח עמדת המשקיעים, שניים מהיזמים דחקו

החוצה את היזם השלישי ושעטו קדימה עם החברה. החברה זכתה להצלחה ואז היזם שהועזב תבע לקבל את המניות שהובטחו לו במקור או את שוויין. בשני מקרים בית המשפט בחר לכבד את ההסכמים שנחתמו בין היזמים, כך שהיזם 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 שהיזמים חתמו על הסכמים סטנדרטיים הכוללים תכנית הבשלה, והדיחו את היזם הבעייתי בשלב מוקדם יותר, כך בתי המשפט נטו יותר לכבד את ההסכמה החוזית מבלי לתהות אחר הגינותה.¹⁸⁶ להלן אציג את המקרים לפי מידת מורכבותם, מהתרחיש הפשוט שבו הסכמים נחתמו כבר בריית 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 היזמים חתמו על "הסכם הגבלת מניות" (Share Restriction Agreement) שאפשר לחברה לחלט מניות שבידי היזמים ללא תמורה בהתאם לתנאים שנקבעו בסעיף הבשלה הפוכה. בעקבות הפיטורים, החברה הודיעה ליזם כי היא מממשת את זכותה ומחלטת את מניותיה מידי 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), בעוד שפיטוריו 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 לפיה ההסכם הגבלת המניות נועד למנוע מהחברה מצב שבו יזם מפוטר ולקוח עמו חלק משמעותי מהון המניות של החברה (בעיית ה-dead equity שהוזכרה לעיל).¹⁸⁸

¹⁸⁶ בסמוך בטרם הסתיימה העבודה על מאמר זה, נתן בית המשפט המחוזי בתל אביב (המחלקה הכלכלית) פסק דין נוסף בסוגיה קרובה, ראו ת"א (תל אביב-יפו) 25256-03-20 **מאיר אברמוף נ' עמית כוכבי** (פורסם בנבו, 05.01.22) (להלן: "עניין אברמוף"). באותו מקרה דרכי היזמים נפרדו כבר במועד ההתאגדות של החברה ועדיין בית המשפט מצא כי מדובר בהתנהלות מקפחת והעניק סעד של העברת מניות מיזם אחד לשני.

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

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

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

המקרה הבא משקף תרחיש מורכב יותר שבו ההסכמים בין היזמים לא נכרתו מיד בראשית פעילות המיזם, אלא כעבור תקופה משמעותית של מאמץ משותף ובתגובה לתנאי שהציבו משקיעים לעתיד. בעניין **פירסט אוברסי**,¹⁹⁰ דן בית המשפט המחוזי בתל אביב יפו, מפי השופט אבי זמיר, במקרה של חברה שעסקה במתן שירותים לספקי אינטרנט. בשנים הראשונות לפעילות המיזם פותחה טכנולוגיה על ידי יזם אחד, אליו הצטרף בהמשך יזם שני, 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 כמנכ"ל החברה העתידית לכשתקום. היזם השלישי הביא ליצירת קשר עם חממה טכנולוגית שהציעה להשקיע השקעה טרומית (seed). בסמיכות לחתימה על הסכם עקרונות מול החממה הטכנולוגית הסכימו שני היזמים הראשונים להקצות ליזם השלישי 15% ממניות החברה. אולם, כעבור כמה חודשים, החברה החליטה לוותר על הצעת החממה הטכנולוגית ותחתיה בחרה להתקשר עם קרנות הון סיכון שהציעו להשקיע סכומים משמעותיים יותר שהיו נחוצים לצורך פיתוח הטכנולוגיה. משקיעי אותן קרנות לא התרשמו מהיזם השלישי, המנכ"ל המיועד, והתנו את ההשקעה בכך שיוחלף.¹⁹¹ בהתאם, לאחר השלמת הגיוס, פוטר המנכ"ל והיזמים האחרים הציעו לו לקבל מידית 20% מהמניות שאותן היה צפוי לקבל אילו היה ממשיך לשמש בתפקידו. התובע התנגד להצעת הנתבעים והציע פשרה אחרת, לפיה 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, בית המשפט ציין כי האופי העתידי של ההסכמות וההתחייבויות כמו גם היותה של

¹⁸⁹ ע"א 7502/19 כהן נ' פליופס בע"מ (פורסם בנבו, 23.11.2020).

¹⁹⁰ ת"א (ת"א) 2102/06 בר נ' עפרון (פורסם בנבו, 26.8.10) (להלן: "עניין פירסט אוברסי").

¹⁹¹ ראו תיאור השתלשלות העניינים בעניין **פירסט אוברסי** 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. שלשום קיבלתי טלפון מ-STAGEONE ממושי, וכמו שחשבנו... מה שנאמר זה שהם לא רוצים, לא רוצים אותך בפרוייקט". ומיד לאחר מכן: "...ושמבחינתם 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, ושאינו לנו שום דבר נגדך באופן אישי, חושבים שאתה בחור נהדר. לא חושבים שאתה מתאים לחברה ולא לקבל משכורת ולא לקבל אקוויטי..." (עמ' 4 לתמליל השיחה מיום 3/9/04).

¹⁹² עניין **פירסט אוברסי** שם, בעמ' 10-11; ס' 192 לחוק החברות.

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 מול משקיעי הון הסיכון יצר התחייבויות חדשות לא רק במישור שבין החברה למשקיעים, אלא גם במובן של שינוי תוכן ההסכמות שבין היזמים לבין עצמם. במסגרת מזכר ההבנות אומץ מנגנון הבשלה שהתנה את בעלות היזמים במניות בצבירת תקופת וותק בחברה. לצד זאת, מנגנון ההבשלה גם קבע כי 20% ממניות המייסדים יהיו ניתנות למימוש מידי גם במקרה של פיטורים. בית המשפט התרשם כי הזכות למימוש מידי של 20% ממניות היזמים נכנסה למזכר ההבנות לבקשת הנתבעים וזאת דווקא במטרה להגן על היזם השלישי. בנסיבות בהן 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% מאחזקותיו בתרחיש שבו יאלץ 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 במימונם של המשקיעים, החיוני לצורך פעילותה."¹⁹³ אשר על כן בית המשפט פסק כי הנתבעים פעלו בתום לב.¹⁹⁴ לפיכך, בשורה התחתונה, בית המשפט הורה להקצות לתובע "20% מהמניות שייועדו לו מלכתחילה, ככפוף לדילולים בהשקעות המייסדים".

יוצא אם כן כי באמצעות התביעה קיבל היזם המודח את אותן זכויות שהוצעו לו מלכתחילה במשא ומתן. בית המשפט אמנם נקט ברטוריקה המדגישה את חובות תום הלב המוגברות ביחסים שבין יזמים, אולם בפועל נתן בכורה להסכמות החוזיות שהושגו בהתמקחות המחודשת לגבי מבנה ההון במסגרת סבב הגיוס. בבחירה בין נאמנות היזמים זה כלפי זה, לבין טובת החברה, בית המשפט, בצדק, העדיף את טובת החברה, וקבע כי היזמים שנותרו בחברה הרימו את הנטל שהיה מוטל עליהם ביחס 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 כנושאי משרה לפעול לטובת החברה, ולכן בסיטואציה שבה טובת החברה מחייבת "הקרבה" של אחד היזמים הדבר אינו מהווה חוסר תום לב.¹⁹⁵

¹⁹³ שם, בעמ' 26.

¹⁹⁴ שם, בעמ' 25.

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

על רקע שני המקרים שהוצגו לעיל, פסק הדין בעניין **סייברה**,¹⁹⁶ שניתן על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, מפי השופט מגן אלטוביה, מציג גישה שונה. פסק הדין בוטל על ידי בית המשפט העליון נוכח הסכמת הצדדים,¹⁹⁷ ולכן תוקפו של פסק הדין כהלכה מנחה נפגם.¹⁹⁸ עם זאת, ניתן להניח כי הוא עדיין משמש כתמרור אזהרה עבור חברות ויזמים.¹⁹⁹

גם בעניין **סייברה**, כמו בשני המקרים שתוארו לעיל, החברה הוקמה על ידי זוג יזמים ואליהם הצטרף שותף שלישי שלימים הודח מתפקידו ולבסוף פוטר. בשונה מעניין **פירסט אוברסי**, הפעם היה זה מנהל טכנולוגיה ראשי (CTO) שמצא את דרכו החוצה, ולא המנכ"ל. לעת הקמת החברה היזמים חילקו ביניהם את הון המניות שווה בשווה. אולם, כעבור כשנה וחצי התנהל משא ומתן מחודש בין הצדדים, וזאת 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 שלישי ממניותיו והן חזרו לחברה ללא תמורה. במקביל, משכורתו החודשית של היזם המודח הוגדלה, על אף שמכסת ימי העבודה שלו בחברה הוקטנה. בהמשך, ויתר היזם השלישי גם על מרבית יתר המניות שהוקצו לו (ונותר עם 45,000 מניות מתוך מיליון המניות שהוקצו לו מראש). העובדות שהובילו לידי כך שהתובע ויתר על מניותיו היו שנויות במחלוקת בין הצדדים. חלק מהעובדות הרלוונטיות לא מופיעות בפסק הדין. כך, למשל, פסק הדין לא מציין אם מניות היזמים היו כפופות למנגנון הבשלה הפוכה, ואם כן, מה היה שיעור המניות שקיבל הוקצו לו במועד ייסוד החברה של פסק הדין נעוצה בקבלת גרסת התובע, לפיה המניות שקיבל הוקצו לו במועד ייסוד החברה כנגד טכנולוגיה שפותחה על ידו והועברה לחברה. בהקשר זה בית המשפט דחה את טענת

¹⁹⁶ ת"א 36969-12-15 **בן אבו נ' דודי ואח'** (פורסם בנבו, 6.8.2019) (להלן: "עניין סייברה").

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

¹⁹⁸ ראו בהיקש מרע"א 7162/20 **יונתנוב ו-47 אחרים נ' התחנה המרכזית החדשה בתל אביב יפו בע"מ**, פס' 8 לפסק דינו של השופט גרוסקופף (פורסם בנבו, 3.1.2021): "פסק דין שבוטל על ידי ערכאת הערעור, בין אם מכוח החלטת 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 הערעור אינה חייבת לבטל פסק דין של ערכאה קמא, גם אם ביטול פסק הדין מהווה תנאי לפשרה שגיבשו הצדדים. בית המשפט אזכר בהקשר זה את השיקולים שפורטו על ידי בית המשפט העליון האמריקאי בפסק דין U.S. Bancorp Mortgage Co. v. Bonner Mall Partnership, 513 US 18 (1994), ובכללם העובדה שלפסק דין פדראלי 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 עשקו את שותפם" **דה מרקר** 14.10.2020 <https://www.themarker.com/technation/.premium-1.9236022>; רותי לוי "בית המשפט לא מבין בסטארט-אפים: תעשיית ההיי-טק סוערת מפס"ד סייברה" **דה מרקר** 19.08.2019 <https://www.themarker.com/technation/.premium-1.7694731>; עמרי זרחוביץ' "הצדדים הגיעו לפשרה - והעליון ביטל את פס"ד סייברה" **כלכליסט** 14.10.2020 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001345764>

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 תוך דחיית האמור בתצהירי מומחים בתחום הון הסיכון שהעידו מטעם הנתבעים. כך, למשל, בית המשפט הניח כי אם ניתנו לתובע מניות הרי בוודאי שהדבר נעשה מכיוון שהתובע סיפק לחברה נכס משמעותי, 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 כלפי החברה כעובד וכיזם, 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 בהשוואה לנתבעים, וכי הנתבעים היו המרוויחים העיקריים מוויתור על מניותיו. ראוייה לציון העובדה כי בניגוד לפסק הדין בעניין פירסט אוברסי, בעניין סייברה בית המשפט לא העניק משקל משמעותי לכך שהתנהגות הנתבעים, על פניו, 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, וכך 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 מעל לדולר למניה, מהווה תנאי גרוע באופן בלתי סביר.²⁰⁵ מכאן קצרה הייתה הדרך לקביעה כי כתבי הוויתור שנחתמו תחת עושה, בטלים, וכי תיקון המעוות יעשה באמצעות חיוב הנתבעים

²⁰⁰ עניין סייברה, לעיל ה"ש 196, בפס' 5 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

²⁰¹ שם.

²⁰² שם, בפס' 11 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

²⁰³ שם, בפס' 12 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

²⁰⁴ שם, בפס' 14 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

²⁰⁵ שם, בפס' 15 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

להעביר לתובע את חלק יחסי מהתמורה שקיבלו בעת מכירת החברה (בסכום שווה לשיעור התוספת באחזקות שקיבל כל אחד מהם עקב החתמת התובע על כתבי הוויתור).²⁰⁶

בפרק 4. טענתי כי התיאוריה 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 להמשיך עשייה. עוד הסברתי כי בעוד שיחסי עבודה מגינים על השקעות של הון אנושי ספציפי בחברה, ישנו 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 היום). נובע מכך כי לא רצוי להפריד את הדיון בין יחסי העבודה של היזמים עם החברה וקיום חובותיהם כלפיה, לבין מעמדם כבעלי מניות. דבקות בית המשפט בהפרדה בינארית בין יחסי עבודה והשקעה, יכולה לעיתים להלווה יחסים שבין מנהל וחברה "רגילה",²⁰⁷ אך היא אינה מתאימה ליישום ביחסים שבין יזם וחברת הזנק.

כמפורט בפרק 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 לא בהכרח מלמדת על העברה מקבילה של תמורה בעלת שווי כלכלי מהיזם לחברה. זאת ועוד, כפי שמדגימים עניין פירסט אוברסי ועניין פליופס, השבה של מניות יזם לחברה ללא תמורה מתרחשת בשגרה בחברות הזנק (למעשה, הסדרים אלו כה נפוצים עד שרשות המיסים נדרשה אליהם²⁰⁸). הזכרתי בפרק 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 האפריורית של בית המשפט כי רכישה בחזרה של מניות יזם ללא תמורה

²⁰⁶ שם, בפס' 36 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

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 לו מבחני משנה ומבחנים נוספים 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 חייבת החברה להעסיק מנהל אחר זולתו? (2) כיצד ראה עצמו אותו אדם - האם כ"עובד" החברה, אם לא? האם הוגדר כעובד בחוזה עבודה? האם דיווח לביטוח הלאומי? כיצד הציג עצמו בפני צדדים שלישיים? (3) מי האחראי על קבלת אותו האדם לעבודה ועל פיטוריו? 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 בלתי 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 ו/או כהחזר השקעות? בין העובדות שעל בית הדין לבחון: עירוב נכסים; הצהרות החברה והאדם למוסד לביטוח לאומי; תשלום דמי ביטוח; הקפדה על תפעול הגופים הרשמיים בחברה ודיווחי אמת. מבחן זה דומה לתורת "הרמת מסך"; עניין עירון, לעיל ה"ש 16.

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

²⁰⁹ ראו לעיל ה"ש 94 וטקסט נלווה.

מדברת בשם עצמה ומהווה תנאי גרוע מהמקובל. על מנת לקבוע אם בנסיבות המקרה התנאים היו גרועים מהמקובל, עלינו לדעת קודם מה נקבע בהסכמים שבין היזמים לבין עצמם ובין לבין המשקיעים, ובפרט מה קבע לוח ההבשלה ההפוכה (שכן לא דומה השבה של מניות שכבר הבשילו, או שהייתה קיימת לגביהן זכות מימוש מידית, להשבה של מניות שטרם הבשילו). כך, למשל, ראינו כי בפרשת פירסט אוברסי מצא בית המשפט כי 20% מהקצאה ראשונית של 14% היא דווקא פשרה הוגנת וסבירה – ושם דובר במנכ"ל שעבד ותרם לחברה במשך תקופה ארוכה, ולא ביזם, שכעולה מפסק הדין, התנהלותו הייתה בלתי מקצועית ופגעה בשרידות החברה. בשורה התחתונה, יתכן כי היזמים בפרשת סייברה נהגו באופן בלתי הוגן ביחס לשותפם, אולם העובדות שהוזכרו בפסק הדין אינן מאפשרות לעמוד על כך. על 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 לאחזקה במניות כמשקפת העברת ערך שכבר בוצעה בעבר, לעומת ציפיה ליצירת ערך בעתיד. עם זאת, אין להפריז בחשיבות 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 וקושי לצפות מראש את תוצאות ההתדיינות בבית המשפט שכן לשופטים שונים תפיסות שונות לגבי גבולות חובת ההגינות וחובת תום הלב ביחסים שבין יזמים.

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

כל עוד החברה צומחת ומתקדמת בקו ישר לעבר האקזיט המיוחל, המשקיעים בדרך כלל יתנו ליזמים אמון ומרחב תמרון לנהל את החברה בהתאם לחזונם. אולם, משמתחילים להתעורר קשיים, ובפרט כאשר החברה נאלצת לגייס לפי שווי נמוך מפי שהוענק לה בסבבי גיוס קודמים, עלולים להיווצר מתחים בין הצדדים ואף להביא במקרים קיצוניים לליטיגציה. כאשר הגיוס מתבצע ממשקיעים קיימים בלבד המשקיעים נמצאים משני צדי העסקה ועל כן הם נגועים בניגוד עניינים מובנה (self-dealing): נציגיהם בדירקטוריון מאשרים את תנאי הגיוס, והקרנות עצמן נהנות כמשקיעות מהשווי שנקבע. משקיעים שלא 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 בלתי מוצלח לעברית

– “סחף”²¹⁰ ליטיגציית washout עשויה להתעורר הן ביחסים בין היזמים למשקיעים, והן ביחסים שבין המשקיעים לבין עצמם (למשל, באמצעות כפיית תניית pay-to-play, אשר “מפשיטה” את מניות הבכורה של משקיעים שסירבו להשתתף בסבב מכל או מחלק מהזכויות העודפות).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 בהכרח יהיו שותפים להבנת החשיבות המהלך, וטענות בדבר קיפוח או פגיעה בזכויות חוזיות עלולות להשמע.

כך, למשל, בעניין ווייב גארד, אשר נדון בפני המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, מפי השופטת דניה קרת מאיר, התובעים, בעלי מניות מיעוט, טענו כי תכנית תמריץ להנהלה גרמה לקיפוחם ועמדה בסתירה להגנה מפני דילול שהוענקה להם.²¹² בית המשפט דחה את מרבית טענות התובעים לרבות הטענה שהקצאת אופציות לעובדים ודירקטורים הפעילה זכות הגנה מפני דילול ולכן על החברה להקצות להם מניות רגילות נוספות.²¹³ בית המשפט גם דחה את טענת התובעים כי תשלום רטרואקטיבי בגין שכר עבודה שעליו ויתרו היזמים בשנים בהן החברה חוותה קשיים פיננסיים, מהווה קיפוח.²¹⁴ עם זאת, ביחס לאופציות שהוענקו ליזמים במסגרת תכנית תגמול, נקט בית המשפט בגישה הפוכה וקבע כי מדובר ב“הקצאה מקפחת”.²¹⁵ בית המשפט התייחס בהקשר זה לעובדה שרווחי החברה לא חולקו כדיבידנד, תוך שהפנה לפסק הדין של בית המשפט העליון בעניין גדיש קרנות גמולים בע”מ (להלן “עניין גדיש”). בעניין גדיש קבע בית המשפט העליון, מפי הנשיאה (בדימוס) דורית ביניש, כי “טענה שעניינה אי-חלוקת דיבידנד עשויה, בהצטרפה לגורמים נוספים בעלי משקל משמעותי, להוביל

²¹⁰ נתן ליפסון “כבר לא מתביישים” דה מרקר José M. Padilla, *What’s Wrong*; <https://www.themarket.com/technation/1.61398.02.04.2001> *With a Washout?: Fiduciary Duties of the Venture Capitalist Investor in a Washout* *Financing*, 1 Hous. Bus. & Tax L.J. 269, 276-78 (2001) 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 קיים אינטרס שלא להשקיע ולהנות מהכסף שיוזרם לחברה על ידי האחרים. על מנת לפתור את התמריץ השלילי הזה חברות לעיתים מאמצות תניית pay-to-play.²¹¹ ראו לעיל ה”ש 128 וטקסט נלווה.

²¹² ת”א (ת”א) 9030-10-15 מדינה נ’ ווייב גארד טכנולוגיות בע”מ (פורסם בנבו, 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 כראיה לקיפוח היה מחיר מימוש שנקבע לאופציות שהוענקו ליזמים, אשר שיקף לפי הטענה שווי חברה נמוך יותר מהשווי שנקבע לחברה בגיוס ההון האחרון.²¹⁷ נוכח 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 נקיה 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 בית המשפט העליון סבר כי אופן חלוקת נכסי החברה (הימנעות מחלוקת דיבידנד, 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 היתה זקוקה להשקיע מחדש את רווחיה כדי לממן את צמיחתה. כפי שראינו לעיל בפרק א.1.א., חברות הזנק בדרך כלל נמנעות מחלוקת דיבידנד, ולכן לא קיימת ציפיה סבירה מצד המשקיעים לחלוקה (בשונה מחברות פרטיות אחרות). עוד ראינו, בפרק א.2.ג., כי בישראל הענקה של אופציות "בתוך הכסף" נעשית כדבר שבשגרה.²²⁰

נוכח המתח האמור בין הנורמות הפנימיות של תחום הון הסיכון לבין הקביעות שבפסק הדין, פסק הדין מעורר חשש לצמצום יכולת הדיקטוריון להשתמש בטבלת ההון של החברה על מנת להגן על הייצור הקבוצתי באמצעות רענון התמריצים לצדדים שעבודתם חיונית להצלחת החברה. מדובר אפוא בפסק דין בעל השלכות מורכבות, ובדומה לפסק הדין בעניין סייברה שהוזכר לעיל, הוא בוטל במסגרת פשרה בשלב הערעור.²²¹ כעולה מהחלטת בית המשפט העליון בערעור,

²¹⁶ ע"א 2718/09 גדיש קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ, פס' 28 (פורסם בנבו, 28.05.12) (להלן: "עניין גדיש").
²¹⁷ ת"א (ת"א) 9030-10-15 מדינה נ' 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 להלן, עניין גדיש לעיל ה"ש 216 בפס' 32-33.

²²⁰ ראו לעיל ה"ש 91 וטקסט נלווה.

²²¹ ראו את החלטת בית המשפט העליון באותה פרשה, ע"א 206/19 שאל נ' מדינה (פורסם בנבו, 08.06.2020) (להלן: "עניין מדינה"). בית המשפט העליון הציע לצדדים לפסוק על דרך הפרשה ללא נימוקים, וביום 15.06.2020, לאחר קבלת הסכמת הצדדים, ניתן פסק דין במסגרתו הופחת משמעותית הסכום שאותו היה על בעל השליטה להשיב לידי החברה. שם, בפס' 2 לפסק דינו של השופט מלצר (פורסם בנבו, 15.06.2020): "...הרינו להורות כי הסכום שעל

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, על מצבים המתעוררים בחברות הזנק, הוא אתגר החוזר על עצמו גם במקרים נוספים, כמפורט להלן. ההחלטה בעניין **מימון נ' אונבו טכנולוגיות מזון בע"מ** (להלן: "**עניין אונבו**"), עסקה בתרחיש סטנדרטי של ירידת שווי לנוכח קשיים פיננסיים שחוותה החברה (down-round).²²³ אולם, על אף שהתרחיש עצמו הוא שגרתי למדי בחברות הזנק, חברת אונבו ומבנה ההון שלה, לא היו כאלה. החברה עסקה בפיתוח הפצה ושיווק של תחליף סוכר שהומצא על ידי התובע-היום, יובל מימון. בניגוד למקובל בחברות הזנק, לחברה היו מניות רגילות בלבד,²²⁴ והבעלות בהן התחלקה בין הצדדים באופן הבא: המבקש 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, אותה 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 במסגרתו יגויסו 500,000 דולר לפי שווי חברה של 700 אלף דולר לפני הכסף (בהתאם להחלטת אסיפה כללית של החברה אשר נטלה את סמכויות הדירקטוריון). לא היתה 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 באופן בלתי סביר. לדבריו, באוגוסט 2018 העריך דירקטוריון החברה כי שוויה עומד לפחות על 60 מיליון דולר. כמו כן, שווי הפטנט שהועבר על ידו לחברה נאמד במאזן החברה ב-36 מיליון דולר, ועל כן, לטענתו, אין לאפשר לחברה לבצע ארגון מחדש של מבנה ההון באופן שיתיר בידיו מניות בשווי נמוך משווי הפטנט. המשקיעים מצדם טענו כי שווי הפטנט נרשם בספרי החברה באופן מכני ששיקף את שווי החברה בהתאם להשקעה שביצעה Man, אבל אין לו משמעות לאור

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

²²² ראו החלטה מאוחרת יותר באותו הליך, ע"א 206/19 **דוד נ' מדינה** (פורסם בנבו, 30.6.2020), במסגרתה הובהר כי "משמעות הדברים היא שמחד גיסא, לא [אפשרו קביעות בית המשפט קמא (קביעות שמחלקן הביע ההרכב הסתייגות במהלך הדיון), ומאידך גיסא, לא [נ]קבעו קביעות חלופיות".

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

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

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

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 ביחס לגיוס הון ממשקיעים קיימים, נוכח העניין האישי של מקבלי ההחלטה בהשלכות הגיוס על אחזקותיהם. 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 ענין, 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 סרבו לא מכור למכור את מניותיהם בחברה לפי שווי כפול מהשווי שנקבע לסבב 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 כהלואה.

כך, ההחלטה בעניין אונבו ממחישה אף היא את הקשיים שעשויים להיווצר ביישום דגשים פרוצדורליים והלכות שנקבעו בהקשר של חברות רגילות על סכסוכים בחברות הזנק. ראשית, הדגש הפרוצדורלי ששם בית המשפט על שימוש בהערכת שווי על מנת לבסס את שוויה ההוגן של החברה, הולם יותר חברות רגילות מאשר חברות הזנק.²²⁸ בשונה מחברות בשלות בעלות ותק פעילות והכנסות קבועות, את שוויה של חברת הזנק צעירה לא ניתן להעריך בסיטואציה שבה משקיע חיצוני אינו בנמצא ובעלי המניות הקיימים מצויים במחלוקת לגבי הנתונים הבסיסיים ביותר. השילוב בין נכסים בלתי מוחשיים, אי ודאות רבה ביחס להיקפי המכירות בעתיד, חדשנות ביחס לחברות אחרות הפועלות בתחום והיעדר שוק אקטיבי למניות, מוביל לכך שהערכת שווי חברת הזנק שונה משמעותית מהערכת שווי חברה בשלה. מודלים מקובלים להערכת שווי חברות

²²⁶ הלכת גליקמן לעיל ה"ש 195.

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

²²⁸ השווה עניין אלקון, להלן ה"ש 243, בפס' 28 לפסק דינו של השופט כבוב ("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 נסיבותיו הייחודיות."); השוו גם עניין ניין סיסטם, לעיל ה"ש 160 (שווי החברה נקבע באופן גס באמצעות "חישוב על הגב המעטפה". בית המשפט בדלור 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 הדירקטוריון לא הצליח לשכנע בכך שהיה מונח בפניו מידע מספק).

כגון שיטת היוון תזרים מזומנים (DCF) המבוססת על תחזית הכנסות,²²⁹ שיטת השווי הנכסי המבוססת על מאזן החברה, ושיטות המבוססות על מכפילים שונים השאובים מחברות דומות, אינם מתאימים לחברות הזנק. הראיה הטובה ביותר לקביעת שוויה של חברת הזנק הוא השווי שנקבע בסבבי השקעה עדכניים, במסגרת עסקה בתנאי שוק (arm's length transaction).²³⁰ בסיטואציה שבה קיים סכסוך בין הגורמים המעורבים ממילא לא ניתן לגבש הסכמה ביניהם ביחס לתחזיות והנתונים שיוכנסו לתוך מודל ההערכה.²³¹ לפיכך, תרומתה של הערכת שווי להליך תקין תהיה קטנה, ומנגד, יהיה בה כדי לכלות את משאבי החברה הדלים ממילא. שנית, מבחינת הדין המהותי, יישום הלכה שנקבעה בהקשר של חברה רווחית, על חברת הזנק העומדת בפני חדלות פרעון, אינו נקי מספקות. באופן מסורתי, הפסיקה ראתה בהצעת זכויות בתנאים זהים לכל בעלי המניות החלטה עסקית שבית המשפט ימנע מלהתערב בה.²³² ההחלטה בעניין אונברו חורגת ממגמה זו ובהקשר זה מסתמכת על אמרת אגב בפסק דין של בית המשפט

²²⁹ ראו למשל, רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן בעמ' 3-44 (פורסם בנבו, 28.08.2012) ("אין חולק כי ישנן 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 "הקונבנציונליות", 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" (16.08.2016) (להלן: "עמדת הרשות לני"ע"), www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Accounting%20areas/Fair%20value%20measurement/Documents/16.8.2016.1.pdf (באופן כללי, לעמדת הסגל השווי שנקבע במסגרת סבבי השקעה עדכניים מהווה את הראיה הטובה ביותר לשוויה ההוגן של ההשקעה").

²³¹ דוגמא הממחישה את טווח התוצאות האפשריות בהינתן הנחות מוצא שונות, בפרט כאשר הערכות השווי מבוצעות על ידי מומחים מטעם הצדדים, ניתן למצוא בה"פ (מרכז) 30665-07-11 כהן נ' שמולביץ (פורסם בנבו, 16.11.2014). באותו מקרה מונה מעריך שווי מטעם בית המשפט, ובנוסף כל אחד מהצדדים 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.

²³² ראו, המ' (ת"א) 5059/82 שאשא חברה לניירות ערך והשקעות בע"מ נ' בנק "אדנים" למשכנתאות ולהלוואות בע"מ, פ"ד תשמ"ה(2) 526, 516 (1985) שבו מהלך הרחבת הון פגע בבעלי מניות הבכורה, אך אושר כיוון שהמהלך שרת 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 להדקים 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" (להלן: "Bochner & Simmerman").

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 דיבידנד.²³⁴ המניות הוצעו בערכן הנקוב ובית המשפט השתכנע כי ערכן הריאלי היה גבוה במאות אחוזים.²³⁵ פסיקה מאוחרת יותר הבהירה כי נטל ההוכחה בדבר שווין הריאלי של המניות מוטל על הצד הטוען לקיפוח.²³⁶ התובעת בעניין **גליקמן** היתה בעלת המניות היחידה בחברה שלא משכה הטבות פרטיות בצורת משכורת או בדרך אחרת,²³⁷ ובית המשפט לא השתכנע מנחיצות מהלך הרחבת ההון ומהעדרן של אלטרנטיבות לגיוס ההון.²³⁸ ביחס 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 להתבגר על בעיות אסימטריה במידע שפוגעות בדרך כלל דווקא במיעוט.²⁴⁰ לשיטת ידלין, הצעת זכויות בהנחה תחשב 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 באופן היסטורי הצעת זכויות שוויונית נהנתה באופן

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

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

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

²³⁶ ראו ע"א 132/81 **ג.י.בי. טורס בע"מ נ' גורג' עזאר חאייק**, פ"ד לח(2) 425, 442 (1984) ("הנדבך הראשוני והמרכזי, עליו מושתתת הלכת **גליקמן**, ע"א 667/76, הוא הקצאת המניות שלא בערך 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...").

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

²³⁸ שם, בעמ' 285.

²³⁹ ראו, אירית חביב-סגל **דיני חברות: לאחר חוק החברות החדש** כרך א 465 (1999) (להלן: "**חביב-סגל**").

²⁴⁰ ראו עמרי ידלין "בזכות הצעת זכויות" לו **משפטים** 1, 16 (תשס"ז).

²⁴¹ ראו, שם, בעמ' 25.

גורף מתחולת כלל שיקול הדעת העסקי, אולם פסיקה עדכנית יותר מבהירה כי במקרה של הצעת זכויות בחברה עם בעל שליטה המכתיב את תנאי הגיוס, עשויה לחול דוקטרינת ההגינות המלאה.²⁴²

האם ניתן לגזור מהלכת גליקמן כי בכל מקרה של הצעת זכויות במסגרתה צד אחד מודיע מראש כי אינו מעוניין להשתתף (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 דיבידנדים, קיומן של אלטרנטיבות לגיוס), עובדות אלו הן שונות מנסיבות ההחלטה בעניין אונבו. בעניין אונבו החברה היתה בעלת גרעון תפעולי וניצבה בפני חדלות פירעון. בהתאם להלכה בארץ ובדלור, כאשר מדובר בחברה על סף חדלות פירעון, אשר אין מחלוקת כי בהעדר 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

²⁴² Zimmerman v. Crothall, 2012 WL 707238 (Del. Ch. Mar. 5, 2012) (הנפקה של מניות בכורה חדשות שלה התנגד יזם, מנכ"ל לשעבר ומחזיק בעלי מניות רגילות. משקיצי הון הסיכון הובילו את הסיכוב, אך טענו להיעדר ניגוד עניינים כיוון שניתנה הזדמנות שווה להשתתף. 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 ישנן ראיות משמעותיות לפיהן משקיצי הון הסיכון גילמו קבוצת שליטה ומימשו בפועל את שליטתם בקשר עם קביעת תנאי הגיוס. בית המשפט דחה את טענת ההגנה כיוון שההצעה לא היתה באמת בתנאים זהים – בעלי מניות הבכורה הופלו לטובה). Watchmark Corp. v. ArgoGlobal Cap., LLC, 2004 WL 2694894 (Del. Ch. Nov. 4, 2004) (התנגדות לאימוץ תנאי pay-to-play על ידי בעלי מניות בכורה שבחרו לא להשתתף בגיוס, בית המשפט קבע שלא קיים ניגוד עניינים כי ניתנה הזדמנות שווה). ראו גם עניין ניין סיסטמס לעיל ה"ש 160 (צוין כי דירקטור נמצא בניגוד עניינים אם הצעת הזכויות מוענה רק למשקיעים שהוא מקורב אליהם ולא לכל המשקיעים). לאזכור הכלל שלפיו הצעה שוויונית לא תבחן מהותית על ידי בית המשפט, ובפרט 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 עלול להפעיל את דוקטרינת ההגינות המלאה ביחס להצעת זכויות שוויונית, אם בעל שליטה או קבוצת שליטה הם שהכתיבו את תנאי המימון. ראו, Cancan Development, LLC v. Manno, 2015 WL 3400789 (Del. Ch. May 27, 2015) (על אף שהצעת הזכויות היתה שוויונית, בית המשפט החל את דוקטרינת ההגינות המלאה בשל הוכחת שליטה ומימושה. לבסוף נקבע כי הצעת הזכויות היתה הוגנת שכן החברה היתה 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, ע"א 6041/15 האמה בע"מ נ' מולר (פורסם בנבו, 25.09.2016) שם קבע בית המשפט העליון מפי השופט דנציגר כי הגנה מפני דילול, גם אם תוקפה יפה, אינה חזות הכל שכן היא אינה יכולה לחתור 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 להלוס עמידה דווקנית על הגנה מפני דילול. ראו גם ה"פ (ת"א)

קיים בנוסף למבקש מניע זר להביא להכשלת החברה, כיוון שלטענתו חלק מהמשקיעים התחייבו בפניו כי אם החברה תכשל, הוא יקבל לידי בחזרה את קניינה הרוחני.²⁴⁴

יוצא אפוא כי בעניין **אונבו** התמודד בית המשפט עם נעלם בדמות שוויה ההוגן של החברה, ולאור מאפייני החברה כחברת הזנק בראשית דרכה, לא ניתן היה לבצע אומדן מדויק שלו. מצד אחד, ניצב מבקש, בעל אינטרס בהכשלת החברה, אשר אחוז ב-45% מהון המניות. מצד שני, ניצבו משקיעים בעלי אינטרס לכאורי בהערכת חסר של שווי החברה, וגם להם 45% מהון המניות. בטווח ניצבה חברת **Man** אשר תמכה באחרונים על אף שלא היתה מעוניינת להשקיע בעצמה. כמפורט להלן, במצב שנוצר, טעות מצד בית המשפט לכיוון הערכת שווי גבוהה מדי, באמצעות קבלת הטענה שהשווי שנקבע לגיוס הוא מקפח, עלולה היתה בסבירות גבוהה להוביל לידי כך שהחברה לא תצליח לגייס הון ותגיע לכדי חדלות פרעון. מנגד, טעות מצד בית המשפט לכיוון הערכת שווי נמוכה מדי, באמצעות דחיית טענות המבקש ומתן אפשרות לסבב הגיוס להתקיים כמתוכנן, היתה מקנה לחברה סיכוי לחזור למסלול במחיר של דילול התובע לא רק באחוז אחזקותיו, 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 מהווים 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

17782-12-15 **מן ג' אלקון מרכז מחזור (2003) בע"מ**, פס' 11 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 06.06.2017) (להלן: "**אלקון**") שבו נקט בית המשפט גישה דומה שמצאה חוסר תום לב בהתנהלות המבקש בנסיבות בהן לחברה נרשמה הערת עסק חי. הליך אישור תנאי הגיוס באותו מקרה היה זהה לזה שנקט בעניין **אונבו**. ראו גם עניין Watchmark ועניין Benchmark לעיל ה"ש 164 לעניין הגנות מפני דילול של בעלי מניות הבכורה.

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

²⁴⁵ בניגוד לנסיבות הלכת **גליקמן**, שווי הפטנט בספרי חברת **אונבו** נגזר באופן מכני מהערכת השווי בעסקה האחרונה, אשר התבססה על תחזיות צמיחה שהתבררו בפועל, לכן לא ראוי היה להעניק לו משקל ראייתי גבוה. ראו והשוו, עניין **אלקון** לעיל ה"ש 243 אשר גם במסגרתו התובע טען כי לחברה נכסים בלתי מוחשיים בעלי שווי רב (שם בפס' 13), אולם בית המשפט קבע שלאור 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 האסיפה 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 לאסיפה הכללית נוכח שיתוק הדירקטוריון כיוון ש-**Man** סירבה למנות נציג לדירקטוריון מטעמה.

²⁴⁷ חביב סגל לעיל ה"ש 239 בעמ' 615.

שלו ועל יכולתו לחסום החלטות בנושאים שונים.²⁴⁸ בהתאם, הגנה מפני הפגיעה הכלכלית בשווי המניות, ניתן לספק באמצעות פיצוי בדיעבד (כלל אחריות) מבלי לפגוע בגמישות הניהולית הנחוצה לשרידות החברה באמצעות הוצאת צו מניעה.

בפרק 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, לפיו קודם יזרימו המשקיעים כספים, ורק אחר כך תותאם טבלת ההון של החברה לשווי ריאלי שיקבע 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 קנין רוחני בעלי פוטנציאל, ספק 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**, על אף שבית המשפט לא כיוון לתוצאה זו, בפועל בעקבות צו המניעה בעיית "ההון המת" אשר ממנה סבלה החברה, הפכה מבעיה קשה לבעיה קטלנית נוכח הרף הגבוה שהציב בית המשפט להוכחת הגינות תנאי הדילול. כפי שראינו לעיל בפרק א.2, הון מת יוצר בעיה מבנית בחברה מכיוון שהוא מצמצם את כמות ההון הזמינה לגיוס משאבים חיוניים לחברה והוא מדלל את התמריץ להשקיע מאמצים בהצלחת החברה על ידי חברי הצוות שנותרו בחברה.²⁵⁰ במקרה של חברת אונבו, מדובר היה בהון מת בשיעור משמעותי ביותר (45%) אשר הוחזק על ידי גורם לעומתי לחברה שאף טען לזכויות ישירות בקנין 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 יותר מאשר האלטרנטיבות של הענקת פיצוי בדיעבד בגין פגיעה בשווי מניות המבקש או מתן סעד להפרדת כוחות.²⁵²

לסיכום חלק זה, בין 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

²⁴⁸ שם בעמ' 614.

²⁴⁹ ראו לעיל ה"ש 47 וטקסט נלווה.

²⁵⁰ ראו לעיל ה"ש 96 וטקסט נלווה.

²⁵¹ השו" 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." בנסיבות עניין אברמוף ההון המת שנוצר כתוצאה מפסק הדין היה בשיעור של 10% בלבד (בהשוואה ל-45% בעניין אונבו). בית המשפט גם העיר בעניין אברמוף כי בחברת הזנק ביצוע הערכת שווי הוא בעייתית.

²⁵² ראו, ע"א 8712/13 **אמיר אדלר נ' שי לבנת** (פורסם בנבו, 1.9.2015).

שהוענקה לה בעבר. במצבים אלו, טוב יעשו בתי המשפט אם יאפשרו לטבלת ההון של החברה למלא את יעודה כמשאב שבאמצעותו מתחרה החברה על הון אנושי והון פיננסי. כפועל יוצא מתפקיד טבלת ההון, הערכת השווי העדכנית של החברה לא בהכרח תגלם את השווי ההיסטורי של נכסי החברה ואת תזרים המזומנים החזוי שלה, כיוון שהערכת השווי נקבעת על פי עלות ההזדמנות של ספקי התשומות השונות אשר שותפים בצוות הייצור. החלטות בדבר קביעת הערכת השווי של החברה לצרכי גיוס הון והון אנושי כלל צריכות להנות מתחולת כלל שיקול הדעת העסקי, כל עוד לא הוכח כי תנאי הגיוס מוכתבים על ידי בעל שליטה, או קבוצת שליטה, המנצלים את כוחם לרעה. הקפדה מלאה על הפרוצדורות שבית המשפט רגיל לראות כתנאי לקבלת החלטות מיוחדות בחברות רגילות, דוגמת הזמנת הערכת שווי ממעריך שווי חיצוני, עלולה להחטיא את המטרה כאשר מדובר בחברות הזנק צעירות שאין להן ותק הכנסות משמעותי ואשר צריכות להתנהל במהירות כדי שלא לאבד נכסים בלתי מוחשיים (הון אנושי, לקוחות, מותג) באופן שימנע מהן להשתקם.

3. החובה להימנע מגזלת הזדמנות עסקית

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

בשורה של 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. כך, למשל, בעניין דהן נ' דהן (להלן: "עניין דהן") עמדה המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, מפי השופטת רות רונן, על כך שמותר לנושא משרה בחברה להמשיך ולפעול באופן פרטי תוך 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

²⁵³ עמיר ליכט "הזדמנות פז - היבטים בניצול הזדמנות עסקית של החברה" נקודה בסוף משפט - הערות על דיני אמונאות וממשל תאגידי (28.5.19), <https://amirlicht.wordpress.com/2019/05/28/145>; יהודית קורן "דוקטרינת ההזדמנות העסקית - אמצעי להגנת עסקיה של חברה", הפרקליט מה 350 (2001). כן ראו ניתוח מפורט ביחס לחברות ציבוריות, חאלד כבוב, רעות אברהם-גדליה ואלון לוקסנבורג, "נטילת הזדמנות עסקית: היקף אחריותו של נושא משרה בחברה ציבורית בגין נטילת הזדמנות עסקית של החברה", אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב (3 בינואר 2022).

²⁵⁴ תנ"ג 61475-07-14 דהן ואח' נ' דהן ואח' (פורסם בנבו, 16.05.2019) (להלן: "עניין דהן").

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

המושותף שלהם במסגרת החברה.²⁵⁶ אולם, כאשר לא ניתן להתחקות אחר הסכמתם המפורשת או המשתמעת של הצדדים, יש מקום לבחון את היקף החובה על פי פרשנות תכליתית, וזאת בהתאם לשני מבחנים: ראשית, מבחינה "קניינית" – האם לצורך ניצול ההזדמנות העסקית נושא המשרה נאלץ לעשות שימוש במשאבים רבים של החברה (לרבות, נכסים בלתי 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 וקניין רוחני, מצדיק בחינה זהירה. אם המיזם החדש לא עושה שימוש בקניין רוחני של החברה, אלא בהון האנושי של היזם או העובד בלבד – כלומר, בניסיון, ידע וכישורים שצבר לאורך הקריירה שלו, אין לומר שהנכס "שייך" לחברה.²⁵⁸ כמפורט בפרק 2.ב., הרגע המכונן של עמק הסיליקון ותעשית הון הסיכון נוצר 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 שהיתה אוסרת עליהם להתחרות בויליאם שוקלי – הכשרון האדיר של אותם יזמים היה מוחמץ. הודות לעובדה שהם פעלו על רקע שיטת משפט שהעריכה תחרות, הם פגשו במערכת תמריצים שדרבנה אותם ליטול סיכונים ולהצמיד את הטכנולוגיה והכלכלה קדימה.

פסק הדין בעניין **אינטגריטי** של בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, מפי השופט מגן אלטוביה, ממחיש את הפער בין 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**, הצדדים התפשרו 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 המוצר בישראל ובעולם. לאחר תקופה של פעילות מכוח הסכם בלבד הציע בעל השליטה בחברת

²⁵⁶ ש.ם.

²⁵⁷ ש.ם, בפס' 22 לפסק דינה של השופטת רונן.

²⁵⁸ ראה 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, 848 (2014) מציגה טיעונים נגד ניכוס הון אנושי על ידי המעסיק.

²⁵⁹ ת"א (ת"א) 65217-06-15 **אינטגריטי תוכנה 2011 בע"מ נ' גונן** (פורסם בנבו, 08.02.2018) (להלן: "עניין אינטגריטי").

²⁶⁰ ע"א 2493/18 **גונן נ' אינטגריטי תוכנה 2011 בע"מ** (פורסם בנבו, 21.05.2019).

אינטגריטי (ארז) למקבילו בחברת האמן (בן) ולמפתחים שעמלו על פיתוח המוצר מטעם שתי החברות (דן מהאמן ורון מאינטגריטי) להקים חברה משותפת ולחפש משקיעים. בהתאם, הוקמה חברה חדשה תחת השם דופל שהבעלות בה התחלקה 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 שהיכרות עמו נערכה בהפניית משקיע מקרן הון הסיכון "גלילות". לאחר שציון נפגש עם היזמים ושמע על תכונותיהם הוא הודיע שאינו מעוניין להצטרף לדופל. בסמוך לכך הציע ציון לדן ורון להצטרף אליו בהקמת מיזם חדש בתחום ההגנה על אתרי אינטרנט. דן ורון קיבלו את הצעתו של ציון וייסדו עמו חברה חדשה בשם ארמרון. יזמי חברת ארמרון פנו לארז ובן והציעו לכל אחד מהם 5% מהון המניות בחברה החדשה לאות הוקרה על הנסיבות בהן נוצר הקשר בין יזמי ארמרון (מעין "שכר מוצא"), ומתוך הנחה שכישוריהם ישמשו את ארמרון בעתיד בהפצת המוצר החדש בשוק הישראלי. בן קיבל את ההצעה, ואילו ארז דחה אותה ותבע את שותפיו לשעבר בעילות פגיעה בסודות מסחריים והפרת חובת אמן. הוא ביקש מבית המשפט לקבוע כי 25% ממניות (או נכסי) חברת ארמרון שייכים לו. בית המשפט דחה את הטענה שהמיזם החדש, ארמרון, עושה שימוש בסודות מסחר של דופל.²⁶¹ נקבע כי לא הוכח שהמוצר אותו מפתחים הנתבעים 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 אמן שכן תחום הפעילות של החברה החדשה שונה מזו 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 על אף שמדובר בטכנולוגיות שונות, שתיהן באופן כללי שייכות ל"תחום אבטחת המידע" ומבחינה עסקית ניתן היה לפתחן במסגרת דופל כמוצרים משלימים. על כן, מצא בית המשפט כי דן ורון הפרו סעיף בתקנון החברה שלפיו נאסר על המייסדים להתחרות בחברה במשך זמן היותם בעלי מניות בחברה ובמשך 12 חודשים נוספים.²⁶⁴ מכאן קצרה היתה דרכו של

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

²⁶² שם, בפס' 6 לפסק דינו של השופט אלטוביה (: "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 לפסק דינו של השופט אלטוביה (: "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").

²⁶⁴ שם, בפס' 2 לפסק דינו של השופט אלטוביה (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

בית המשפט לקבל את טענת הפרת חובת האמון שבה חבו כלפי החברה (דן ורון אמנם לא היו נושאי משרה בהתאם להגדרות שבסעיף 1 לחוק החברות, אך בית המשפט הסכים לראות בהם נושאי משרה מכח הלכת הבי לפיה 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 האמון".²⁶⁶ זאת 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 לארז 5% ממניות ארמרון, אותם הסכימו להקצות לו כאמור... (שכר מוצא)".²⁶⁸

בפסק הדין בחר בית המשפט לתת עדיפות לאינטרסים של ארז כמשקיע בחברה, על פני חופש העיסוק של דן ורון 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 אמון".²⁷⁰ קביעה זו מגדירה את היקף חופש העיסוק כנגזר מחובות תום הלב והאמון ומחופש ההתקשרות של הצדדים בחוזים. אולם, בכך היא סוטה מהלכות קודמות.

זכור, בהתאם להלכת 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 הגבלות חוזיות על חופש העיסוק באופן מקיים, העולה בקנה אחד עם תקנת הציבור, ולכן הפרשנות צריכה להוביל להגבלה סבירה ומידתית בלבד.

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).". ההדגשה אינה במקור).

²⁶⁵ שם, בפס' 7 לפסק דינו של השופט אלטוביה. מפנה לע"פ 3506/13 דוד הבי נ' מדינת ישראל (12.01.16).

²⁶⁶ שם, בפס' 17 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

²⁶⁷ שם.

²⁶⁸ שם, בפס' 20 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

²⁶⁹ ראוי להבחין כאן בין גזילת הזדמנות עסקית של החברה תוך כדי עבודה בחברה, כפי שארע למשל בתנ"ג (תל אביב-יפו) 12-09-20136 אליהו ביטון נ' פאנגאיה נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 21.10.2013), לבין ענייננו שעסק בתחרות בחברה לאחר סיום יחסי העבודה.

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

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

בהתאם להלכת סער והלכת צ'ק פוינט, מניעת תחרות היא לגיטימית רק במידה הנחוצה לצורך הגנה על סודות מסחריים, רשימת לקוחות, או נכס קנייני אחר של החברה המקורית.²⁷² ההון האנושי של העובדים אינו מהווה נכס של החברה ומניעת זליגה שלו לחברות מתחרות אינה אינטרס לגיטימי.²⁷³ לכן פרשנות תקנון החברה היתה צריכה להיות כזו שמגנה על אינטרסים לגיטימיים כגון סודות מסחר, אבל לא מגבילה שימוש בהון אנושי במסגרות 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 בנסיון לחמוק מאחריות פלילית באמצעות הימנעות מהגדרת תפקיד של נושא משרה (בפרשת פלד-גבעוני הידועה לשמצה), על נסיבות של חברת הזנק שבה הגדרות התפקידים נקבעו על ידי הצדדים להסכם המייסדים – כולל התובע עצמו. אולם, מכל מקום, גם אם נניח לצורך הדיון כי דן ורון אכן היו נושאי משרה – עדיין לא היתה הצדקה לשלול מהם את האפשרות לממש את ההון האנושי שלהם באמצעות חברה מתחרה לאחר סיום יחסי העבודה שלהם עם החברה.

בעניין "אגד" אגודה שיתופית לתחבורה בישראל בע"מ נ' מירון (להלן: "עניין 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 העיסוק, ותניות בין שותפים בעסקים או במכירת עסק המגבילות את חופש העיסוק של השותף או המוכר.²⁷⁴ בית המשפט ציין כי על אף שבעבר ניכרה נטייה בפסיקה לקיים התחייבויות להגבלת חופש העיסוק בין שותפים בשותפות יותר מאשר בין עובד ומעביד, הבחנה קטיגורית זו אינה כורח המציאות והשיקול החשוב הוא האינטרס הציבורי ולא סיווג היחסים שבין הצדדים כיחסי עבודה או שותפות.²⁷⁵ בפרט ציין בית המשפט כשיקול מרכזי את היקף הפגיעה בחופש העיסוק כתוצאה מהפעלת סעיף ההגבלה.²⁷⁶

גם אם נבחן את הסוגיה כשאלה של חובות אמון של נושאי משרה, ולא כסוגיה חוזית של ניתוח תקנון החברה, עדיין נאלץ לחזור לאותו ניתוח ולאותה מסקנה. כזכור, על פי הלכת דהן, בחברה פרטית, על מנת להחליט אם הזדמנות עסקית היא של החברה או של נושא המשרה צריך

²⁷² שם, 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, בסע' 25 האינטרסים שיחשבו ללגיטימיים כוללים סודות מסחריים ורשימת לקוחות (רשימה פתוחה).

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

²⁷⁴ עא 157/88 "אגד" אגודה שיתופית לתחבורה בישראל בע"מ נ' יהודה מירון, פ"ד מד(1) 522, 528 (1990).

²⁷⁵ שם, שם.

²⁷⁶ שם, שם ("בעקבות סקירת הפסיקה העוסקת ביישומם של העקרונות האמורים הלכה למעשה, נראה, כי בתוך השיקולים המדריכים את בית המשפט הדן 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").

קודם כל לשאול מה הייתה הסכמת הצדדים ביחס לתחום הפעילות המשותף.²⁷⁷ פרשנות תכליתית של החובה להימנע מתחרות מגיעה רק בשלב הבא. במקרה של חברת דופל, בהסכם המייסדים בסעיף שבו אמורה הייתה להופיע הגדרת תחום הפעילות של החברה נפלה טעות קולמוס כך שבמקום הגדרה הופיע תוכן לא רלוונטי שכנראה נשאר במסמך מגלגולים קודמים של אותה תבנית הסכם.²⁷⁸ טעות זו השאירה עמימות ביחס להגדרת תחום הפעילות, ובמצב דברים זה בחר בית המשפט לנקוט בפרשנות מרחיבה מאוד (לא רק פעילות בתחום שבו עסקה החברה, אלא גם פעילות בתחום שאליו באופן תיאורטי יכלה החברה להתפתח – כלומר, כל תחום הסייבר). פרשנות מרחיבה שכזו כאמור אינה עולה בקנה אחד עם הלכת סער ואינה רצויה מכיוון שהיא מאפשרת "מסלול עוקף דיני עבודה" באמצעות דיני החברות (מימוש אופציות הופך את העובדים לבעלי מניות, ואם קיים סעיף בתקנון אשר מונע מבעלי מניות תחרות בחברה, לפתע הסכם איסור תחרות שלא היה אכיף על פי דיני העבודה בישראל, הופך לשאלה של חובות אופן תחת דיני החברות).

תוצאה מעין זו אינה רצויה גם מבחינת השלכותיה החלוקתיות. בפרק א.2.ב. עמדנו על כך שבמקום להסתמך על הסכמי איסור תחרות למיניהם, חברות הזנק קושרות את ההון האנושי לחברה ורותמות אותו להצלחתה באמצעות "גזר" ולא באמצעות "מקל" – על ידי הקצאת חלק משמעותי מהון המניות לאנשים שכשונם חיוני להצלחת החברה.²⁷⁹ מבנה זה מיישר את האינטרסים של העובדים והיזמים 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 תרומה לחברה. עוד עמדנו 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. בפרק ב.4. עמדנו על כך שהאיזון בתוך טבלת ההון של החברה נקבע בהתאם לעלות 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 של עובדים ויזמים לשנות את שיווי המשקל העדין שמבטאת טבלת ההון של החברה. הגבלה כזו גם מכפיפה את היזמים והעובדים לאיסור תחרות שהמשקיעים עצמם בדרך כלל אינם כפופים לו ועל כן היא עלולה ליצור סטנדרט כפול.²⁸⁰

²⁷⁷ ראו עניין דהן, לעיל ה"ש 254.

²⁷⁸ ראו, עניין אינטגריטי, לעיל ה"ש 259, בפס' 2 לפסק דינו של השופט אלטוביה (: "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").

²⁷⁹ ראו, ברופמן ופריד, לעיל ה"ש 55.

²⁸⁰ 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 עושות שימוש בחוזי ההשקעה שלהן בסעיף בו

ד. סיכום

דיני חברות מתמקדים באופן מסורתי בתאגידים ציבוריים, 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 והרגולטורים. השווקים הפרטיים הופכים לשווקים הציבוריים החדשים, וזוהי תופעה עולמית. חברות הזנק משפיעות יותר ויותר על כלכלות וחברות ברחבי העולם, הן פועלות בסגנון ייחודי של בעלות וממשל תאגידי, ומציפות נושאים חדישים בתחומים שונים של משפט עסקי.

במאמר טענתי כי חברות הזנק מאתגרות את הפרדיגמה השלטת בחברות. חברות הזנק מבוססות על שותפות בין ספקי הון סיכון והון אנושי אשר באה לידי ביטוי במבנה ההון של החברה. מכיוון שכך, חברות הזנק מאפשרות סינתזה בין המודלים המרכזיים 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 לתיאורית 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). בהתאם, דירקטוריון חברת ההזנק אמון על חלוקת זכויות תזרים המזומנים בין חברי צוות הייצור באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה (באמצעות אישור התנאים בהם מגייסת החברה הון פיננסי ואנושי) כך שההשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית לעומת עלות ההזדמנויות של הצדדים המעורבים. כאשר טבלת ההון של החברה אינה מאפשרת עוד לגשר בין עלויות ההזדמנות של הצדדים השונים החיוניים לפעילות החברה, הדירקטוריון יתפקד כמפרק ויחלק את החברה או נכסיה לפי סדר הנשייה.

התיאוריה המוצעת במאמר מסייעת להבין טוב יותר את דוקטרינת טרדוס שאומצה על ידי בתי המשפט בדלוור, לפיה במקרה של 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 לוקחת 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

החברה מצהירה כי אין לקרן חובה להפנות אל החברה הזדמנויות עסקיות והחברה מוותרת על תביעות בעניין זה (בהתאם לדין דלאור 122 §, tit. 8, DEL. CODE. ANN.). 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 of interest"). ראו: Guth v. Loft, 5 A.2d 503, 510-11 (Del. 1939); ראו Steven E. Bochner & Amy L. Simmerman, לעיל ה"ש 232, בעמ' 3-4.

הבכורה פועלות באופן דומה ל"עונש קולקטיבי" ועל כן יש להן אפקט ממשמע המונע השתמטות ומנטרל את התמריץ לאקזיט מוקדם על חשבון כספי המשקיעים. לעומת זאת, כאשר התוצר השיוורי עולה על עלות ההזדמנויות של מכלול הצדדים המעורבים, בעלי מניות הבכורה ימירו את מניותיהם למניות רגילות כך שהתביעה השיוורית תחולק בין שווה בשווה.

הגיון בסיסי זה משליך על פרשנותם של מושגי ססתום כגון מערכת "הציפיות הסבירות" של בעלי המניות והיזמים זה מזה ו"תום לב" ביחסים שבין הצדדים. בכוחו של הגיון 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 על אף שאחת המטרות המרכזיות לעת הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו הייתה הגברת הצפיות והוודאות בתחום הליטיגציה התאגידית,²⁸¹ הרי שביחס 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 במונחים מטעם בתי המשפט בעלי התמחות ספציפית בהון סיכון (בכל הנוגע לתיאור הנורמות המקובלות בתעשייה ולהערכת שווי חברות הזנק), וחזיון 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 יהווה צעד ראשון בכיוון.

²⁸¹ דברי ההסבר להצעת חוק בתי המשפט (תיקון מס' 59) (סמכות בעניינים כלכליים), התש"ע-2010, ה"ח 484.