



הטמעת מדיניות ממשל תאגידי רצוי בחברות הזנק



יהל קפלן

יהל קפלן הוא עורך דין בוגר תואר שני במשפטים באוניברסיטת קולומביה שבניו-יורק. בעל תואר ראשון במשפטים ותואר ראשון במנהל עסקים מהמרכז הבינתחומי הרצליה. עבד במשך כמה שנים במחלקות מסחריות ומחלקות היי-טק במשרדי עורכי הדין הגדולים בישראל, והתמחה בעסקאות מימון חברות, מימון פרויקטים ועסקאות מיזוגים ורכישות.

תקציר

חברות הזנק סובלות מכשלים שדיני התאגידיים "הקלאסיים" אינם מצוידים לפתור – ניגודי עניינים מובנים בהליכי המימון, ריבוי עסקאות עם בעלי עניין, ושינויים רבים בהרכב הדירקטוריון והשליטה. אחד הפתרונות לבעיות אלו הוא "קוד הממשל התאגידי הרצוי", שנועד להבטחת השקעתם של בעלי המניות תוך איזון בין הגופים השונים בחברה. אף שקוד הממשל התאגידי הרצוי הותווה בעיקרו לחברות ציבוריות, גורמים רבים קוראים ליישמו בחברות הזנק. מאמר זה מציג, בין היתר, את הבעיות המהותיות הקיימות בחברות הזנק שדורשות התוויה של ממשל תאגידי רצוי: בעיית הנציג, ניגודי עניינים וניגודי האינטרסים בין המייסדים למשקיעים (ובין המשקיעים עצמם). כמו כן, המאמר בוחן את דוקטרינות הממשל התאגידי בישראל ובעולם מבחינת הקריטריונים החלים על חברות ציבוריות שניתנות ליישום בחברות פרטיות, מצביע על הקשר בין ממשל תאגידי איכותי לרווחיות החברה והפחתה בעלות גיוס ההון, ודן בניגוד בין הצורך של חברות הזנק בגמישות לבין היתרונות שכללי ממשל תאגידי איכותי מעניקים לחברות אלו.

מבוא

מאמר זה יבחן את הרצוי והמצוי בניהול ושליטה של חברות הזנק, והן את ישימות ויתרון הטמעת כללי ממשל תאגידי מומלץ בחברות הזנק.

א. ממשל תאגידי רצוי - ניתוח כלכלי ומשפטי

מהו ממשל תאגידי רצוי?

בחודש דצמבר 2006 הגיש פרופ' זוהר גושן ליו"ר הרשות לניירות ערך את דוח הוועדה לבחינת קוד הממשל התאגידי בישראל. הצורך בחקיקתו של חוק זה נבע מהמשברים שחוו שוקי ההון בעקבות התפוצצות בועת ההיי-טק, וכן לאור ההתנהלות החשבונאית הפסולה של חברות בינלאומיות. כתוצאה מכך הביעו משקיעים חשש מפני השקעות עתידיות, ומכאן הקריאה ליישום של כללי ממשל תאגידי שיקטינו את הסיכון שהם חשופים לו. כבר בנקודה זו יודגש כי דוח ועדת גושן אומנם התייחס ברובו לחברות ציבוריות ולאופן הראוי שבו עליהם להתנהל, אך ניתן לבצע ממנו הקשה על אופן ההתנהלות הראוי גם לחברות הזנק בראשית דרכן. זאת, הן מטעם של יצירת התנהלות אחידה של חברות בעולם העסקי והן משום שבמדינות רבות בהן קיים קוד ממשל תאגידי רצוי, חברות פרטיות מאמצות עקרונות מתוך הקודים הללו (דוח ועדת גושן, 2006).

ממשל תאגידי רצוי - המודלים השונים

התכלית של היווצרות הממשל התאגידי הרצוי היא יצירת עקרונות, כללים וחוקים שיבטיחו התנהגות אחראית והונגת של החברה ומנהליה כלפי המשקיע הקטן בחברה (לאוטרכך ושחמון 2009).

דוגמה ליישום בא לידי ביטוי במחקרם של La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2002) ו-Lombardo and Pagono (2006). הם מצאו כי ממשל תאגידי איכותי יעלה את ערך התאגידי, מפני שחברה עסקית בעלת מנגנונים יעילים של הגנה על בעלי מניות מיעוט תחלק חלק גדול יותר מרווחיה האמיתיים למשקיעים

חברות הזנק הן מודל עסקי ותאגידי שתופס מקום מרכזי בקהילה העסקית בישראל ובעולם בשנים האחרונות. חברת הזנק היא מעין "עוף מוזר" בתפיסת דיני התאגידיים: משך החיים שלה קצר מאוד, קיימים ניגודי עניינים מובנים בתהליך מימון החברה, עסקאות עם בעלי עניין נעשות באופן תדיר, והרכב החברה והדירקטוריון משתנה פעמים רבות לאורך חיי החברה. דיני התאגידיים הישראלים אינם מצויזים כיום בכלים יעילים לטיפול בבעיות אלו.

הבעיות העיקריות בניהול חברות הזנק כרוכות באיזון בין משקיעי הון-סיכון שמעוניינים להיות מעורבים בהתוויית האסטרטגיה בחברה, החוזר ההשקעה של בעלי המניות, ורצון היזמים לשמור על שליטתם בחברה ולנהל אותם כפי שהם רואים בחזונם. פתרון אפשרי לסוגיה זו, שהוסדר בשנים האחרונות בתחום של חברות ציבוריות, הוא קוד הממשל התאגידי הרצוי. הגישה המאמצת קוד לממשל תאגידי רצוי החלה בשנת 2003 עם חקיקת Sarbanes-Oxley Act בארה"ב, ומצאה עיגון בישראל בשנת 2006 בדוח ועדת גושן לבחינת קוד ממשל תאגידי רצוי בישראל (דוח ועדת גושן, 2006). הגישה מבקשת ליצור כללי ממשל תאגידי בחברה, במטרה להבטיח את השקעתם של בעלי המניות בחברה תוך איזון בין הגופים השונים בחברה, בהם נושים, בעלי המניות, הדירקטוריון וההנהלה.

אף שקוד הממשל התאגידי הרצוי הותווה בעיקרו לחברות ציבוריות, ניתן לראות מדוח ה-OECD לחברות פרטיות (non-listed companies) (OECD Corporate Governance of Non-Listed companies in emerging markets) את עקרונות הממשל התאגידי הרצוי במסמכי (companies, 2006) כי קרנות השקעה רבות מעודדות את היישום של עקרונות הממשל התאגידי הרצוי במסמכי ההתאגדות של חברות פרטיות והסכמים בין בעלי המניות טרם ההחלטה להשקיע בחברות הזנק.

כמו כן, יזמים סדרתיים וותיקי תעשיית הטכנולוגיה העילית קוראים בשנים האחרונות לאסדרה של פעילות חברות הזנק [Dubai SME (2011) ו-McRitchie, J. (2013)]. בין היתר לצורך ייעול שיתוף הפעולה בין יזמים למשקיעים מוסדיים וצמצום עלויות גיוס ההון.

(כריבית על השקעה או כדיבידנד), וכן בשל העובדה שממשל תאגידי איכותי יקטין את שיעור התשואה הנדרש על ידי משקיעים.

א. עקרונות ממשל תאגידי רצוי - החקיקה הישראלית

דוח גושן עוגן בחקיקה הישראלית בעיקר במסגרת תיקון מספר 16 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות"), אשר התאים את מגמת הממשל התאגידי הרצוי בישראל למגמה העולמית ליעול הממשל התאגידי.

העקרונות שעוגנו בתיקון לחוק היו, בין היתר, הרחבת היקף עצמאות שיקול הדעת של הדירקטוריון וחזוק מעמדו על ידי דרישה להכללת דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים. לצד זאת, התיקון לחוק קבע "קוד ממשל תאגידי" הכולל מספר עקרונות יסודי, בהם איסור על נושאי משרה הכפופים למנכ"ל לכהן כדירקטורים ודיון רבעוני בדירקטוריון בדבר תפקוד המנכ"ל (שלא בנוכחותו).¹

ב. עקרונות ממשל תאגידי רצוי - מתווה OECD

בדומה למתווה הישראלי, שעוגן בדוח ועדת גושן ותיקון מספר 16 לחוק החברות, העקרונות שעליהם מושתת קוד ה-OECD לממשל התאגידי הרצוי הן הגדרה מחדש והרחבה של זכויות בעלי המניות, בעלי שליטה, קיבוע יחס הולם לבעלי מניות, התפקיד והחובות של בעלי מניות בממשל התאגידי, גילוי ושקיפות ואחריות הדירקטוריון.

כאמור, הבסיס שהותווה מושתת על שקיפות בפעילותה הכלכלית של החברה, חלוקה ברורה של סמכויות בעלי התפקידים בחברה, ובעיקרם תפקידי הפיקוח והביצוע. ההצעות העיקריות במתווה ה-OECD, הרלוונטיות לחברות הזנק, מתייחסות בעיקר למודל איזון מערכת היחסים המשולשת: הנהלה-בעלי מניות-דירקטוריון. כך, אחת ההצעות שעלו מתייחסת לזכויות של בעלי המניות לקבל מידע על תהליכים משמעותיים בחברה, ובהם החלטות ממשל תאגידי (מינוי דירקטורים, הקצאת מניות ועסקאות מיוחדות נוספות) (OECD, 2004).

הצעה נוספת חשובה שעלתה בסעיף (D) ללוקוד היא גילוי מלא של סמכות בעל מניות החורגת מהיקף השליטה

והבעלות שלו בחברה. מצב זה יכול לסייע לחברת הזנק בצמצום מקרים שבהם בשלבים מתקדמים בחיי החברה המייסדים יעניקו למשקיע הון-סיכון זכויות יתר על חשבון משקיעים ובעלי מניות קיימים.

ג. המודל של לאוטרבך ושחמון

בעקבות החלטת הרשות לניירות ערך בשנת 2007, לפיה כל חברה בורסאית מחויבת לגלות בדוח הדירקטוריון פרטים על יישום המלצת דוח גושן, בחנו פרופ' בני לאוטרבך וד"ר מנשה שחמון את ההשלכות של כינון ממשל תאגידי רצוי על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל, באמצעות פיתוח מדד ליחס בין ממשל תאגידי להגדלת ערך החברה, זיהוי המאפיינים של פירמות המאמצות ממשל תאגידי איכותי, בחינה של רישום כפול כאינדיקטור של ממשל תאגידי איכותי, וכן מדידת ערך ה-Q-Tobin's (Tobin's Q Ratio - 2019, Q) של התאגידי (לאוטרבך ושחמון, 2009).

המדד שפיתחו לאוטרבך ושחמון נחלק למספר קטגוריות משנה, ובהן בחינת אופי הדירקטוריון, תהליכי בקרה וביקורת בחברה, אתיקה והיגנות בחברה וכן שקיפות בחברה. ממחקרם של לאוטרבך ושחמון ניתן ללמוד על מספר עקרונות בדבר הקשר בין הממשל התאגידי של חברה לערכה, ובהם:

- חברות ללא גרעין שליטה וחברות המציגות תשואה נבונה יחסית על ההון נוטות לאמץ ממשל תאגידי איכותי יותר, כאשר נמצא קשר חיובי מובהק בין ערך התאגידי לבין איכות הממשל התאגידי שלו.
- מיעוט עסקאות עם בעלי השליטה, והכללת מספר מועט של דירקטורים שהם עובדי תאגידי בדירקטוריון החברה, מגדילים את ה-Q-Tobin's של התאגידי.

ד. הדירקטוריון כאמצעי לכינון ממשל תאגידי רצוי

דו"ח גושן המליץ על הגדלת עצמאות הדירקטוריון בהתאם למגמה העולמית; כך למשל, בחברות הרשומות ב-NASDAQ וב-NYSE נדרשות כי מרבית חברי הדירקטוריון יהיו בלתי קשורים לחברה למעט חברות עם בעל שליטה. הגישה באנגליה מחמירה אף יותר וכל החברות המנויות ב-FTSE 350 מחויבות כי מרבית הדירקטורים (למעט יו"ר הדירקטוריון) יהיו בלתי קשורים לחברה, אף אם ישנו בעל שליטה בחברה. לאור זאת, ועדת גושן הציעה כי בחברות ישראליות תהיה עצמאות לדירקטוריון ביחס לבעל השליטה, ובעיקר בכל הקשור

1 ראו לעניין זה את דברי ההסבר הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (יעול הממשל התאגידי), התש"ע, ה"ח 496, בעמ' 568.

ומשקיעי ההון-סיכון. לצד גידול בסכומי השקעה בכל אחד משלבי המימון של החברה, גדלה גם המחויבות של החברה כלפי המשקיעים.

שלבי המימון העיקריים

א. שלבי הגיוס הראשוניים (Seed and Pre-Seed)

המימון בשלב זה (לרוב, כנגד הקצאת של מניות רגילות בחברת הזנק), מגויס בעיקר מהון עצמי, FFF, חממות יזמות² ואנגלים.³

המשקיעים רואים את השלב הזה כמעין שלב ביניים בתהליך המימון שהינו פחות פורמלי לאור אי הוודאות הרבה שבה החברה נתונה (Nesheim, 2000). מאחר שרוב המשקיעים הראשונים הם חברים, בני משפחה או משקיעים פרטיים, שנוטים לדרוש פיקוח מינימלי, אם בכלל, על פעילות החברה, הממשל התאגידי בחברה עדיין לא מפותח.⁴

ב. שלב גיוס ההון המוסדי (Series A Round)

שלב הגיוס המוסדי הוא אחד השלבים המשמעותיים מבחינת הממשל התאגידי של חברת הזנק (Fried and Ganor, 2006). השלב הזה מתאפיין בגיוס כספים מקרנות

באישור עסקאות הנגועות בניגוד עניינים בין בעל השליטה לבעלי המניות. בדומה לגישה זו, במחקר של ארגון MaRS הוצע לעשות הפרדה בין הדירקטוריון לבין ההנהלה, וכן למנות יו"ר בלתי קשור לדירקטוריון (בפרט כאשר ההנהלה יושבת גם בדירקטוריון) שיהיה מנותק מההנהלה. באופן זה הדירקטוריון יוכל לשמש גוף מפקח במקום גוף ניהולי, כחלק מנישת "Governance Governs; Management manages" (MaRS, 2013).

לצד זאת, חשוב לזכור שהיום קיימת מגבלה ביהוי מראש של מערכת היחסים יזם-משקיע מבחינת אופי חלוקת הכוח שלהם בניהול החברה וקלות בהעברת החלטות בדירקטוריון. ד"ר בריאן ברוהמן, שבחן באופן אנליטי את השליטה בדירקטוריון של חברות הזנק, מצא כי ב-25% מהמקרים הדירקטוריון נשלט על ידי קרנות ההון-סיכון, ב-14% מהמקרים הדירקטוריון נשלט על ידי היזמים, וב-61% מהמקרים נשלט במשותף על ידי המייסדים וקרן-הון סיכון כאשר דירקטורים בלתי תלויים משמשים כ"שוברי שוויון" (Broughman, 2010). כמו כן, מאחר שהדירקטוריון מפקח על מנהלי החברה (שהם לרוב המייסדים שמחזיקים ברוב המניות בחברה ובעלי השפעה על מינוי דירקטורים), ומאחר שהדירקטורים המכהנים מעוניינים להיבחר לכהונה נוספת, הדירקטוריון עשוי לחטוא בפיקוח-חסר של מנהלי החברה, ובכך לפגוע באיכות הממשל התאגידי בחברה (Saravia and Chen, 2007).

ב. מימון חברת הזנק ויצירת ממשל תאגידי ראשוני

תהליך המימון הוא אחד התהליכים המורכבים והחשובים ביותר העומדים בפני חברת הזנק, הן בשל הצורך בהון חיצוני משמעותי לפיתוח מהיר של מוצר החברה והן לאור אחוזי ההישרדות הנמוכים של חברות הזנק בשנות הפעילות הראשונות שלהן. לכן חשוב לבחון אם קביעת מנגנונים של ממשל תאגידי רצוי בחברת הזנק ייצר איוון נכון שגם יגן על המשקיעים וגם יבטיח את השאת הרווחים של החברה.

מספר הגורמים המעורבים בחברת הזנק גדלים ככל ששלב המימון של החברה מתקדם, בהם Family, Friends & Fools ("FFF"), המשקיעים הפרטיים

1 מדובר בעיקר על חממות יזמות המלוות יזמים בשלבים ראשונים, לעיתים אף לפני התאגדותם כחברה. ראו: גיגר ופירסט בעמ' 141 וכן: <http://www.tamas.gov.il/NR/exeres/A596567E-9564-4507-8D6C-404D0DB779D4.htm>.

2 אנגלים הם בדרך כלל יזמים לשעבר או בכירים בתעשייה המשקיעים בשלב ה-pre-seed. הם משקיעים בממוצע סכום של \$300,000 (נתון השוואתי לשנת 2014). ראו: <https://www.fundivo.com/>; וכן Wong, "Angel finance: The other venture capital." (2002) 941228. להשקעה של אנגלים יש יתרון נוסף במשך הליך ההשקעה - בניגוד להשקעה של קרן הון-סיכון, שעשויה לקחת מספר חודשים, בדיקת הנאותות שמבצעים אנגל בהליך ההשקעה אורכת כ-51 שעות בממוצע בהשקעה של אנגל בארה"ב, מה שמביא להזולה משמעותית בעלות גיוס ההון ביחס להשקעה של קרן הון-סיכון. ראו: <http://www.statisticbrain.com/angel-investor-statistics/>.

3 כפי שייטען בהמשך, קביעת מנגנוני ממשל תאגידי נכון כבר בשלביה הראשונים של החברה תביא לחיסכון משמעותי בעלות של קביעת ממשל תאגידי נכון בשלבים מאוחרים יותר של החברה, וגם תקל על הליך הסדרת הממשל התאגידי הנכון של החברה.

4 כפי שייטען בהמשך, קביעת מנגנוני ממשל תאגידי נכון כבר בשלביה הראשונים של החברה תביא לחיסכון משמעותי בעלות של קביעת ממשל תאגידי נכון בשלבים מאוחרים יותר של החברה, וגם תקל על הליך הסדרת הממשל התאגידי הנכון של החברה.

של בעלי המניות בחברה בשל הקצאת של מניות, אנ"ח, אופציות או מכשיר הוני אחר.

באירוע הדילול, ובפרט כזה שמפעיל הגנות מפני דילול, מתחיל להיווצר החיכוך העיקרי בין המשקיעים המאוחרים, המשקיעים המוקדמים והיזמים. כך למשל, משקיע הון-סיכון שמבצע את ההשקעה שלו בשלב מתקדם יחסית (לאחר השקעת ה-Seed), עשוי לדרוש הגנה מפני דילול בשלבים המימון המאוחרים יותר, ובכך למעשה לדלל את היזמים והאנג'ל באופן משמעותי.⁶ אחד החששות העיקריים שנובעים מכך הוא צמצום אפריורי של רצון האנג'לים להשקיע, דבר פטאלי עבור החברה (שכן ללא השקעת האנג'ל, לרוב החברה לא הייתה מצליחה להגיע לשלב הניוס המוסדי הראשון). כמו כן, דילול של משקיעים מוקדמים בעקבות סבבי מימון מאוחרים עשוי גם לפגוע בקרנות הון-סיכון המשקיעות בסבבים הראשונים (Chernova, 2011). למעשה, אחת התוצאות שנוצרות היא הכללת תניות "שלם עבור השתתפות" (Pay-to-Play) בתקנון החברה, לפיה אם המשקיעים המוקדמים לא מצליחים לגייס את ההון הנדרש על מנת להשתתף בסיבוב המימון המאוחר, ייתכן כי מניות הבכורה שלהם ימרו למניות רגילות והם יאבדו את הזכויות הצמודות להם (לצד אובדן הגנת הדילול), או שיתבצע גיוס במחיר למניה נמוך יותר שיביא לדילול החזקתם בחברה.

אחד הפתרונות במצב זה קיימים בסֶפֶרֶת הממשל התאגידי. מקרה קצה אופייני שנוטה לייצר חיכוך בקרב בעלי המניות ובינם לבין היזמים הוא אירוע Down Round, שבמסגרתו המחיר למניה שמוצע למשקיעים הוא נמוך מהמחיר למניה בסבב ההשקעה האחרון בחברה (Forbes, Korsgaard and Sapienza, 2010). הטלת האחריות על יישום סיבוב Down Round על הדירקטורים הבלתי מעורבים הוא מודל שנועד למנוע מצב של תלונות מקרב בעלי המניות על קבלת החלטות נגועות בעניין אישי (Yokum, 2008). במודל זה, הדירקטוריון עשוי להקים ועדה מיוחדת אד-הוק שתורכב מדירקטורים בלתי מעורבים שידונו בשאלת ה-Down Round.

6 חשוב לציין כי לאור העובדה שקרן הון-סיכון משקיעה סכומים הגדולים בצורה משמעותית מאלו של המשקיעים הפרטיים (האנג'לים) היא דורשת לרוב, לצד השקעתה, אמצעי הגנה להשקעתה מפני דילול עתידי, כאשר הקרן נמצאת בפוזיציה טובה יותר מהאנג'ל לאור גובה ההשקעה ואחוז החזקתה בחברה (והצורך הקריטי של החברה בהשקעה ע"י הקרן).

הון-סיכון (לרוב, כנגד הקצאה של מניות בכורה⁵), ומתבצעת בדיקת נאותות לחברה. חשוב לציין כי הליך בדיקת הנאותות מביא להשתתפות סכומים גדולים על החברה; כך למשל, במסגרת הליך בדיקת הנאותות עשויה הקרן לדרוש שינויים מבניים, לצד הגברת הפיקוח על דירקטוריון החברה, באופן שמביא להתייקרות בעלויות פעילות החברה (ניגרי ופירסט, 2003). זאת בנוסף לעובדה שהליך גיוס ההון עשוי להימשך מספר חודשים, שבמהלכם הפעילות העסקית של החברה נפגעת בשל מעורבות מרבית הגורמים בחברה בהליך הגיוס (Nesheim, 2000).

הטמעת ממשל תאגידי בשלבים מוקדמים יותר בחברה עשויה להביא להזולה משמעותית בעלויות העסקה בגיוס ההון, ע"י צמצום משך בדיקת הנאותות, השינויים והמבניים והצורך של המשקיעים לקביעת מנגנוני הגנה במסמכי ההשקעה (Saravia and Chen, 2008). כמו כן, הטעמה מוקדמת של ממשל תאגידי מומלץ עשויה למנוע צורך בתיקון מבנה תאגידי כושל או לא יעיל בשלבים מתקדמים יותר של החברה (הליך אשר עשוי להיות יקר ומורכב יותר).

ב.1. מערכת היחסים בין המשקיעים בתהליכי מימון חברת ההזנק

מאחר ואנג'לים מצטרפים לחברה בשלב מימוני מוקדם יחסית (שנועד לרוב לגשר על הפער המימוני בין שלב ה-Seed לשלב הניוס המוסדי), תצטרף קרן הון-סיכון הקשורה למשקיע האנג'ל או כזו שנמצאת במערכת יחסית חיובית עימו (Stanco and Akah, 2005). כך למשל, העובדה שקיים משקיע בחברה מצמצמת את משך והיקף בדיקת הנאותות שנדרשת קרן הון-סיכון לעשות על חברת ההזנק (Chemmanur and Zhaohui, 2006).

השפעת דילול על מערכת היחסים: חברה – משקיעים קיימים – משקיעים חדשים

תהליך הדילול הוא מנגנון מימוני שקורה באופן טבעי בהליך המימון בחברה. במסגרת ההליך מדוללת ההחזקה

5 מניות בכורה הן מניות שמקנות לבעליהן (במרבית המקרים) זכויות עודפות, הן באירועי חלוקה (חלוקת דיבידנד או חלוקה בעין), לעיתים מאפשרות מינוי דירקטורים וכן מקבעות מנגנוני הגנה, דוגמת זכויות וטו על החלטות עסקיות מהותיות בחברה. ראו: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/10/25/preferred-stock-minority-investments-in-the-private-equity-context>

הדירקטוריון – תפקידיו ושינויים בהרכבו במסגרת גיוסי הון

לאופי הדירקטוריון והרכבו בחברת הזנק ישנם מספר מאפיינים ייחודיים. ראשית, התכנסות לאספות דירקטוריון בחברות הזנק נעשות באופן תדיר יחסית לחברות רגילות – פעם בחודש בערך, ובדרך כלל מתבצעות באופן אלקטרוני או טלפוני. שנית, התדירות של גיוסי ההון בחברה, שבמסגרתם מצטרפים לדירקטוריון חברות הזנק נציגי המשקיעים, מביאה לשינוי תדיר בהרכב הדירקטוריון ולתנודות בעמדת הכוח במערכת היחסים מייסדים-משקיעים.

הדירקטוריון בחברת הזנק, שהוא האורגן העיקרי בניהול ופיקוח על הממשל התאגידי בחברה (Garg, 2013), יכול לשמש מנוע צמיחה חזק ואיכותי, אך באותה מידה יכול להיות מסוכן. כך למשל, בנקודות קריטיות בחיי החברה – החלטה על תהליך מימון או החלטה על מיזוג, חשוב שהדירקטוריון יהיה גורם איכותי שסייע לחברה לקבל את ההחלטה הנכונה ביותר עבורה. לכן חשובה בחירה נכונה של חברי הדירקטוריון, בין היתר על ידי מינוי דירקטור חיצוני בלתי תלוי שנאמנותו תהיה לחברה ולא למייסדים או למשקיעים.⁷ בעניין זה, חשוב להדגיש כי בהיותו בלתי תלוי, הדירקטור החיצוני יכול מחד לשמש כמנטור למייסדים בחברה, ומאידך לשמש כגורם מתווך בין המייסדים למשקיעים לפתרון אי הסכמות. יתר על כן, לדירקטורים חיצוניים יש יתרון מהותי נוסף – הם יכולים לשמש כיועצים בתחומים שבהם חסרה למייסדים מומחיות (דוגמת שיווק, מכירות וכדומה) (Feld and Ramsinghani, 2013).

לצד הסיוע למנהלים-יוזמים, מוטלת על הדירקטוריון אחריות לשקף את האינטרסים של המשקיעים (בר-מור, 2009). כך למשל, פורום הדירקטורים בישראל⁸ מגדיר את תפקיד הדירקטוריון בחברות הזנק כמאזן בין הצורך לייצג את המשקיעים בחברה ובין החשיבות של תרומה מניסיונו של הדירקטור לניהול החברה, וגם משקיעי ההון-סיכון מייחסים לתפקיד הדירקטוריון חשיבות רבה כגורם בקרה וצמיחה בחברה.

7 ראו Feld and Ramsinghani, בעמ' 49-63 וראו: "דירקור סטארט-אפים: 5 טעויות קשות במינוי דירקטורים" גלובס <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000840423> (01.05.2013)

8 פורום הדירקטורים בישראל מהווה פורום ציבורי-מקצועי, שנועד לקדם ולשפר את רמת הביצועים והתפקוד של דירקטוריונים עסקיים ובלתי עסקיים בישראל. ראו: <http://www.director.org.il/>

לאורך שלבי המימון של החברה מתגברת הבעיה של הרכב הדירקטוריון ואופיו לאור ריבוי המשקיעים – מאחר שריבוי משקיעים מביא לריבוי של דירקטורים המייצגים קבוצות בעלי מניות ואינטרסים שונים ובעלי זכויות שונות. פתרון אפשרי הוא פיקוח מרוכז של בעלי המניות באמצעות דבוקת שליטה (Maher and Andersson, 2000). מנגנון זה מאפשר להתגבר הן על ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות בעלי זכויות שונות, והן למנוע היווצרות של "טרמפיסטיות" (Free-Riding) של בעלי מניות שנהנים מפיקוח שנעשה על ידי אחד מבעלי המניות בחברה.⁹ עם זאת, חשוב לציין שדבוקת שליטה בחברה יכולה גם לייצר תופעה של "ערציות רוב" (Majority Tyranny), בפרט על חשבון בעלי מניות המיעוט בחברה (Maher and Anderson, 2000), למשל על ידי קביעת זכויות הצבעה מועדפות, זכויות באירועי חלוקה וכדומה.

היבטי ממשל תאגידי בתהליך המימון

כפי שצוין לעיל, לא פעם נוצר מצב שבו כבר במועד בדיקת הנאותות, קרנות ההון-סיכון מעורבות באופן משמעותי בקבלת ההחלטות החשובות בחברה, ובהן פיקוח על הפיתוח, גיוס כוח אדם ומעקב אחר ביצועי ההנהלה. מצב זה מחייב יצירה של ממשל תאגידי איכותי ויעיל כבר מנקודה זו ממספר טעמים. לדוגמה, חוסר הניסיון של המייסדים בהתנהלות מול דירקטוריון וכן הדרישות המשתנות של הדירקטוריון לאורך חיי החברה מביאים לקושי ביעילות הממשל התאגידי (McRitchie, 2013). כתוצאה מכך ישנה עלייה בעלויות ניהול החברה בשל פערי מידע בין המשקיעים ובין הנהלת החברה.¹⁰ יישום מקדים של ממשל תאגידי איכותי בחברה יקטין את החשש של משקיעים קיימים

9 כמו כן, כיום בחברות רבות בעלי מניות חותמים על כתיב הצבעה (proxy) שלפיו הם ממחים את זכות ההצבעה שלהם למנכ"ל או ליו"ר החברה. מנגנון זה מקטין את החיכוכים בין בעלי המניות ומגדיל את היעילות והמהירות של קבלת החלטות בחברה שנעשות במהלך העסקים הרגיל (עם חריגים דוגמת הקצאת מניות, גיוס חוב וכדומה).
10 כך למשל, הוכח כי ממשל תאגידי מומלץ מביא לירידה בעלויות הכרוכות בגיוס הון, בעיקר כתוצאה מהקטנת פערי המידע. ראו: Bar-Hava, Keren and Katz, Roi, Regulation and Corporate Governance in Private Companies – An Empirical Analysis: Amendment 17 to the Companies Law – A Light Unto the Nations or a Bureaucratic Burden (October 8, 2014). Available at SRN: <https://ssrn.com/abstract=2507160> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2507160>

מקבלת החלטות בחברה, באופן שמקדם את האינטרסים של משקיעים חדשים על חשבון משקיעים קיימים.

נכון לציין כי הטמעת כללי ממשל תאגידי רצוי כבר בשלב המימון עשויה להביא להפחתה של בעיית הנציג. לעניין זה, Bhojraj ו-Sengupta מצאו כי ככל שהממשל התאגידי בחברה ציבורית יעיל יותר, כך העלויות הכרוכות בניוס חוב נמוכות יותר, והפיקוח על החברה נעשה יעיל יותר – מה שמביא להפחתה של בעיית הנציג.¹¹

כמו כן, חשוב לציין כי על אף שקיימת בעיית נציג מובהקת בניהול חברת הזנק לאחר גיוס הון חיצוני, משקיעים חיצוניים לא "כובלים" את פעילות החברה לפי רצונם ולא קובעים תניות וטו במסגרת מסמכי ההשקעה (למעט בקרות אירועים חריגים שאינם במהלך העסקים הרגיל של החברה), מתוך הבנה שהמייסדים ומנהל החברה הם בעלי היכולת האפקטיבית ביותר לקבוע את השימוש בהון החיצוני לצורך השאת רווחי החברה ובעלי מניותיה (Maher and Anderson, 2000).

ג. מערכת יחסים משקיע-יזם

ניהול ושליטה בחברת הזנק – היבטים פסיכולוגיים

מערכת יחסים חיובית בין משקיעים ובין יזמים היא קריטית בתהליך מקסום ערך החברה בהתהוותה וקידום צמיחתה (Alqatawni, 2013). עם זאת, לעיתים נוצר מצב של קונפליקטים בין המשקיעים לבין היזמים, בין היתר לאור יעדים שונים ונישות שונות לניהול החברה. ההשלכות עשויות להיות הרסניות – מבזז זמן בהגעה ליעדים אסטרטגיים, התעלמות מסכנות שעשויות להיות פטאליות לארגון, ואף סכנה לכפייה של מכירת החברה (Broughman and Fried, 2012).

11 תהליכים אלו קורים, בין היתר, ע"י מניעת ריכוז השליטה ע"י מנהלי החברה שעשויים לתעדף רווחים נבזזים בטווח הקצר על חשבון רווחיות בטווח הארוך לבעלי המניות. מספר מודלים שהוצעו לצמצום ריכוזיות השליטה, ובהם הגדלת מספר בעלי המניות המוסדיים וצמצום מספר הדירקטורים שהם נושאי משרה בחברה. Bhojraj, S., and Sengupta, P., (2003), "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors". The Journal of Business, Vol. 76, No. 3, pp. 455-475

כמו כן, ניתן לראות שלאור קיומה של בעיית הנציג, אם הפיקוח על הנהלת החברה הוא רופף (למשל, כאשר למשקיעים אין נציג בדירקטוריון החברה) או אם האינטרסים של בעלי המניות בחברה לא באים לידי ביטוי בפעילות החברה, בעלי מניות עשויים לעשות מניפולציות בחברה (Value Extraction) במטרה להגדיל את שליטתם על חשבון בעלי מניות אחרים, נושים או בעלי עניין אחרים בחברה (Saravia and Chen, 2008).

כמו כן, ממחקרו של ד"ר בריאן ברוהמן עולה כי חלק מהסיבות למתיחות בין המשקיעים ליזמים נובע מתפיסתם מהי "הצלחה" של החברה. בעוד שהיזם עשוי להיות מרוצה מעצם השקת המוצר או השירות של החברה לציבור הרחב, המשקיע מחפש החזר על השקעתו במכפילים שיצדיקו את ההשקעה (Broughman, 2008).

מסיבות אלו, בעלי מניות קיימים בחברה נוטים להעריך את הממשל התאגידי בחברה כאינדיקטור לביצועי החברה ולסיכון הכרוך בהשקעה בחברה ובפעילותה (Zhu, 2009).¹² כך, ממשל תאגידי איכותי בחברה הוא בעל השפעה חיובית גם ביחס למשקיעים עתידיים, שכן החברה "מקרינה" כלפי משקיעים עתידיים שהיא פועלת בשקיפות, ובשל כך מקטינה את החשש (והעלות) של משקיעים עתידיים. לצד זאת, וכפי שנגזר ממחקרה של Feifei Zhu, חשוב להדגיש כי היתרון בהצגת החברה למשקיעים כבעלת ממשל תאגידי איכותי הוא אליה וקוץ בה, שכן החברה עשויה להעביר מסר למשקיעים שהיא נואשת לגייס כספים ומוכנה להציג ממשל איכותי מלאכותי לצורך כך.

ניהול ושליטה בחברת הזנק – היבטים תאגידיים

המעורבות של בעלי מניות הבכורה (שהן קרנות ההון-סיכון) היא כה דומיננטית, עד שהם מהווים חלק אינטגרלי בניהול חברת הזנק, בעיקר בצמתים אסטרטגיים (הסכמים מסחריים משמעותיים, גיוסי הון ואף העסקת עובדים בכירים). הסיבה לכך נגזרת, בין היתר, מהתרומה

12 בעניין זה חשוב לציין כי מכיוון שהטמעת ממשל תאגידי מומלץ בחברות אג"ח מביאה להפחתה בעלות גיוס ההון בחברה, נמצא כי הפחתה של 1.52% בעלות ההון מביאה לעלייה של כ-22% בשווי החברה.

מוסדית לשווי המניות המוחזקות באותה עת על ידי המייסד, ומבחינה חוזית לגובה סכום ההשקעה שלו.

ב. יתרונות בניהול על ידי משקיעי הון-סיכון

משקיעי הון-סיכון הם בדרך כלל בעלי ידע נרחב בהקמה וניהול של חברות הזנק, ולעיתים גם בתעשייה שבה פועלת חברת הזנק. הם יכולים להקטין את פער המידע הקיים אצל היום, למשל לגבי היתכנות רישום הטכנולוגיה כפטנט או ניתוח מתחרים, על ידי ביצוע הפיקוח והניהול עצמו. בפועל אכן ניתן לראות שקרנות הון-סיכון משקיעות זמן רב בפיקוח אקטיבי על החברות שבהן הן משקיעות, והן משמעותית יותר משאר בעלי המניות בחברה (שם).

הנושא של מימוש ההשקעה הוא חשוב במעורבות של קרן הון-סיכון בניהול חברת הזנק. מצד אחד, הניסיון הרב של הקרן יכול לסייע לנידול מהיר בשווי החברה, בין היתר בשל פיזור ההשקעות של קרנות הון-סיכון על פני חברות רבות (Nesheim, 2000). מאידך, קיימת התנגשות בין האינטרסים של המייסדים (לרוב מעדיפים מכירה מאוחרת כדי לאפשר המשך צמיחה של החברה), לבין אנגלים (מחפשים החזר השקעה) וקרן הון-סיכון (עשויים לקדם אסטרטגיית יציאה מוקדמת בשל לחצים כספיים בקרן ורצון להקטין סיכון במעורבותם בחברה).

ג. דרך ביניים - נוסחת מעורבות בין מייסדים למשקיעי הון-סיכון

במאמרו, אמבק מבטא את חלוקת התפקידים הנכונה והיעילה בין היוזמים לבין משקיעי הון-סיכון בדמות של "שליטה תלויה מצב" (Ambec, 2004) לפיה ככל שהתשואה המשוערת נמוכה יותר או שגובה המימון משמעותי יותר, כך מידת המעורבות של המשקיע עולה, וההיפך. כך, העברת השליטה והניהול בחברה צריכה להיות פקטור של החזר הצפוי על ההשקעה - ככל שהוא גבוה יותר, כך יש יתרון כלכלי למשקיע בהעברת השליטה למייסד, וההיפך (Kaplan and Stromberg, 2000).

למעשה, נראה כי העיקרון הזה מתכתב עם רעיון הממשל התאגידי המומלץ, זאת מתוך הנחה כי ללא מנהלים מקצועיים בחברה היום עשוי לקבל החלטות מוטעות, למשל לא לניסח חוב או לא להסתייע במנהלים מקצועיים (Ambec, 2004). משכך, יצירת ממשל תאגידי נכון יפחית

המשמעותית של משקיעי הון-סיכון בהכוננת החברה, מאחר שהוא זכאי לנציגות בדירקטוריון. פעולה זו נועדה לשתי תכליות עיקריות: הראשונה, אפשרות למשקיעי הון-סיכון לפקח על השקעתו, כאשר בדרך כלל משקיעי הון-סיכון דורשים לקבל זכות וטו (בדירקטוריון או כבעלי מניות) לגבי החלטות שעשויות לפגוע בהם, דבר הנובע לרוב מחוסר הניסיון של היוזמים. שנית, ואף חשוב מכך, הדבר מאפשר למשקיעי הון-סיכון לתרום לחברה מניסיונו על ידי הדרכה והכונה של קבלת החלטות בדירקטוריון (גייגר ופירסט, 2003).

כך, לאור העובדה שקצב הצמיחה של חברות הזנק הוא מהיר מטבעו, ככל ששלב גיוס הון של החברה מתקדם יותר, כך גם מתרחבת מחויבות החברה למשקיעים.¹³ עם זאת, ניתן לראות כי כחלק מיצירת זכויות השליטה והדייחוח בחברה (תהליך התגבשות ממשל תאגידי בחברה), חל תהליך של יצירת מבנה הון שמטרתו לקרב בין האינטרסים של המנהלים לבין אלו של המשקיעים, באמצעות יצירה של מערך הסכמים מתאים (שם).

א. יתרונות בניהול על ידי היוזמים-המייסדים

חברות הזנק מאופיינות כיום במייסדים שהם יזמים צעירים המחפשים לנצל את החידוש הטכנולוגי שמצאו כדי לקדם את חזונם. הבעיה העיקרית של היוזמים הוא חוסר בניסיון, בתקצוב, במשאבי אנוש, במימון ובמידע על ממשל תאגידי נכון (Early Stage Tech Boards, Board governance for early stage technology companies (n.d.)). עם זאת, המייסדים הם לרוב מומחי תוכן, ובעלי ידע מדויק יותר מהמשקיע על התכונות והאיכות של המוצר החדש בשלבי הפעילות הראשוניים של החברה (Ambec, 2004).

ניתוח כלכלי של ניהול חברת הזנק מראה כי בשלבי המימון הראשונים של החברה יש יתרון מובהק לניהול על ידי המייסד, מאחר שפערי המידע על המוצר, השוק ועלויות הפיתוח מביאים לעלויות גבוהות בשיתוף ניהול החברה על ידי המשקיע (שם). יותר מזה, לאור מגבלת האחריות של המייסדים, שמוגנת תחת מעטה של חברה בעירבון מוגבל, יכולת הפירעון של המשקיע מהמייסד מוגבלת מבחינה

13 על עניין זה ניתן ללמוד משיטתה של חביב-סגל, הטוענת כי סעיף 11 לחוק החברות מעגן את חובת האמון של החברה כלפי בעלי המניות. ראו: חביב-סגל, בעמ' 73.

את התמריצים של היום-מנהל לקבל החלטות שאינן נכונות עבור החברה ובעלי האינטרסים בה.

באמצעות מעורבות אקטיבית בדירקטוריון החברה, המשקיעים יכולים להיות מודעים יותר לפעילות החברה, וכך הם נמצאים בעמדה טובה יותר לקבל החלטות אסטרטגיות. דוגמה למוזל זה באה לידי ביטוי כפונקציה למשך הפרויקט, מורכבותו ומינפוז; ככל שההשקעה נמוכה יחסית או ששיעור ההחזר גבוה יחסית, השליטה נותרת אצל היום. עם זאת, כאשר ההשקעה עוברת סף מסוים או ששיעור ההחזר נמוך מסף זה, השליטה עוברת למשקיע (Kaplan and Stromberg, 2000).

לצד זאת, חשוב לציין כי לפתרון של נוסחת המעורבות, לצד הפתרונות ה"קלאסיים" לבעיית התנהגות אופורטוניסטית בדירקטוריון ובקבלת החלטות, ישנם שתי מנגולות עיקריות: מחד – מ"מ מחודש שאינו יעיל, שכן הוא תלוי בעיקר בנקודת המיקוח של היום אל מול המשקיעים (Broughman, 2008). מאידך – שליטה תלויה מצ מוגבלת לאור הקושי המשמעותי ביהוי נקודות המעבר בשליטה.

ד. החשיבות של ניסוח כללי ממשל תאגידי מומלץ לחברות פרטיות

אף שלרוב כללי ממשל התאגידי המומלץ בעולם חלים על חברות ציבוריות, בדוח ועדת גושן נכתב כי "...במדינות רבות הקודים משמשים להנחיית ארגונים ותאגידים אחרים בהם יש לציבור עניין, ולעיתים העקרונות מאמצים אף על ידי ארגונים פרטיים לחלוטין".

כמו כן, ניתן לראות שקיימת מגמה בעולם הקוראת לאימוץ של כללי ממשל תאגידי על ידי חברות פרטיות. למשל, המכון האוסטרלי לדירקטורים בחברות (AICD) פרסם מדריך לדירקטורים בנושא ממשל תאגידי בחברות פרטיות (Australian Institute of Company Directors, n.d.). המדריך מציין כי על אף שעמידה בקוד הממשל התאגידי נדרש מחברות ציבוריות בלבד, יש בו כדי להוות סטנדרט לממשל תאגידי נכון גם בחברות

פרטיות. לדוגמה: חלוקת תפקידים ברורה, ניהול סיכונים מחושב, ושקיפות לעובדים, לבעלי מניות ולבעלי עניין בחברה.

גם בארץ ניתן לראות שישנה מגמה הקוראת לאימוץ כללי ממשל תאגידי לחברות פרטיות (כהן, 2018).

במדריך שנכתב בשנת 2010 על ידי פירמת ראיית החשבון Deloitte עוגנו מספר כלים יישומיים לבעלי מניות ודירקטורים בדבר ממשל תאגידי רצוי לחברות שאינן רשומות למסחר; אחד הדברים הבולטים במדריך הוא הביקורת נגד היעדר הסדרת ממשל תאגידי רצוי לחברות שאינן רשומות למסחר כחלק מחוקי חברות בבריטניה בפרט ובאירופה בכלל. לשיטתם, לכינון ממשל תאגידי בחברות פרטיות יש מספר מטרות ויתרונות:

ראשית, על אף שחברות פרטיות לא נדרשות לכללים ורגולציות בפעילותן, הרי שכללי ממשל תאגידי יהוו עבורן שְׁלֵד לפעילות החברה, שיעניק ערך לפעילותה העסקית ויבטיח את הישרדותה ארוכת הטווח (Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK- An initiative of the IoD and ecoDa (2010)).

שנית, שיפור איכות הממשל התאגידי בחברות פרטיות הוא בעל פוטנציאל להגדיל את הפרודוקטיביות של החברות והגדלת מקומות העבודה במשק (McCahery, 2006).

שלישית, והגורם החשוב ביותר לחברות הזנק: כינון ממשל תאגידי רצוי הוא קריטי בשלבי המימון של החברה כאשר היא פונה למשקיעים ולקרנות הון-סיכון. יש לכך מספר סיבות: ראשית, הסתמכות על גורמי מימון חיצוניים יחייבו אימוץ של מסגרת ממשל תאגידי נוקשה יותר, ובפרט כאשר המשקיעים דורשים שליטה יעילה במושא השקעתם. שנית, העלויות הגבוהות בתהליך המימון מחייבות יישום ממשל תאגידי כבר בשלבי גיוס הון מוסדי ופרטי שיביא לניהול פיננסי יציב יותר וגם עשוי להקטין את עלויות המימון. לבסוף, המורכבות של תהליך ההשקעה, שנדון לאורך מסה זו, בא לידי ביטוי גם בצורך להסדיר מערכות יחסים סבוכות בין בעלי שליטה רבים בחברה שיש להם אינטרסים שונים.

בחנית הישימות של כינון ממשל תאגידי רצוי בחברות הזנק

א. הבעיות ביישום של כללי ממשל תאגידי בחברות הזנק

ההצעה להטמיע ממשל תאגידי איכותי בחברות הזנק היא בעייתית במספר מובנים:

הראשון, הצורך של חברות הזנק בגמישות ביישום של עקרונות ממשל תאגידי. למשל, חברות הזנק נדרשות למספר החלטות דירקטוריון רב יותר מחברות פרטיות אחרות (ובפרט חברות ציבוריות) כאשר הישיבות וההחלטות נעשות באופן אלקטרוני. לכן קביעת מנגנונים ודרישות גילוי מידע בכל עת שנדרשת החלטת דירקטוריון עשויות להשית עלויות גבוהות מאוד על חברות אלו.

השני, ההצעה לשפר את איכות הממשל התאגידי על ידי הגדלת מספר אספות הדירקטוריון עומד בסתירה למגמה המגמה השלטת בקרב יזמים המבקשים להימנע או לצמצם כינוס של דירקטוריון החברה בנושאים שאינם טעונים אישור הדירקטוריון על פי דין או על פי תקנון החברה.

השלישי, מחזור הפעילות של חברת הזנק קטן בצורה משמעותית מזה של חברה ציבורית, ולכן ההצדקה להעסיק צוות ניהול מקצועי שיכול לסייע לחברה להטמיע ממשל תאגידי איכותי, נמוכה יותרו (לרוב חברות הזנק יסתמכו על יועצים חיצוניים ובתחומים הכרחיים בלבד, עורכי דין ורואי חשבון, ובהיקף מתן שירותים נמוך ככל הניתן (לרוב בריטיינר), בעוד שחברות ציבוריות לרוב עושות שימוש במומחים לניהול סיכונים ויועצים כלכליים כדי לבחון הטמעת ממשל תאגידי איכותי).

הרביעי, ההצעה להטמיע ממשל תאגידי איכותי בחברות הזנק מתבסס על הנחה של כשל-שוק שלא ייפתר באופן אורגני על ידי כוחות השוק (ובעיקר משקיעים). למשל, המדיניות השלטת בהשקעת הון-סיכון היא הכללת סעיפי הגנה במסמכי ההשקעה, שמכוחם המשקיעים יכולים (במידה מסוימת) לפקח על הפעילות של חברות הזנק ולהטיל וטו במקרים מיוחדים.

ב. הבעייתיות בממשל התאגידי הקיים בחברות הזנק
ראשית, במרבית חברות הזנק בתחילת דרכן, הדירקטוריום ובעלי המניות יהיו בעלי עניין אישי כלשהו במרבית ההחלטות

בחברה. למשל, כאשר בן משפחה של אחד המייסדים מעוניין בהשקעה בחברה בשלביה הראשונים, ההחלטות במוסדות החברה השונים ידרשו להיעשות תוך הסדרת עניין אישי זה.¹⁴ מצב זה מהווה ממשל תאגידי נחות, שכפי שנטען לעיל מביא לעלייה בעלות ניוס ההון וירידה בשווי החברה.

שנית, בעיית הנציג הקלאסית (שבאה בחברות הזנק באופן משמעותי יותר מאשר בחברות פרטיות אחרות). הבעיה נוצרת בדרך כלל כאשר החברה נכנסת לשלב הגיוס המוסדי. מבחינת דיני החברות הרגילים, ניתן לראות כי למעשה הן קרן הון-סיכון והן משקיע האנגל נמצאים במיעוט קיצוני אל מול היזמים, כאשר ההגנות הסטטוטוריות על מיעוט, דוגמת סעיף 270 לחוק החברות, אינן חלות, ובפרט מאחר שמדובר בחברה פרטית שעליה לא יחול סעיף 270(4). הפתרון הקיים כיום בשוק הוא דרישה של קרנות הון-סיכון לתניות הגנה חוזיות המעניקות למשקיע, בין היתר, סמכות להטיל וטו בקבלת החלטות מהותיות בחברה (Walker, 2011). כך למשל, גם במצב שדירקטוריון החברה מאשר החלטה, לעיתים יידרש אישור של אחוז מסוים מבעלי מניות הבכורה כחלק מסעיפי ההגנה.

מצב זה יכול לייצר בעייתיות מובנית של "ניצול" מאחר שקרן הון-סיכון, ששותפיה נוטים להיות משקיעים מנוסים, עשויה לנצל את המשקיעים הלא מנוסים (לרוב אנגלים) מבחינת התנאים שהקרן דורשת (זכויות מידע, וטו, מינוי דירקטורים וכדומה) וכן לקדם החלטות שעשויות לסחוט רווח פרסונאלי עבורם על חשבון החברה (Broughman, 2008).

הפתרונות ה"קלאסיים" לבעיית התנהגות אופורטוניסטית בדירקטוריון ובקבלת החלטות אינם יעילים לרוב מאחר שמו"מ מחודש עם המשקיעים אינו יעיל, שכן הוא תלוי רבות בנקודת המיקוח של היזמים אל מול המשקיעים.

מנגנונים ליישום ממשל תאגידי בחברות הזנק

א. מדדי לאוטרבך ושחמון לממשל תאגידי רצוי:

מספר חברי הדירקטוריון – בדרך כלל מספר חברי הדירקטוריון בחברות הזנק יהיו שלושה עד חמישה

14 ראו לעניין זה את סעיף 270 לחוק החברות.

(Hamadeh and Dinow, 2016). בהתאם למדד לאוטרכך ושחמון, ככל שמספר הדירקטורים בדירקטוריון גדול יותר, כך קטן איכות הממשל התאגידי שלו. מספר הדירקטורים המומלץ לחברה הוא 6-9 דירקטורים (יותר ממספר הדירקטורים האופייני בחברות הזנק) (לאוטרכך ושחמון, 2009).¹⁵

צמצום מספר הדירקטורים שהם בעלי שליטה¹⁶ - בראשית דרכה של החברה, הדירקטוריון מורכב רק מבעלי שליטה. לאורך הליך מימון החברה, אחוז הבעלות של המייסדים מדולל עם הנפקת מניות למשקיעים, והבעלות עוברת למשקיעי ההון-סיכון שמקבלים נציגות בדירקטוריון. לאוטרכך ושחמון מצאו כי בעלי שליטה בדירקטוריון מפחיתים מיכולת הבקרה והפיקוח שלו על הנהלת החברה. מאידך, חשוב לציין דירקטורים מטעם קרן ההון סיכון הם לחוב בעלי ניסיון רב ועל כן לעיתים עשויים להיות בעלי ערך רב בצמתים אסטרטגיים של קבלת החלטות בחברה.

מניעת כהונה כפולה של מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון - כפי שצוין ונדון לעיל, בתחילת חיי חברת ההזנק המנכ"ל יהיה בדרך כלל גם יו"ר הדירקטוריון (Early Stage Tech Boards, Splitting the Roles of Chairman and CEO, n.d). החל משלב הגיוס המוסדי, ישנה בחברות הזנק נטייה להעביר את תפקיד היו"ר לנציג המשקיעים, על מנת שינווט את החברה בשלביה המתקדמים יותר.

שיעור הדירקטורים בדירקטוריון שהם עובדי תאגיד - מאחר שדירקטורים שהם גם עובדים בחברה עשויים לשמש כ"בובות" בידי הנציגים של המשקיעים המוסדיים (בין היתר מאחר שאישור תנאי העסקתם נתון לאישור הדירקטוריון), מדד לאוטרכך ושחמון מצא כי ממשל תאגידי רצוי דורש להימנע מקיומם של עובדי התאגיד בדירקטוריון.¹⁷

שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית - בעוד שאין כל חיוב סטטוטורי כלשהו לקיומו של דירקטור בעל מומחיות פיננסית בחברת הזנק¹⁸, ישנו יתרון משמעותי בכהונת דירקטור בעל מומחיות חשבונאית בדירקטוריון חברת הזנק, בין היתר לאור העובדה שדירקטור בעל מומחיות חשבונאית יכול לחסוך הוצאות משמעותיות על יועצים פיננסיים חיצוניים לגבי פעולות במהלך העסקים הרגיל של החברה (Levine, 2013). לפי מדד לאוטרכך ושחמון נדרש כי לפחות 37% מהדירקטורים יהיו בעלי מומחיות פיננסית כדי לקיים ממשל תאגידי רצוי.

ב. יישום פרקטיקות נהוגות בתעשייה כנוהג מחייב בחברת הזנק

בפרקטיקה ישנם מספר מנגנונים שנועדו להתגבר על הכשלים במערכת היחסים בין משקיעים ליוזמים, ובמשקיעים - בינם ובין עצמם. עם זאת, המנגנונים הללו אינם מספקים פתרונות מלאים לכשלים (Maher and Anderson, 2000), ואף עשויים להביא לעלויות עסקה גבוהות בגיוס הון ובפגיעה בשיתוף פעולה בניהול חברה שלעיתים מביאה להרס החברה. משכך, קוד ממשל תאגידי מומלץ, אשר מעגן מכלול של מנגנונים שמאפשר להתגבר על מרבית הבעייתיות הכרוכה בממשל תאגידי חלש, הוא הפתרון הטוב ביותר.

דירקטורים חיצוניים - אחד מעקרונות ממשל התאגידי רצוי בדו"ח ועדת גושן, אשר החל להיות נפוץ גם בקרב חברות הזנק, הינה הדרישה למנות שני דירקטורים חיצוניים (דח"צ). עם זאת, לאור העובדה שכוחם של הדח"צים תלוי במספר חברי הדירקטוריון, הוצע להרחיב את מספר הדח"צים למחצית מחברי הדירקטוריון בחברה שאין בה "דבוקת שליטה" ולכשליש מחברי הדירקטוריון בחברה בעלת "דבוקת שליטה". ניתן לראות כי גישה זו אף זוכה למשנה תוקף בגישתו של Brian Broughman שטען כי שילוב דירקטורים עצמאיים, מנגנון שנהיה נפוץ יותר בקרב חברות הזנק, תביא לפתרון בעיית התנהגות אופורטוניסטית בדירקטוריון. זאת, מאחר ודירקטור עצמאי מהווה קול מכריע במצב של קונפליקט בהחלטה של הדירקטור מטעם היוזמים לזה מטעם קרן ההון-סיכון.

18 זאת לאור הדרישה לדירקטור בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית המופיעה בתקנות החברות (תנאים ומבחנים לדירקטור בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית ולדירקטור בעל כשירות מקצועית), התשס"ו-2005, החלה על חברות ציבוריות בלבד.

15 סעיף 268 לחוק החברות מגדיר בעל שליטה כמי שמחזיק ב-25% או יותר מוכיות ההצבעה באספה הכללית, באם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מ-50% מוכיות ההצבעה.

16 בעניין זה, תיקון מס' 17 לחוק החברות הנדיל את הדרישה לדירקטורים בלתי תלויים בחברה וקבע שבחברה ציבורית שבה אין דבוקת שליטה, חוב הדירקטורים יהיו בלתי תלויים, ובחברה שבה יש בעל שליטה, לפחות שלישי יהיו בלתי תלויים.

17 זאת לאור הדרישה לדירקטור בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית המופיעה בתקנות החברות (תנאים ומבחנים לדירקטור בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית ולדירקטור בעל כשירות מקצועית), התשס"ו-2005, החלה על חברות ציבוריות בלבד.

עסקאות עם בעלי עניין – חלק ממנגנוני הבקרה המשפטיים בתהליך המימון, בהם הסכמי השקעה (הכוללים בין היתר תניות הגנה ואי דילול), מייצרים מצב שבו בעל שליטה עתידי בחברה עשוי לקבל זכויות מיוחדות שישיפיעו הן על אחוז השליטה של בעלי השליטה הקיימים והן על עסקאות עתידיות. משכך, פתרון אפשרי לבעיה, כפי שהוצע בסעיף (D) לקוד הממשל התאגידי של ה-OECD, הוא גילוי מלא של סמכות בעל מניות החורגת מהיקף השליטה והבעלות שלו בחברה. מצב זה, למשל, יכול לסייע בהתנהלות חברת הזנק בצמצום מקרים שבהם בשלבים מתקדמים בחיי החברה המייסדים יחתמו עם משקיע הון-סיכון הסכם השקעה שמעניק לו זכויות יתר.

דרישת גילוי – דרישת גילוי הינה מנגנון אפשרי להפחתת עלויות העסקה. למשל, הכללת תניות בתקנון החבה בדבר מסירת מידע כספי לבעלי מניות משמעותיים בחברה או קביעת מנגנוני בקרה על קבלת החלטות בחברה – למשל, זכויות חתימה מבוזרות, הגדלת מספר הדירקטורים או איסור על עניין אישי בין המנכ"ל ליו"ר הדירקטוריון.¹⁹ מנגנונים אלו מביאים למספר תוצאות חיוביות בתפקוד החברה: הקטנת הסיכון של המשקיעים, צמצום בעלויות העסקה ובסיכון בדבר שימוש לרעה על ידי החברה בכספים שהושקעו בחברה, ומתן אפשרות למשקיעים לקבל מידע בזמן אמת על מצב הפיננסי של החברה (וכך להיות במעקב אחר השקעתם והסיכוי לאובדן ההשקעה) (Zhu, 2009). לעניין דרישת גילוי, מעניין לראות כי בפס"ד בטר פלייס שניתן לאחרונה, נקבע כי על מנת שהגנת "כלל שיקול הדעת העסקי"²⁰ תחול על החלטת דירקטוריון, נדרש כי החלטת הדירקטורים תהיה "החלטה מיוחדת".²¹ פסיקה זו מצטרפת למגמה בשנים האחרונות בעולם המשפט שתכליתה לייצר

"תבניות" של החלטות בחברה במטרה לוודא שהאורגנים המוסמכים קיבלו את החלטתם **לטובת החברה**.²² בהשאלה לחברות הזנק, קביעת מנגנון ממשל תאגידי תקיים את אותו רציונל – קביעה של "תבנית" סדורה של מבנה פעילות דירקטוריון. כך למשל, הגדלה של מספר ישיבות הדירקטוריון, יצירת תבנית של נושאים לדיון בדירקטוריון טרם קבלת החלטה ושל מידע שיש למסור לבעלי המניות בחברה שאינם זכאים לנציג בדירקטוריון, הינם מנגנונים להגמלת הידע של בעלי המניות בחברה על מנת שאלו יהיו "מיוזעים" בעניין ההחלטות שמתקבלות בחברה.

קביעת סדרי פעולה לדירקטוריון – כינוס ישיבות דירקטוריון מסודרות וצירוף גורמים מנוסים לדירקטוריון כבר בתחילת דרכה של החברה – הם גורם חיוני וכמעט הכרחי להצלחת החברה בשלבי פעילותה המתקדמים. כך ניתן לראות כי יצירה של "תבנית" פעילות – קביעה של מספר מינימלי של ישיבות דירקטוריון וסדרי פעולה, הוא יעיל הן כממשל תאגידי איכותי והן כמנגנון הכרחי להצלחת החברה (Feld and Ramsinghani, 2013).

נהלים פנימיים – מספר גופים ציבוריים קבעו נהלי עבודה פנימיים אשר מהווים ממשל תאגידי רצוי (גרס, 2010) אותו ניתן להכיל על חברות הזנק, ובהם: החלטות מהותיות לא יתקבלו על ידי מנהל אחד, הפרדה בין הדירקטוריון כגוף מפקח להנהלה כגוף מבצע, וקביעת כללים לטיפול בעסקאות עם בעלי שליטה. למשל, קביעת מדיניות (בתקנון או במסמכי השקעה) כי לאחר גיוס הון (שבמסגרתו ימונו נציגים של המשקיעים לדירקטוריון) המייסדים לא יכהנו בדירקטוריון החברה (או לפחות מרבית הדירקטוריון לא יהיו המייסדים, שלרוב מכהנים גם בתפקידי הנהלה בחברה). כך יצטמצם הניגוד המובנה, שהוצג בפירוט בפרק ג' לעיל, בין נציגי הגוף המפקח (הדירקטוריון) לגוף המפוקח (הנהלת החברה).

סיכום

במאמר זה הצגתי את הבעיות המהותיות הקיימות בחברות הזנק, הדורשות התוויה של ממשל תאגידי רצוי, ובעיקרם

22 מנגנון זה מתגבר על הביקורת שהוצגה לעיל לגבי הכשלים הקיימים בפיקוח של הדירקטוריון על מנהלי החברה מתוך הרצון של דירקטורים להיבחר לכהונה נוספת.

19 ראו לעניין זה את המנגנונים שנקבעו בתיקון מספר 17 לחוק החברות (ממשל תאגידי בחברות אינורות חוב), התשע"א-2011, החלים על חברות פרטיות שהנפיקו ניירות ערך לציבור (חברות א"ח).

20 כלל שיקול הדעת העסקי הוא דוקטרינה לפיה החלטה שהתקבלה ע"י נושא משרה תזכה ל"חוקת תקינות" שביהמ"ש לא יבחן, בהתקיימות שלושת המבחנים הבאים: ההחלטה התקבלה שלא מתוך ניגוד עניינים; ההחלטה התקבלה בתום לב (סובייקטיבי); ההחלטה הייתה "מיוחדת", כלומר לאחר עיון בנתונים ושקילת השיקולים הרלוונטיים. 21 בפס"ד בטר פלייס נקבע כי קיומה של "החלטה מיוחדת" ייבחן ביחס לשאלה האם נושא המשרה שקיבל את ההחלטה היה מודע לכך שהוא מקבל את ההחלטה העסקית ושעמדו לפניו הנתונים החיוניים אשר, בשים לב למכלול נסיבות קבלת ההחלטה, כל נושא משרה סביר מסוגו היה אמור לדרוש בטרם קבלת החלטה, שקיבל תשתית עובדתית מספקת וכן בחן את המצע העובדתי וקיבל החלטה על פי שיקול דעתו המקצועי בתום לב וללא ניגוד עניינים.

הדירקטורים הבלתי תלויים (מקול מכריע במקרה של שוויון בין הדירקטורים מטעם המייסדים ומטעם המשקיעים וכמנטורים "נטולי אינטרסים" למייסדים), קביעת נהלים לישיבות דירקטוריון והגדלת מספר הישיבות, וכן שינוי בסמכויות הפיקוח והשליטה בחברה כפקטור של התשואה הצפויה על ההשקעה.

כפי שהוצג במאמר, על אף הצורך של חברת הזנק בגמישות תפעולית, היתרונות הגלומים בטיפול בכשלים הקיימים בניהול ושליטה בחברות הזנק, מביאים לכך שקביעה של כללי ממשל תאגידי נכונים והכרחיים לפעילות ולהצלחה של חברות הזנק.

בעיית הנציג, ניגודי עניינים (הן בכך שהמייסדים מכהנים כדירקטורים וכמנהלים בחברה, והן לאור התדירות של עסקאות בעלי עניין בחברה), וניגודי האינטרסים בין המייסדים למשקיעים (ובמשקיעים בינם לבין עצמם).

בעניין זה הצגתי את דוקטרינות הממשל התאגידי בישראל ובעולם, הן מבחינת הקריטריונים החלים על חברות ציבוריות, הן מחקרים אמפיריים וכלכליים הבוחנים את היתרונות של ממשל תאגידי איכותי לרווחיות החברה והפחתה בעלות גיוס ההון, והן מחקרים וניירות עמדה ברחבי העולם הקוראים להטמעה של כללי ממשל תאגידי איכותי גם בחברות פרטיות.

הצגתי את המודלים השונים שניתן ליישם בחברות הזנק לצורך שיפור הממשל התאגידי, ובהם – הגדלת מספר

yahelkaplan1@gmail.com

יהל קפלן

ספרים וכתבי עת

- Alqatawni, T. (2013). The relationship conflict between venture capital and entrepreneur. Available at SSRN 2289585.
- Ambec, Stefan. On the governance of start-ups." Working Paper, University of Grenoble, w3. toulouse. inra. fr/centre/esr/semUnite (2004)
- Anderson, P. (2013). The economics of business valuation: towards a value functional approach. Stanford University Press.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney Jr, W. R., & LaFond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting research*, 47(1), 1-43.
- Bar-Hava, K., & Katz, R. (2014). Regulation and Corporate Governance in Private Companies—An Empirical Analysis: Amendment 17 to the Companies Law—A Light Unto the Nations or a Bureaucratic Burden. Available at SSRN 2507160.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Broughman, B. J. (2008). Opportunistic conduct and governance structure in startup firms. University of California, Berkeley.
- Broughman, B. J. (2010). The role of independent directors in startup firms. *Utah L. Rev.*, 461.
- Broughman, B., & Fried, J. M. (2012). Carrots and Sticks: How VSC Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups. *Cornell L. Rev.*, 98, 1319.
- Chemmanur, T. J., & Chen, Z. (2014). Venture capitalists versus angels: The dynamics of private firm financing contracts. *The Review of Corporate Finance Studies*, 3(1-2), 39-86.
- Saravia, J., & Chen, J. J. (2008). The Theory of Corporate Governance: A Transaction Cost Economics—Firm Lifecycle Approach.
- Feld, B., & Ramsinghani, M. (2013). Startup boards: Getting the most out of your board of directors. John Wiley & Sons.
- Fried, J., & Ganor, M. (2006). The vulnerability of common shareholders in VC backed firms. *New York University Law Review*, forthcoming.
- Forbes, D. P., Korsgaard, M. A., & Sapienza, H. J. (2010). Financing decisions as a source of conflict in venture boards. *Journal of Business Venturing*, 25(6), 579-592.
- Fuerst, O., & Geiger, U. (2003). From Concept to Wall Street. FT press.
- Garg, S. (2013). Venture boards: Distinctive monitoring and implications for firm performance. *Academy of Management Review*, 38(1), 90-108.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The review of economic studies*, 70(2), 281-315.

נייגר, א. ופירסט, א., (2001) חברות סטארט-אפ והון סיכון 31 (תל-אביב: רמות - אוניברסיטת תל-אביב)
אירית חביב-סגל (1999). דיני חברות, כרך ב'

בר-מור, ה. (2009). דיני תאגידים, כרך ג Open University of Israel (Vol. 3).

לאוטרבר, ב. ושחמון, מ. (2009). האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל. רבעון לכלכלה, 56 (3/4) 301

נרוס, י. (2010). דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי

חקיקה

הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010

הצעת חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011

הצעת חוק החברות (תיקון מספר 17) (ממשל תאגידי בחברות אגרות חוב), התשע"א-2011

חוזר מס הכנסה מס' 2011/12 - התרת השקעה מזכה במניות חברת מטרה על ידי יחיד כהוצאה (הוראת שעה)

<http://taxes.gov.il/IncomeTax/Documents/Hozrim/hoz12-2011.pdf>.

Serbanes Oxley Act, Public Law 107-204, July 30, 2002, 116 Stat. 745

פסקי דין

תא (מרכז) 47302-05-16 בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' שי אגסי

ע"א 14/7735 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.

Lombardo, D., & Pagano, M. (2006). Legal determinants of the return on equity. *Corporate and institutional transparency for economic growth in Europe*, 235-270.

Maher, M., & Andersson, T. (2000). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. Available at SSRN 218490.

McCahery, J. A., & Vermeulen, E. P. (2006). Corporate Governance and Innovation-Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses. ECGI-Law Working Paper, (65).

Nesheim, J. L. (2000). High tech start up, revised and updated: The complete handbook for creating successful new high tech companies. Simon and Schuster.

Stanco, T., & Akah, U. (2005). Survey: The Relationship between Angels and Venture Capitalists in the Venture Industry. Council on Entrepreneurial Tech Transfer and Commercialization, The George Washington University [online]. Available at: <http://lab2ipo.org/A2VCSurvey/VC%20Angel%20Survey%20v.final.pdf>.

Wong, A., & Finance, A. (2002). The other venture capital. *VENTURE Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*, 71.

Zhu, F. (2009). Cost of capital and corporate governance: International evidence. University of Wisconsin, Milwaukee.

Free Enterprise Fund v. Public Company Accounting Oversight Board 561 U.S. 130 S. Ct. 3138, 177 L. Ed. 2d 706 (2010)

דפי אינטרנט:

גרימלנד, ג. (2011, 1 ספטמבר). קבוצה ישראלית-אמריקאית של אנגלים מתחילה לפעול בישראל. **הארץ**. אוחר מתוך: <http://www.haaretz.co.il/misc/1.1191727>

כהן, ד. (2012, 91 פברואר). ממשל תאגידי איתן יסייע להגדלת גיוסי הסטארט-אפים. **גלובס**. אוחר מתוך: <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001224318>

הרשות לניירות ערך (2002). דו"ח ועדת גושן לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל. אוחר מתוך: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf

לאוטרבר, ב. ושחמון, מ. (יוני 2002). האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל? אוחר מתוך: https://mba.biu.ac.il/files/mba/shared/794_1.ppt

לניאדו, ע. (2012, 1 במאי) זרקור סטארט-אפים: 5 טעויות קשות במינוי דירקטורים. **גלובס**. אוחר מתוך: <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000840423>.

פורום למצוינות בדירקטוריון. (אין תאריך). חברות הייטק וביוטק. אוחר מתוך: <http://www.director.org.il/%D7%97%D7%91%D7%A8%D7%95%D7%AA-%D7%94%D7%99%D7%99-%D7%98%D7%A7-%D7%95-%D7%91-%D7%99-%D7%95-%D7%98%D7%A7/>

Early Stage Tech Boards (n.d.). Splitting the Roles of Chairman and CEO. Retrieved from: <http://earlystagetechboards.com/3-5-splitting-the-roles-of-chairman-and-ceo>

Early Stage Tech Boards (n.d.). Board governance for early stage technology companies. Retrieved from: <http://earlystagetechboards.com/1-3-preamble>

McRitchie, J. (October 16, 2013). Startup Governance: Getting the Most from Your Board. CorpGov.net. Retrieved from <https://www.corpgov.net/2013/10/startup-governance-getting-the-most-from-your-board/>.

OECD (2006). Corporate Governance of Non-Listed companies in emerging markets. Retrieved from: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/582f0a804af4b8b8a5cfb5b94e6f4d75/oecd_nonlist.pdf?MOD=AJPERES

OECD (2004). Principles of Corporate Governance, 2004. Retrieved from <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

MaRS. Establishing governance: How to build a board for your business (March 11, 2013). Retrieved from <https://www.marsdd.com/news/establishing-governance-how-to-build-a-board-for-your-business/>

Young Entrepreneur Council (August 15, 2012). **Forbes**. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/theyec/2012/08/15/are-you-building-a-small-business-or-a-startup/>

Hamadeh, S. and Dinow, A. (November 6, 2016). What you need to know about startup boards. Retrieved from: <https://techcrunch.com/2016/11/05/what-you-need-to-know-about-startup-boards/>

Angel Investment Statistics (n.d.). **Fundivo**. Retrieved from: <https://www.fundivo.com/stats/angel-investment-statistics/>

Angel Investor Statistics (n.d.). **Statistics Brain**. Retrieved from: <http://www.statisticbrain.com/angel-investor-statistics/>

Ackerman, E. and Bovino, A. (October 25, 2017). Preferred-Stock Minority Investments in the Private Equity Context. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. Retrieved from: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/10/25/preferred-stock-minority-investments-in-the-private-equity-context/>

Demmler, F. (n.d.). Weighted Average Anti-Dilution Protection. Retrieved from: <http://www.andrew.cmu.edu/user/fd0n/53%20Weighted%20Average%20Anti-dilution.htm>

Yokum (August 4, 2007). What is weighted average anti-dilution protection? Startup Company Lawyer. Retrieved from: <http://www.startupcompanylawyer.com/2007/08/04/what-is-weighted-average-anti-dilution-protection/>

Chernova, Y. (August 5, 2011). Squeeze Play: When Early Backers Get Diluted In Late-Stage Rounds. Wall Street Journal. Retrieved from: <http://blogs.wsj.com/venturecapital/2011/08/05/squeeze-play-when-early-backers-get-diluted-in-late-stage-rounds/>

Yokum (December 27, 2008). Should board members representing inside investors vote on the board resolutions authorizing the insider-led downround? Startup Company Lawyer. Retrieved from: <http://www.startupcompanylawyer.com/category/down-rounds/>

Clark, C. (December 14, 2017). Fewer & fatter: Seed, Series A deal sizes skyrocket in the US in 2017. **Pitchbook**. Retrieved from: <https://pitchbook.com/news/articles/fewer-fatter-seed-series-a-deal-sizes-skyrocket-in-2017>

Morrill, D. (May 8, 2016). U.S. Venture Capital Investment Dollars Down 11% Year-to-Date, Late Stage Rounds Hit Hardest Followed by Series B. **Mattermark**. Retrieved from: <https://mattermark.com/u-s-venture-capital-investment-dollars-11-year-date-late-stage-rounds-hit-hardest-followed-series-b/>

<http://earlystagetechboards.com/1-3-preamble>

Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK- An initiative of the IoD and ecoDa (2010). Retrieved from: <https://www.iod.com/Portals/0/PDFs/Campaigns%20and%20Reports/Corporate%20Governance/Governance%20code%20for%20unlisted%20companies.pdf>

Australian Institute of Company Directors (n.d.). Governance issues in private companies. Australian Institute of Company Directors. Retrieved from: https://aicd.companydirectors.com.au/-/media/cd2/resources/director-resources/director-tools/pdf/05446-3-3-mem-director-gr-issues-private-companies_a4-web.ashx

Levine, N. (June 26, 2013). What's so special about the startup financial director? **Real Business**. Retrieved from: <http://realbusiness.co.uk/article/21178-whats-so-special-about-the-startup-financial-director>

Q Ratio – Tobin's Q (June 24, 2019). **Investopedia**. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

Return on **Investment** (ROI) (November 19, 2019). Investopedia. Retrieved from: <http://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>

Walker, S.E. (March 28, 2011). Demystifying the VC term sheet: Protective Provisions. Retrieved from: <http://venturebeat.com/2011/03/28/demystifying-the-vc-term-sheet-protective-provisions/>