

**MBA – מגיסטר במינהל עסקים עם דגש על חברות עתירות טכנולוגיה**

סילבוס

## משפט ורגולציה (98754)

3.1.25 עד 14.2.25, כיתה 214

בימי שישי בין השעות 09:00 - 13:00

סגל ההוראה

מרצה: ד"ר יפעת ארן, [aranyifat@law.haifa.ac.il](mailto:aranyifat@law.haifa.ac.il), שעות קבלה בתיאום מראש

היקף שעות לימוד שבועיות: 2 נ"ז (4 שעות בשבוע, שבעה שבועות)

### תיאור הקורס ומטרותיו

מטרת הקורס היא להקנות היכרות עם היבטים משפטיים הרלוונטיים לזמות, בדגש על חברות הזנק מגובות הון סיכון, לרבות רגולציה והסכמים סטנדרטיים בתחום. אנו רגילים לחשוב על רגולציה בתור חסם לזמות, אולם רגולציה יכולה גם לייצר הזדמנויות עסקיות, ויזמים מתחכמים יכולים לפתח מודלים עסקיים שבבסיסם שינוי של הרגולציה. הלימוד יעשה תוך היעזרות במקרי מבחן של חברות מישראל ומארה"ב שהצליחו לאתגר את הרגולציה הקיימת או שהתעלמו ממנה וכתוצאה מכך נקלעו לקשיים. בנוסף, נכיר את מערכת הדינים שהיזמים יוצרים לעצמם באמצעות הסכם המייסדים ותקנון החברה ונבחן את התפתחות הממשל התאגידי של חברות הזנק לאורך שלבי הצמיחה שלהן.

הקורס מקנה את השפה, דרכי החשיבה, ההבחנה בין עיקר וטפל וההבנה מתי לפנות לייעוץ משפטי. כמו כן, הקורס מאפשר התנסות מכלי ראשון בניהול מו"מ על הסכמים סטנדרטיים. הקורס משלב למידה מעשית וקבוצתית ומלווה בהרצאות אורח של מומחים מובילים בתחום.

יתכנו שינויים של הרגע האחרון בחומרי הקריאה ובזהות המרצים האורחים. הודעות ימסרו מראש באמצעות אתר הקורס.

## MBA – מגיסטר במינהל עסקים עם דגש על חברות עתירות טכנולוגיה

### תוצאות למידה

- היכרות עם מושגי יסוד רלוונטיים ליזמות והשקעות הון סיכון.
- ניהול משא ומתן על הסכם מייסדים תוך יישום הידע הנרכש.
- ניהול משא ומתן על טיוטת הסכם השקעה תוך יישום הידע הנרכש.
- ניתוח הצעות תגמול הוני והשוואה בין הצעות מתחרות.
- ניתוח האתגרים העומדים בפני חברות בצמיחה וכיצד אתרים אלו עלולים להשפיע על הממשל התאגידי בחברות הזנק.

### תכני הקורס/ נושאי הקורס

1. יזמות ורגולציה – על יזמות רגולטורית, רגולציה כאתגר והזדמנות לפיתוח מודלים עסקיים.
2. גיוס הון סיכון – מושגי יסוד וניהול מו"מ מול משקיעים.
3. הסכמי מייסדים – החוק שיזמים יוצרים לעצמם.
4. גיוס הון אנושי – בין חלומות למציאות בתוכניות תגמול הוניות.
5. ממשל תאגידי - חובות יזמים ונושאי משרה בחברות הזנק.
6. רגולציה בתחום הביו-טק והבריאות.
7. ניווט סטרטאפים במשבר ומלחמה.

### דרכי הערכה בקורס – הרכב הציון הסופי

1. 10% - הגשת 3 מטלות לאורך הקורס (ציון הגיש/לא הגיש).
2. 90% - מבחן מסכם (בכיתה, חומר סגור)

### תוכנית הלימודים של הקורס (לוח זמנים, נושאים, מטלות, מבחנים)

#### 3.1.25: יזמות ורגולציה

השיעור הראשון יוקדש להיכרות, מבוא לקורס ולאחר מכן נעבור לדון ב"יזמות רגולטורית" – מצבים בהם שינוי המסגרת המשפטית מהווה חלק משמעותי מהתוכנית העסקית של החברה. על אף שלא מדובר בתופעה חדשה, יזמות רגולטורית הפכה בולטת יותר בשנים האחרונות, כאשר חברות שונות לרבות Tesla, Airbnb ו-Uber הפכו לסוכנות של שינוי משפטי. נעסוק בטקטיקות שבהן חברות נקטו כדי לאתגר את הרגולציה הקיימת, להרחיב את גבולות השוק, ולנצל את הרגולציה לטובת המודל העסקי שלהן. חומרי קריאה/צפייה לשיעור:

- Elizabeth Pollman & Jordan M. Barry, *Regulatory Entrepreneurship*, 90 S. Cal. L. Rev. 383 (2017).
- All-In Summit: Bill Gurley presents 2,851 Miles
- "הפלייליסט" (נטפליקס), פרק 3 – "The Law".

## MBA – מגיסטר במינהל עסקים עם דגש על חברות עתירות טכנולוגיה

### 10.1.25: הסכמי מייסדים, החוק שהיזמים יוצרים לעצמם

בהשתתפות עו"ד ארנון סמבורסקי, שותף במחלקת ההייטק במשרד נשיץ ברנדס אמיר (NBA)

הסכם מייסדים הוא חוזה המסדיר את היחסים העסקיים בין מייסדי החברה. ההסכם מפרט את הזכויות והחובות של כל מייסד ואת אופני ההכרעה במחלוקות. הסכמי המייסדים נועדו להגן על האינטרסים של הצדדים, להביא לידי ביטוי הסכמות לגבי המבנה הבסיסי של המיזם וכיצד המייסדים יעבדו יחד כדי לדחוף את החברה קדימה. גיבוש הסכם בין המייסדים מסייע בהפחתת הסיכון לסכסוכים משפטיים בעתיד והוא מאפשר לבצע תיאום ציפיות ולחשוב על אתגרים שלבטח יתעוררו בהמשך. בשיעור נלמד על ההוראות המרכזיות בהסכם המייסדים, ובכללן חלוקת מניות, מבנה הדירקטוריון, זכויות הצבעה ווטו והבשלה הפוכה. לאחר מכן נתפצל לקבוצות סימולציה, נתרגל ונחזור לדון במסקנות.

חומרי קריאה לשיעור:

- טיוטת הסכם מייסדים.
- ת"א (תל אביב-יפו) 25256-03-20 מאיר אברמוף נ' עמית כוכבי (פורסם בנבו, 05.01.22).
- ת"א 36969-12-15 בן אבו נ' דוידי ואח' (פורסם בנבו, 6.8.2019).
- ת"א (ת"א) 29021-08-20 מתן צור נ' אמפיריקל הייר בע"מ (פורסם בנבו, 6.8.23).

### 17.1.25: גיוס הון סיכון, רגולציה של שווקי הון פרטיים

בהשתתפות עו"ד אפרת שוסטר, שותפה מקימה Shuster Law Firm, Principal at NEOME

המשוכה הראשונה הניצבת בדרכם של יזמים היא גיוס הון להקמת המיזם. בשיעור נלמד את המסגרת המשפטית החולשת על גיוסי הון על ידי חברות פרטיות (שאינן נסחרות בבורסה). נכיר את המודל העסקי וצורת החשיבה האופייניים לקרנות הון סיכון. נלמד את מושגי היסוד ונכיר את הסעיפים הרלוונטיים בהסכם עקרונות (Term Sheet), לרבות הערכת שווי, זכות קדימה בפירוק (liquidation preference), הגנות מפני דילול, חלוקת מושבים בדירקטוריון ועוד.

חומרי קריאה לשיעור:

- חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, פרק ג': תשקיף והיתר לפרסומו, בפרט סעיף 15, וסעיף 15א עד 15ג.
- Sample Term Sheet
- יפעת ארן, "דיני חברות הזנק", משפטים נג (2022), פרק א1.

### 24.1.25: Move Fast and Break Things? על ממשל תאגידי בחברות חד קרן

בהשתתפות ניר גרצמן, מייסד משותף ושותף מנהל, theDock

המודל הכלכלי של קרנות הון סיכון מבוסס על ה-power law – ממנו נובע שהתשואה תגיע ממספר קטן של חברות שיצליחו לצמוח בצורה כה דרמטית עד שיוכלו להחזיר למשקיעים את ההפסדים על יתר החברות וליצור תשואה עודפת

## MBA – מגיסטר במינהל עסקים עם דגש על חברות עתירות טכנולוגיה

ביחס לשוק. המודל מחייב צמיחה מהירה והפיכת החברה לשחקן מוביל בשוק גדול. בעבר, חברות הזנק בשלות היו נאלצות להפוך לחברות ציבוריות על מנת להשיג גישה למקורות מימון לצמיחה ובשל הגבלות רגולטוריות על כמות העובדים שניתן להציע להם ניירות ערך. המעבר מחברה פרטית לחברה ציבורית היה מכפיף את החברה לביקורת תחת עינם הפקוחה של הרגולטורים והמשקיעים המוסדיים ומעודד את החברה לאמץ כללי ממשל תאגידי נרחבים. כיום, לעומת זאת, בשל שינויים בשוק וברגולציה, חברות הזנק בשלות יכולות לממן את צרכי הצמיחה שלהן באמצעות גיוסי הון בשווקים פרטיים והן רשאיות לתגמל עובדים באמצעות ניירות ערך כמעט ללא הגבלה. התוצאה היא עליה דרסטית במספר "חדי הקרן" (חברות הזנק פרטיות ששוויון מיליארד דולר ויותר), אשר מצד אחד כוחן והשפעתן הם כשל חברות ציבוריות, אך מצד שני, הן אינן כפופות לרגולציה דומה. השיעור יעסוק באתגרים שהלחץ לצמיחה מהירה מייצר בתוך החברה בהיבטי דיווח ובקרה וכן בהיבטי ממשל תאגידי. נבחן את הסוגיות תוך שימוש במקרה המבחן של חברת בטר פלייס.

חומרי קריאה לשיעור:

- דן סינור ושאול זינגר, מבוא, **מדינת הסטארט-אפ: מנוע הצמיחה הכלכלי של ישראל (2011)**
- ת"א 47302-05-16 בטר פלייס ישראל 2009 בע"מ ואח' נ' אגסי ואח' (פורסם בנבו, 12.9.18)
- ע"א 7829/18 בטר פלייס ישראל נ' שי אגסי (פורסם בנבו, 08.02.22)

צפיה מומלצת:

- WeCrashed

### 31.1.25: סטרטאפים במשבר

בהשתתפות: אודי גורי, מנהל מרכז הפיתוח הישראלי של חברת Carelon  
נלמד כיצד הבנה מעמיקה של הדרישות הרגולטוריות והיערכות נכונה מהווים נדבך מרכזי בבניית חברה יציבה ובת-קיימא בתעשיית הביוטק והמכשור הרפואי. נתמקד באופן שבו ציות לרגולציה תורם להצלחת תהליכי בדיקת נאותות, מקל על יצירת שיתופי פעולה אסטרטגיים, ומאפשר מימוש מוצלח של אסטרטגיית יציאה (אקזיט).

חומרי קריאה לשיעור:

- TBD

צפיה מומלצת:

- The Dropout

### 7.2.25: גיוס הון אנושי

בהשתתפות: עו"ד גיא לכמן, שותף בכיר במחלקת ההיטק של משרד עו"ד פרל כהן

המשוכה השנייה הניצבת בדרכם של יזמים היא גיוס עובדים איכותיים. בשיעור נלמד כיצד חברות הזנק וחברות טכנולוגיה בשלות יותר מתחרות על הון אנושי. כן נלמד על הגבלות על ניידות של עובדים – הסכמי איסור תחרות ותפקידו של התגמול ההוני בגיוס ושימור עובדים. במסגרת השיעור נדון בטעויות שעובדים נוטים לעשות כאשר הם משווים בין הצעות עבודה שונות הכוללות תגמול הוני ועל המסגרת המשפטית סביב הצעת ניירות ערך לעובדים.

## MBA – מגיסטר במינהל עסקים עם דגש על חברות עתירות טכנולוגיה

חומרי קריאה לשיעור:

- סעיף 15 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968.
- פקודת מס הכנסה [נוסח חדש], סעיף 102.
- ת"א (ת"א) 65217-06-15 אינטגריטי תוכנה 2011 בע"מ נ' גונן (פורסם בנבו, 08.02.2018).
- ת"א 19042-03-18 נבו נ' סול צ'יפ בע"מ (פורסם בנבו, 16.12.2019).
- יפעת ארן, "דיני חברות הזנק", משפטים נג (2022), פרק 1ב.

רשות:

- Index Ventures, Rewarding Talent A guide to stock options for European entrepreneurs.
- Yifat Aran, *Beyond Covenants Not to Compete: Equilibrium in High-Tech Startup Labor Markets*, 70 Stan. L. Rev. 1235 (2018)
- Yifat Aran, *The RSU Time Bomb*, in THE RESEARCH HANDBOOK ON THE STRUCTURE OF PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL (Brian Broughman and Elisabeth de Fontenay eds., 2024).

### 14.2.25: רגולציה בתחום הביו-טק

בהשתתפות: עו"ד נמרוד ורומן, מנכ"ל חברת הייעוץ קונסליירי

שיעור זה מתעמק בדינמיקה המורכבת של סבבי ירידת שווי בסטארט-אפים, מצב שבו חברות מגייסות הון לפי שווי נמוך יותר מאשר סבבים קודמים. נחקור את הסיבות, ההשלכות והאסטרטגיות לניהול סבבים כאלה, במיוחד בהקשר של משבר כלכלי או לאומי. נדבר גם על האתגרים הייחודיים איתם מתמודדים סטארט-אפים בתקופות מלחמה, לרבות שיבושים בשרשרת האספקה, שינוי בדרישות השוק ואי ודאות תפעולית.

בנוסף, נקיים חזרה לקראת המבחן.

### רכיבי ציון ומטלות

- **10% - השתתפות פעילה בסימולציות** - הנוכחות בשיעורים היא חובה והשתתפות פעילה בסימולציות ובדיונים מזכה בעשר נקודות מהציון הסופי. בתום כל סימולציה יש להגיש את קובץ תוצאות המו"מ וההגשה תזכה בציון הגיש/לא הגיש.
- **90%** - מבחן מסכם (בכיתה, חומר סגור), מועד א'-TBD, ב' - TBD

התאמות לסטודנטים עם צרכים מיוחדים

## MBA – מגיסטר במינהל עסקים עם דגש על חברות עתירות טכנולוגיה

סטודנטים שיש ברשותם מכתב התאמות וזקוקים להנגשה בקורס מוזמנים לפנות אליי במייל או לאחר השיעור בסמוך לתחילת הקורס.

### ספרי לימוד וחומר קריאה (חובה/רשות)

חומר הקריאה מפורט למעלה, הקבצים יהיו זמינים באתר הקורס.

### מידע שימושי נוסף

#### סרטים ופודקאסטים העוסקים בנושאי הקורס

- פודקאסט על אליזבט הולמס - מנכ"לית ת'ראנוס - **The Dropout**
- פודקאסט על עליית ונפילת **WeWork** - **WeCrashed: The Rise and Fall of WeWork**
- סרט תיעודי על פסטיבל פייר - **FYRE: The Greatest Party That Never Happened**
- הסדרה הקומית - "עמק הסיליקון" של HBO
- הסרט "הרשת החברתית" על הקמת פייסבוק - **The Social Network**
- הסדרה "הפלייליסט" – על הקמת ספוטיפיי (Netflix)

#### ספרים

- **The Power Law: Venture Capital and the Making of the New Future**, Sebastian Mallaby
- **VC: An American History**, Tom Nicholas
- **Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital—and How to Get It**, Scott Kupor
- **Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About it**, Josh Lerner
- **The Founders: The Story of PayPal and the Entrepreneurs who Shaped Silicon Valley**, Jimmy Soni
- **Bad Blood: Secrets and Lies in a Silicon Valley Startup**, John Carreyrou
- **The Cult of We: WeWork, Adam Neumann, and the Great Startup Delusion**, Eliot Brown and Maureen Farrell
- **The New New Thing: A Silicon Valley Story**, Michael Lewis