

לכבוד

רינה כהן-פחימה, רו"ח

שושי כהן, רו"ח

רשות ניירות ערך - מחלקת תאגידים

רח' כנפי נשרים 22

ירושלים

באמצעות מערכת המגנ"א (טופס לא פומבי)

ג.א.ג

**הנדון: פניה מקדמית באשר לטיפול החשבונאי בהשקעה במניות חברת קוואליטס הלת' בע"מ –
בחינת קיומה של שליטה**

סימוכין: מכתבינו מיום 20 בפברואר 2019 ושיחותינו הטלפוניות מיום 24 בפברואר 2019 ומיום 5 במרץ 2019.

בהמשך למכתבנו שבסימוכין (להלן: "פנייתנו המקורית") ולשיחות הטלפוניות שהתקיימו (בתאריכים כאמור בסימוכין) בין נציגי החברה ורואי החשבון המבקרים של החברה לבין נציגות רשות ניירות ערך ולבקשתכן, להלן התייחסותנו לפירוטים נוספים שנתבקשנו לציין:

1. הבהרות עובדתיות ועובדות נוספות בהקשר להשקעה בחברת קוואליטס הלת' בע"מ (להלן: "קוואליטס" או "החברה"):

1.1. אסטרטגיית ההשקעה של מנרב אחזקות בע"מ (להלן: "מנרב") בחברה

בעבר השקיעה מנרב בתחומים דומים (השקעה בחברת אגרוגרין), לאחר מימוש ההשקעה הוחלט להישאר בתחום ולהתחיל להשקיע בקוואליטס. האסטרטגיה מלכתחילה וגם היום היא להביא את החברה למצב של IPO או M&A ואז לממש את ההשקעה כדי להשיג תשואה רצויה.

1.2. פירוט השקעות מנרב וסאסא בכל אחת משכבות מניות הבכורה

1.2.1 - סבבי השקעה בדילול מלא

| תאריך | סבב | אחוזי החזקה מנרב | אחוזי החזקה סאסא | יתר בעלי המניות | סה"כ |
|------------|-----|------------------|------------------|-----------------|------|
| 20/04/2015 | D | 13.2% | 21.1% | 65.8% | 100% |
| 07/10/2015 | E | 23.6% | 28.4% | 48.0% | 100% |
| 02/11/2017 | F | 41.0% | 29.3% | 29.7% | 100% |
| 19/04/2018 | G | 49.2% | 33.0% | 17.8% | 100% |
| 10/12/2018 | H | 52.0% | 39.6% | 8.4% | 100% |
| 29/01/2019 | H | 52.4% | 36.6% | 11.0% | 100% |

1.2.2 - סבבי השקעה ללא דילול

| תאריך | סבב | אחוזי החזקה מנרב | אחוזי החזקה סאסא | יתר בעלי המניות | סה"כ |
|------------|-----|------------------|------------------|-----------------|------|
| 20/04/2015 | D | 13.7% | 21.9% | 64.4% | 100% |
| 07/10/2015 | E | 24.3% | 29.3% | 46.5% | 100% |
| 02/11/2017 | F | 42.9% | 30.6% | 26.5% | 100% |
| 19/04/2018 | G | 50.4% | 33.8% | 15.8% | 100% |
| 10/12/2018 | H | 52.0% | 39.7% | 8.3% | 100% |
| 29/01/2019 | H | 52.8% | 36.9% | 10.3% | 100% |

1.2.3 – סכומים שהושקעו לפי סבב (במיליוני דולר)

| תאריך | סבב | מנרב | סאסא | יתר בעלי המניות | סה"כ גיוס בסבב | לפי שווי גיוס (לפני הכסף) |
|------------|-----|-------|-------|-----------------|----------------|---------------------------|
| 20/04/2015 | D | 7 | 0 | 0 | 7 | 46 |
| 07/10/2015 | E | 1.701 | 1.701 | 0.3 | 3.702 | 33.1 |
| 02/11/2017 | F | 15.5 | 7.5 | 0 | 23 | 36 |
| 19/04/2018 | G | 7 | 5 | 1 | 13 | 21 |
| 10/12/2018 | H | 3.5 | 3.5 | 0.7 | 7.7 | 10 |
| 29/01/2019 | H | 0 | 0 | 0.5 | 0.5 | 10 |

1.3. תוכניות לטווח קצר ותוכניות לטווח ארוך

בזמן הקצר החברה פועלת להכניס משקיע נוסף לפי שווי חברה גבוה מהותית מסבבי הגיוס האחרונים שבוצעו. בטווח הארוך החברה פועלת להביא את החברה למצב של IPO או M&A. ראה פירוט נוסף בסעיף 2.4 למסמך זה.

1.4. פירוט אודות שאר המשקיעים מלבד מנרב וסאסא

בנוסף למנרב וסאסא ישנם בעלי מניות נוספים, עיקרם להלן:

- 20 בעלי מניות פרטיים המחזיקים כל אחד במספר קטן של מניות המסתכמים יחד לשיעור החזקה של 1.66% בדילול מלא נכון לדצמבר 2018.
- מספר מצומצם של עובדים ומייסד החברה אשר מחזיקים כל אחד במספר קטן של מניות המסתכמים יחד לשיעור החזקה של 1.97% בדילול מלא נכון לדצמבר 2018.
- שני בעלי מניות נוספים (דב הלפרן ו- Valicor) אשר מחזיקים 0.50% ו- 5.10% בדילול מלא נכון לדצמבר 2018.
- להלן תיאור העובדים המחזיקים באופציות בהתאם לתוכנית האופציות לעובדים:

| עובד | אופציות שהוענקו | אופציות שהבשילו ל-18 באפריל 2018 |
|--------------------|-----------------|----------------------------------|
| CEO | 2,771 | 1,495 |
| CFO | 554 | 279 |
| VP Operations | 554 | 403 |
| VP Sales | 554 | 107 |
| Marketing Director | 277 | |
| VP Supply Chain | 277 | 54 |
| Controller | 55 | 11 |
| Chairman | 2,217 | 2,217 |
| Former CEO | 301 | 301 |
| Former CFO | 20 | 20 |
| Director | 22 | 22 |
| Employee | 20 | 20 |
| Employee | 2 | 2 |
| | 7,625 | 4,931 |

1.5. הבדלים בין המניות השונות

עבור כל סדרת מניות בכורה בחברה, קיימת קדימות בחלוקת דיבידנד ביחס לסדרות המניות מסבבי השקעה קודמים באופן כזה שככלל, כל סדרה תהיה זכאית להשבת ההשקעה הראשונית, קודם לבעלי המניות האחרים (בסדרות הקודמות). הקדימות של בעלי מניות הבכורה תהיינה לפי סדר הפוך להנפקתן, לדוגמה, מניות בכורה E הינן בעלות זכות קדימה לפני מניות בכורה D וכן הלאה. בהתאם להוראות התקנון בענין זה, לאחר החזר מלוא ההשקעה הראשונית של כל בעלי מניות הבכורה על כל סוגיהן, כל חלוקה נוספת תעשה באופן יחסי (פרו-ראטה) לחלקם של סך בעלי המניות (בעלי המניות הרגילות ובעלי מניות הבכורה). בכל הנוגע לאחוז ההצבעה באסיפה הכללית, אחוז ההצבעה נעשה בהתאם לאחוז ההחזקה התיאורטי כאשר מניות הבכורה מומרות למניות רגילות ולמעשה כל המניות "הופכות" לסוג אחד של מניות (רגילות). לגבי מנגנון אנטי דילול נא ראה פירוט נרחב בסעיף 2.1.5 בהמשך מסמך זה.

1.6. פירוט אודות הקוורום בדירקטוריון וקוורום באסיפה הכללית

- קוורום לדירקטוריון - רוב הדירקטורים;
- קוורום לאסיפה הכללית – שניים מבין בעלי המניות המחזיקים לפחות 60%;
- בהעדר קוורום כאמור, תידחה האסיפה הכללית/הדירקטוריון בשבעה ימים, כאשר לאסיפה הכללית/דירקטוריון הנדחים לא נדרש קוורום.

1.7. וועדות המשנה בדירקטוריון

לא קיימות וועדות משנה של הדירקטוריון.

2. ניתוח יכולת ההשפעה של מנרב במהלך שנת 2018:

2.1. עובדות רלוונטיות:

2.1.1. כפי שתואר בשיחתנו הטלפונית, בחודש אפריל בו כאמור מנרב רכשה מניות נוספות בסבב הגיוס ועלתה לשיעור החזקה של 49.2% בדילול מלא, הוענקו מחדש אופציות לעובדים. כ-70% מהאופציות שהוענקו ניתנות למימוש מידי (בתוספת מימוש שולית של 3 סנט), וכ-30% מהאופציות דורשות תקופת הבשלה במנות עד לתקופה של כשנתיים. נכון למועד הרכישה הנוספת באפריל, שיעור ההצבעה של מנרב באסיפה הכללית, בהתחשב באופציות אשר ניתנות למימוש מידי הינו 50.4%.

2.1.2. נכון לאפריל 2018, בהתעלם מגיוסים נוספים, שיעור ההחזקה של מנרב היה צפוי לרדת עם הבשלת האופציות, כך שביום 8 בדצמבר היא הייתה צפויה לרדת לראשונה לפחות מ-50% עד לירידה ל-49.2% במרץ 2020. האופציות מבשילות מידי יום ובכך מתאמות את שיעור החזקה האפקטיבי של מנרב וזכויות ההצבעה באסיפה הכללית, אך לצורך הפשטות ניתן לבחון מספר נקודות זמן לאורך התקופה כלהלן:

| | | | | |
|------------|------------|------------|------------|------------|
| 19/04/2018 | 31/12/2018 | 30/06/2019 | 31/12/2019 | 31/03/2020 |
| 50.37% | 49.99% | 49.67% | 49.39% | 49.25% |

2.1.3. בנוסף, כבר בסמוך להשלמת סבב G שבוצע באפריל, החלה הזרמת כספים של בעלי המניות לקראת סבב גיוס נוסף. בנקודת המוצא של הסבב הבא שהחל באפריל/מאי, מנרב וסאסא סיכמו ביניהן כי יזרימו לפחות 50% כל אחת בסבב הקרוב, כאשר במידה ויהיו בעלי מניות נוספים שיזרימו הם יקטינו את חלקן באופן יחסי. בעקבות הסכמות אלו, מנרב הייתה צפויה לרדת מ-50% בשיעור החזקתה בקוואליטס ללא אפשרות למנוע זאת, כפי שיפורט בהמשך. יצוין כי הסבב הושלם בפועל בדצמבר, אך הוא היה אמור להיות מושלם אף מספר חודשים קודם לכן (התעכב בשל נושאים מיסויים בלתי צפויים).

2.1.4. על מנת לבחון את השפעת האמור לעיל על שיעור החזקתה האפקטיבי של מנרב בחברה לאפריל עד דצמבר, ראוי להקדים ולתאר שני מנגנונים נוספים הכלולים בתקנון ורלוונטיים אף הם לצורך הניתוח – (1) מנגנון אנטי דילול (2) סעיף הגנה למשקיע המחזיק מעל 40%, כפי שיפורט להלן.

2.1.5. מנגנון אנטי דילול - בחלק מהסכמי ההשקעות השונים בחברה, בכלל סבבי גיוס מניות הבכורה, לרבות בהסכמי השקעתה של מנרב, ניתנה למשקיעים הגנה על שווי השקעתם בעת ביצוע גיוסי הון עתידיים נוספים. הזכות אותה מקנה מנגנון ההגנה הינה שמירה על שווי השקעתם של המשקיעים בחברה במקרים בהם ההנפקות העתידיות יבוצעו בהתאם לשווי חברה הנמוך משווי חברה שלפיו השקיעו בחברה. כלומר, הפעלת מנגנון ההגנה מתרחשת בעת גיוסי הון בשווי נמוך משווי של כל שכבת מניות בכורה, לכן כל עוד הנפקות עתידיות יבוצעו מעל שווי חברה של כל שכבה ושכבה המנגנון לא יופעל. כפועל יוצא משמירה על שווי ההשקעה, ככל ששווי הגיוס העתידי יהיה נמוך משווי הגיוס בעת הנפקת כל שכבה כך כמות המניות שתתקבל כתוצאה מהפעלת המנגנון תגדל. יחד עם זאת, בהתאם לתקנון החברה, תחת תרחישים מסוימים, בהם הנפקת הון מתחת לשווי חברה מסוים תדרוש אישור של "רוב מיוחס" באסיפה הכללית, מנגנון ההגנה לא יופעל ללא אישור כאמור באסיפה הכללית להנפקה. יצוין כי קיים שוני מסוים בין מנגנון האנטי דילול שחל על מניות בכורה מסוג A ו-B לעומת המנגנון החל על יתר שכבות מניות הבכורה, כך שהראשון מתייחס להגנה מפני הנפקה במחיר הנמוך מהממוצע המשוקלל של סך ההנפקות עד לאותו מועד אולם מיושם (מדלל) גם ביחס למשקיעים באותה הנפקה, ואילו האחרון מתייחס להגנה מפני הנפקה במחיר הנמוך מהגיוס הקודם, אולם אינו מיושם (מדלל) ביחס למשקיעים באותה הנפקה).

2.1.6. מנגנון הגנה למשקיע המחזיק מעל 40% - בהתאם לתקנון, כאשר משקיע מחזיק מעל 40% מהון המניות, כל החלטה שהיא, אשר בדרך כלל דורשת אישור של רוב

רגיל, תדרוש אישור של 60%. מטרת סעיף זה הינה ליצור הגנה על אותו בעל מניות אשר מצד אחד אינו בעל רוב בחברה ולכן אינו בעל שליטה, ומצד שני מחזיק נתח ניכר מספיק (40% לפחות) כך שכל החלטה, אפילו החלטה רגילה, תצריך את הסכמתו ו"דה פקטו" תעניק לו זכות וטו. בהתאם לתקנון החברה, משקיע המחזיק במרבית זכויות ההצבעה רשאי לשנות או לעדכן סעיף זה ולכן במועד בו מנרב מחזיקה מעל 50% מזכויות ההצבעה היא רשאית לבטל את המנגנון האמור.

2.1.7. בהתחשב בכל האמור לעיל, המשמעות האפקטיבית לעניין החזקתה של מנרב נכון לאפריל 2018 הינה כלהלן¹:

- במקרה בו לא יבוצע סבב גיוס נוסף, מנרב תרד בשיעור ההחזקה בעקבות הבשלת האופציות שהוענקו לעובדים בהתאם למועדים שתוארו לעיל.
- במקרה בו רק מנרב וסאסא ישתתפו בסבב הגיוס שתוכנן, והגיוס יבוצע במחיר של הגיוס הקודם או גבוה מכך באופן שלא יופעל המנגנון אנטי דילול בהתייחס להחזקותיה של מנרב, מנרב תרד בשיעור החזקה לכ-49.6% (ול-48.9% בדילול מלא).
- במקרה בו ייכנס משקיע נוסף (כפי שקרה בפועל) והגיוס יבוצע במחיר של הגיוס הקודם או גבוה מכך באופן שלא יופעל המנגנון אנטי דילול בהתייחס להחזקותיה של מנרב, מנרב תרד בשיעור החזקה ל-49% (ול-48.4% בדילול מלא).
- במקרה בו רק מנרב וסאסא ישתתפו בסבב, והגיוס יבוצע במחיר הנמוך מהגיוס הקודם, יופעל מנגנון האנטי דילול ומנרב אמנם תשמר החזקה מעל 50% אך בד בבד סאסא תעלה מעל 40% ולפיכך החל מאותו מועד כל החלטה תדרוש רוב של 60%.
- רק במקרה בו ייכנס משקיע נוסף יחד עם מנרב וסאסא ומחיר הגיוס יהיה נמוך מהגיוס הקודם, מנרב תשמר החזקה של מעל 50% ואילו סאסא לא תעלה מעל 40%. כלומר, רק בתרחיש זה מנרב תמשיך לשמר שליטה ואת היכולת לקבלת החלטות באופן חד צדדי באסיפה הכללית (להלן: "תרחיש שימור שליטה").

2.1.8. לסיכום התרחישים שתוארו לעיל, למעשה תחת תרחיש אחד בלבד מנרב הייתה אמורה לשמר שליטה עם וללא סבב הגיוס. נכון לאפריל/מאי 2018, לא הייתה כל אפשרות לצפות את הסבירות של התקיימות התרחיש שימור שליטה שתואר לעיל, ועוד יותר מכך, לאור ההתחייבות של מנרב להשקיע ביחד עם סאסא, אין לה שום שליטה על תוצאות הסבב והשפעותיו על שיעור החזקתה עד השלמתו. לא זו אף זו, עפ"י הוראות התקנון, הנפקה של מניות במחיר הנמוך מהגיוס הקודם מחייבת רוב מיוחס במסגרת האסיפה הכללית, כלומר גם את ההסכמה של סאסא, שכמובן הינה מחוץ לשליטתה של מנרב. בהתאם לאמור, עד למועד השלמת הסבב הייתה

¹ התרחישים המתוארים בסעיף זה תלויים בתמורת הגיוס, בכמות האופציות שהבשילה למועד הסבב ובכמות המשקיעים שישתתפו ולפיכך שיעורי ההחזקה המתוארים עשויים היו לעלות או לרדת במעט ביחס למתואר בסעיף כתלות בפרמטרים אלו למועד השלמת הסבב.

צפויה מנרב בעקבות הסבב לרדת בשיעור החזקה לכ-49%² או שסאסא תעלה למעל 40% מה שיעלה את דרישת הרוב הרגיל ל-60% ויגרום לאיבוד השליטה של מנרב. רק בסמוך להשלמת הסבב, בדצמבר 2018, משקיע נוסף בחר להשתתף בסבב בו נקבע בסופו של דבר שווי גיוס נמוך יותר, שאושר על ידי כל הצדדים הרלוונטיים (לרבות סאסא שאישורה נדרש כאמור), מה שגרם להפעלת מנגנון האנטי דילול ולעלייתה של מנרב בשיעור החזקה, יחד עם החזקה של פחות מ-40% על ידי סאסא. כאמור, לא ניתן היה לצפות מראש לתוצאה כאמור, בהעדר הסכמה מראש של סאסא לשווי גיוס נמוך יותר, וכן בהעדר ודאות או ידיעה בדבר משקיע נוסף.

2.1.9. בהתייחס לפעילותה של קוואליטס בתקופה הנבחנת, בסוף הרבעון השני של שנת 2018 הושלם פיתוח המוצר הראשון והתאמתו לייצור מסחרי וברבעון השלישי החלו המכירות של אותו מוצר. במהלך 2018 החלו פעולות שיווק המוצר במטרה להתקשר עם הרשתות הגדולות, בשלב הראשון בארצות הברית ולאחר מכן במדינות נוספות כדוגמת אוסטרליה, סין, יפן והודו במהלך 2019 ואירופה בשנת 2020. בהתאם לתכנית העסקית של החברה ביחס לשנת 2019 וכפי שעולה גם מסעיף הוצאות המכירה והשיווק לשנה זו, פעולות השיווק צפויות להכפיל את עצמן ביחס לשנת 2018 ושנה זו צפויה להיות משמעותית ביותר ביחס להמשך המכירות וצמיחתה של החברה. כמו כן, לקראת סוף 2018 פיתוח המוצר הנוסף (חלבון מן הצומח) בעיצומו, כאשר בהתאם לתכנית העסקית של החברה השלמת פיתוחו ואישורו הרגולטורי צפוי להתרחש במהלך 2019. כלומר, שנת 2019 צפויה להיות משמעותית ביותר עבור קוואליטס, הן במישור של מכירת ושיווק המוצר שפותח והן במישור של המוצר הנוסף הנמצא בשלבי פיתוח.

2.1.10. בהתאם לאמור לעיל, באופן עקבי עם שיעורי החזקה של מנרב בחברה, אופן ההשתתפות המתוכנן של מנרב בסבב הנוסף והפעילויות הרלוונטיות בקוואליטס במחצית הראשונה של שנת 2018, לאותה נקודת זמן מנרב לא ראתה את השקעתה בקוואליטס ככזו המקנה לה שליטה על הפעילויות הרלוונטיות בחברה אשר צפויות להשפיע באופן משמעותי על התשואות הנובעות מההשקעה בקוואליטס. לעומת זאת, לקראת סוף שנת 2018, בעקבות ההתקדמות העסקית של קוואליטס, הבשילו התנאים אשר דורשים את מעורבות בעלי מניות ומאז יש משמעות יתרה לפעילותה של מנרב, ובמיוחד לאור החזקתה במניות החברה המהותית ביחס לבעלי המניות האחרים וכפי שיפורט בהמשך מסמך זה.

2.1.11. בהתייחס לאמור, עם התחלת המכירות בקוואליטס ברבעון השלישי וההתקדמות בהליכי השיווק, החלה מנרב לסקור את נתוני קוואליטס לצורך קבלת ההחלטות והחל מאותו מועד היא מוצגת כמגזר בר דיווח בדוחותיה הכספיים של מנרב כאשר בד בבד, מנרב החלה לכלול דיווחים מפורטים יותר בדיווחיה הפומביים בנוגע לקוואליטס. בהקשר זה אף ניתן לשים לב כי ארבעה ימים לאחר השלמת הסבב של דצמבר התקיים כנס משקיעים בו הציגה מנרב את השקעתה בקוואליטס על

2 זו גם הסיבה שמנרב לא הייתה משתמשת בכח שלה לבטל את סעיף ההגנה למחזיק מעל 40% מאחר ובמקרה כזה היא הייתה מאבדת את ההגנה שמקנה הסעיף.

מנת לשווק ולפרסם את פעילות המוחזקת. כמו כן, ברבעון הראשון מנרב הייתה מעורבת באופן אקטיבי בגיוס חוב חיצוני עבור החברה ואף הובילה למעשה את כל מהלך גיוס החוב מול ויאולה (המלווה הפיננסי) וזאת במטרה להוביל לגיוס מקור מימון נוסף שלא באמצעות גיוס הון נוסף מבעלי המניות הקיימים.

2.1.12. בהתייחס למכלול העובדות שתוארו לעיל, להלן הניתוח החשבונאי לעניין

החזקתה של מנרב בחברה בהתייחס לכל אחת מהנקודות הבאות:

- בחינת קיום שליטה אפקטיבית במקרים בהם מנרב לא מחזיקה באופן מוחלט את מרבית הזכויות באסיפה הכללית.³
- ניתוח כח השפעה של מנרב על קוואליטס למועד רכישת המניות הנוספות באפריל 2018.
- ניתוח כח השפעה של מנרב בקוואליטס למועד הרכישה הנוספת בדצמבר, כולל התייחסות להבדלים המהותיים הקיימים ביחס להחזקה מאפריל.

2.2. בחינת קיום שליטה אפקטיבית במקרים בהם מנרב לא מחזיקה באופן מוחלט את

מרבית הזכויות באסיפה הכללית

2.2.1. בהתאם לסעיף 38 להנחיות היישום לתקן דיווח כספי בינלאומי 10, דוחות

כספיים מאוחדים (להלן: "התקן" או "IFRS 10"), ייתכנו מצבים בהם למשקיע יהיה את כוח ההשפעה על הישות המושקעת גם במקרה בו אינו מחזיק במרבית זכויות ההצבעה

"למשקיע יכול להיות כוח השפעה גם אם הוא מחזיק פחות ממרבית זכויות ההצבעה בישות המושקעת. למשקיע יכול להיות כוח השפעה עם פחות ממרבית זכויות ההצבעה בישות מושקעת, לדוגמה, דרך:

...

(ג) זכויות ההצבעה של המשקיע (ראה סעיפים 41-45);

"...

עוד מוסיף סעיף 41 להנחיות היישום לתקן כי: "למשקיע עם פחות ממרבית זכויות ההצבעה יש זכויות שהן מספיקות כדי להקנות לו כוח השפעה כאשר למשקיע יש את היכולת המעשית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות באופן חד צדדי".

כלומר, בהתאם לסעיף זה ייתכנו מקרים שאף על פי שמשקיע מסוים אינו מחזיק במרבית זכויות ההצבעה בישות המושקעת יש לו את היכולת הבלעדית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות ולכן הוא שולט בישות המושקעת (להלן: "שליטה אפקטיבית").

2.2.2. בבואנו לבחון קיום שליטה אפקטיבית, כאשר למשקיע אין את מרבית זכויות

ההצבעה בישות המושקעת, סעיף 42 להנחיות היישום לתקן מנחה כי עלינו להתחשב בעובדות ונסיבות אשר ייתמכו בכך שהזכויות בידי המשקיע מספיקות

³ בחינה זו רלוונטית בהתייחס למועדים בהם למנרב אין רוב מוחלט באסיפה הכללית. (החל מדצמבר 2018 במועד הבשלת האופציות לעובדים באופן שיריד את שיעור החזקתה של מנרב אל מתחת ל-50% או בעקבות השלמת סבב הגיוס באופן שהיה מוריד את שיעור החזקה של מנרב אל מתחת ל-50%).

בכדי להקנות לו את כוח ההשפעה. בין היתר, על המשקיע לבחון את שיעור ההצבעה של המשקיע ביחס למשקיעים אחרים ומידת פיזור ההחזקות של כלל המשקיעים, זכויות הצבעה פוטנציאליות והסכמים חוזיים. כאשר סימנים אלה אינם מתקיימים יש לבחון עובדות ונסיבות נוספות אשר מצביעות על קיום שליטה אפקטיבית, ובכללן דפוסי הצבעה באסיפות בעלי מניות קודמות. להלן:

"בעת הערכה אם זכויות ההצבעה של המשקיע בן מספיקות כדי להקנות לו כוח השפעה, משקיע מתחשב בכל העובדות והנסיבות, כולל:

(א) החלק שמחזיק המשקיע בזכויות ההצבעה ביחס לחלק המחזיקים בעלי זכויות הצבעה אחרים ואופן הפיזור של ההחזקות האחרות, תוך הבאה בחשבון כי... וכן

(ד) עובדות ונסיבות נוספות כלשהן שמצביעות שלמשקיע יש, או אין, את היכולת הנוכחית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות בזמן שהחלטות צריכות להתקבל, כולל דפוסי ההצבעה באסיפות בעלי המניות הקודמות"

2.2.3. בהתייחס לאמור לעיל, לעניין אחוז ההחזקה בזכויות ההצבעה שבידי מנרב ואופן פיזור שאר בעלי המניות, כמתואר בסעיף 42(א), לא ניתן לטעון כי באסיפה כללית, בה ינכחו כלל בעלי זכויות ההצבעה, תוכל מנרב לקבל החלטות באופן חד צדדי ככל שאין ברשותה את מרבית זכויות ההצבעה באסיפה הכללית. כפועל יוצא מכך, ככל שאינה יכולה להעביר החלטות באסיפה הכללית ללא הסכמת מי מבעלי זכויות ההצבעה האחרים, אינה יכולה ליטול את סמכות קבלת החלטות מהדירקטוריון ובכך אין לה את היכולת להתוות את הפעילות הרלוונטית של החברה. כמו כן, לא קיימים הסדרים אחרים בין מנרב לחברה או בין מנרב לבעלי המניות האחרים (כגון: הסכמי ניהול שונים/ הסכמי הצבעה משותפת ועוד) בנוגע להצבעה באסיפה הכללית.

2.2.4. ככל שנסכם את האמור עד כה נראה כי סימני השליטה האפקטיבית המובהקים המתוארים לעיל אינם מתקיימים ולכן, כאמור בסעיף 42ב (ד) בהנחיות היישום לתקן יש להתחשב בעובדות ונסיבות נוספות. כמתואר בסעיף 1 לעיל, קיימים שני בעלי מניות עיקריים המחזיקים במרבית זכויות ההצבעה (מנרב וסאסא) ועוד מספר בעלי מניות נוספים אשר מחזיקים באחוזי הצבעה בודדים, המאוגדים רובם ככולם לעניין ההצבעות באמצעות ייפוי כח (Proxy) למזכיר החברה ו/או למייסדה. לאור העובדה כי קיימת מידת פיזור מסוימת בין בעלי המניות הנוספים, ניתן לכאורה לטעון כי ככל שיעדרו מי מבעלי המניות האחרים ייתכן מצב לפיו מנרב תוכל להגיע לרוב בין בעלי זכויות ההצבעה שינכחו באסיפה הכללית באותו מועד. בבואה לבחון טענה זו מנרב בחנה את האפשרות להיעדרות מי מבעלי זכויות ההצבעה באסיפה כללית בה תעלה על סדר היום, בהובלת מנרב, הצבעה לשינוי סעיף מסוים בתקנון החברה, אשר ייטול סמכויות מהדירקטוריון ויאפשר למנרב להתוות את הפעילות הרלוונטית של החברה. במסגרת זאת אף בחנה מנרב את הצורך להתחשב בדפוס ההצבעה באסיפה הכללית אשר נע בטווח שבין 85% ל-90%.

2.2.5. לעניין זה, פרשנות KPMG⁴ אף מציינת כי לעיתים ניתן יהיה להוכיח שליטה אפקטיבית רק לאחר תקופה מסוימת ממועד הרכישה, לאחר שניתן ללמוד על דפוס ההצבעה ועל היכולת הממשית של המשקיע לעשות שימוש בכך זה :

2.5.160.100 Determining the date on which an investor has de facto power over an investee may in practice be a challenging issue. In some situations, it may lead to a conclusion that control is obtained at some point after the initial acquisition of voting interests. At the date on which an investor initially acquires less than a majority of voting rights in an investee, the investor might conclude that it does not have de facto power over the investee if it does not know how other shareholders are likely to behave. As time passes, the investor obtains more information about other shareholders, gains experience from shareholders' meetings and might ultimately conclude that it does have de facto power over the investee. Determining the point at which this happens may require significant judgement. For further discussion of the acquisition accounting in such cases, see 2.6.1140.

כלומר, לעיתים גם אם מתקיימת שליטה אפקטיבית, לא יהיה ניתן לקבוע זאת כבר במועד בו המשקיע משיג את אחוזי ההצבעה הנידונים אלא רק לאחר תקופה בה המשקיע נוכח כי שיעור ההצבעה המוחזק בידיו מקנה לו את השליטה על הפעילויות הרלוונטיות.

2.2.6. בהתייחס לאמור לעיל, מנרב בחנה האם שיעור הצבעה הנמוך מ-50% עשוי להקנות לה שליטה אפקטיבית על החברה. כאמור, הצבעה שתדרוש להעביר חלק ו/או כל מסמכויות הדירקטוריון לאסיפה הכללית ובהתאם לרצונות מנרב תביא למצב כי הכח לקבלת החלטות תועבר לידי מנרב באופן שנוטל את כח ההשפעה מידי בעלי המניות האחרים המחזיקים בנציגות בדירקטוריון. בהתאם לתקנון החברה, על בעל המניות (לו הזכות לזמן אסיפה כללית) אשר מעוניין לכנס אסיפה כללית להודיע מראש (לפחות חמישה ימים מראש) מהם הנושאים אשר יעלו על סדר יומה של האסיפה הכללית. כפועל יוצא מכך, ככל שניכנס לנעלי משקיע רציונאלי, אין זה תרחיש סביר כי ייעדר מאסיפה כללית בה יובאו להצבעה החלטות אשר ייפגעו ביכולת ההשפעה שלו על השקעתו ובתשואותיו מהשקעתו, ובפרט בהתייחס לסאסא, בעלת המניות הנוספת המשמעותית בחברה לאותה נקודת זמן אשר היה ביכולתה להשיג השתתפות של יתר בעלי המניות באסיפות מעין אלו על מנת למנוע רוב מוחלט למנרב. רוצה לומר כי באסיפה כללית בה יובאו להצבעה החלטות אשר יקנו למנרב את יכולת קבלת החלטות הבלעדית בחברה אין זה סביר שייעדר מי מבעלי זכויות ההצבעה בחברה ולכן לצורך הבחינה האם בפועל יש למנרב שליטה

⁴ Manual of accounting – IFRS 2019

במקרה של החזקה בפחות ממרבית זכויות ההצבעה, אין להסתמך על כך שדפוס ההצבעה ימשיך באותו אופן גם באסיפה כללית שתכלול קבלת החלטות כמתואר לעיל.

2.2.7. בנוסף, מאחר ויכולתה של מנרב להשפיע על הפעילות הרלוונטית מקבלת ביטוי רק באמצעות האסיפה הכללית וזאת לאחר שהסמכויות להתוויית פעילויות אלו יועברו מהדירקטוריון, על מנת להניח שליטה אפקטיבית במקרה של החזקה בפחות ממרבית זכויות ההצבעה יש להניח שבכל אסיפה שתתכנס לצורך התוויית הפעילות הרלוונטית למנרב יהיה רוב בעקבות הימנעות של משקיעים מסוימים מלהצביע באסיפה. ברי כי לא ניתן לבסס יכולת שליטה רק על הנחה זו, וסביר שבמקרה כזה מנרב לא הייתה בוחרת להעביר החלטות משמעותיות מהדירקטוריון לאסיפה הכללית בעקבות חוסר הוודאות לעניין הפעלת מנגנון קבלת החלטות, כאשר מידת ההשתתפות של בעלי המניות בפועל תשפיע על יכולתה לקבל החלטות באמצעות האסיפה הכללית ובכלל.

2.2.8. בכל מקרה, גם אם מעוניינים לבסס קיום שליטה אפקטיבית במקרה הנדון, כמתואר בפרשנות KPMG לעיל, לא היה סביר לבסס יכולת שליטה החל ממועד רכישת המניות הנוספות אלא היה נדרש לבחון למשך תקופה האם אכן בעלי המניות האחרים לא מונעים את יכולת קבלת החלטות באופן שוטף באמצעות האסיפה הכללית באופן מספיק רציף כדי לטול את השליטה מידי מנרב. במקרה בו יכולת למנות חברי דירקטוריון אשר יתוו באופן שוטף את קבלת החלטות במוחזקת, לא סביר יהיה להגיע למסקנה שלחברה מתקיימת שליטה כל עוד לא הוכח יכולת קבלת החלטות חד צדדית של החברה באסיפה הכללית ללא אפשרות בידי בעל מניות אחר למנוע זכות זו.

2.2.9. לסיכום, לאחר בחינת מכלול העובדות והנסיבות המצביעות על שליטה אפקטיבית, כאשר לא קיים משקיע המחזיק במרבית זכויות ההצבעה בחברה, בהתאם למצב העובדתי במקרה הנדון המסקנה המתבקשת הינה שככל ולא קיים משקיע אשר מחזיק במרבית זכויות ההצבעה כך שמתאפשר לו לקבל החלטות באסיפה הכללית באופן מובהק וחד צדדי, לא מתקיימת שליטה אפקטיבית על החברה.

2.3. ניתוח כח השפעה של מנרב על קוואליטס למועד רכישת המניות הנוספות באפריל

2018.

2.3.1. כרקע לניתוח שלהלן נדגיש כי לצורך בחינת מהות הזכויות אשר מוקנות למנרב במועד זה ואת מידת ממשיותן בהתחשב במכלול העובדות והנסיבות הספציפיות, מנרב בחנה את מכלול השיקולים הספציפיים בהתייחס למצב באפריל 2018. לאותה נקודת זמן מנרב לא הייתה מודעת לכך שבדצמבר היא תעלה ל-52% בקוואליטס, אלא להיפך, החלופה הריאלית הייתה שהיא תאבד את היכולת

לשלוט על קוואליטס כפי שהיה קורה תחת כל אחת מארבעת החלופות שתוארו בסעיף 2.1.7 לעיל ושימור שליטה לאותה נקודת זמן לא היה בשליטתה. כאמור בפנייתנו המקורית מנרב הייתה סבורה כי שיעור ההחזקה החל מאפריל הינו 49.2% אשר כמפורט בסעיף הקודם לא מקנה לחברה שליטה אפקטיבית. יחד עם זאת, לאחר התבררות העובדה ששיעור ההחזקה למועד זה, ללא התחשבות באופציות לעובדים שטרם הבשילו, הינו 50.4%, מנרב הוסיפה ובחנה, בהתייחס לכח שהיה לה באפריל 2018, האם העובדה ששיעור החזקה בפועל לאותו מועד היה 50.4% הייתה משנה את מסקנת החברה לעניין השליטה והיא סבורה שבמכלול העובדות והנסיבות לא היה סביר לעלות לאיחוד ולהכיר ברווח מעלייה לשליטה בחודש אפריל, וכפי שיוסבר בהמשך.

2.3.2. ראשית, כפי שתואר ברקע העובדתי לעיל, אומנם באפריל 2018 אחוז ההחזקה בזכויות ההצבעה אכן עמד על 50.4% אך כבר במועד זה היה צפוי שמנרב תאבד שליטה תוך מספר חודשים תחת אחת מהחלופות הבאות:

- בהתעלם מגיוס נוסף, היא תרד בשיעור ההחזקה בפועל בעקבות התשלומים מבוססי המניות עד ל-49.2% במרץ 2020 בהתאם למועדים שתוארו לעיל.
- בהתחשב בגיוס הנוסף שהתחיל בפועל באפריל/מאי, למנרב לא היתה היכולת לשלוט על יכולתה לשמר שליטה לאחר הסבב (כאמור, תחת התרחישים שתורד בשיעור החזקה ל-49% במועד השלמת הסבב תוך מספר חודשים, או תאבד את מרבית זכויות ההצבעה בעקבות מנגנון ההגנה למשקיע המחזיק מעל 40% בעקבות עליה אפשרית של סאסא בשיעור ההחזקה).

כלומר, נכון לאפריל 2018, כוח ההשפעה של מנרב בהצבעות האסיפה הכללית צפוי היה להתקיים לתקופה קצרה (עד השלמת הסבב הנוסף שהיה אמור להתרחש גם לפני דצמבר או לחילופין בעקבות הבשלת התשלומים מבוססי מניות החל מדצמבר), וזאת רק עד ממש סמוך למועד הגיוס בפועל בדצמבר ששינה את התמונה ביחס להחזקתה של מנרב בחברה.

2.3.3. לאור האמור, מנרב בחנה האם השגת מרבית זכויות ההצבעה למספר חודשים בלבד (אם בכלל, כתלות במועד השלמת הסבב הנוסף ותוצאתו) מקנה לה את היכולת לשלוט על הפעילויות הרלוונטיות ובפרט את מידת הממשיות של יכולת זו. לעניין זה, סעיפים 22ב-24 להנחיות היישום לתקן מנחים כי על מנת להתחשב בזכויותיו של משקיע בקביעת כוח ההשפעה יש להתחשב בזכויות ממשיות בלבד. בנוסף, הסעיפים מרחיבים כי זכויות הן ממשיות כאשר הן ניתנות למימוש כאשר ההחלטות לגבי ההתוויה של הפעילויות הרלוונטיות צריכות להתקבל.

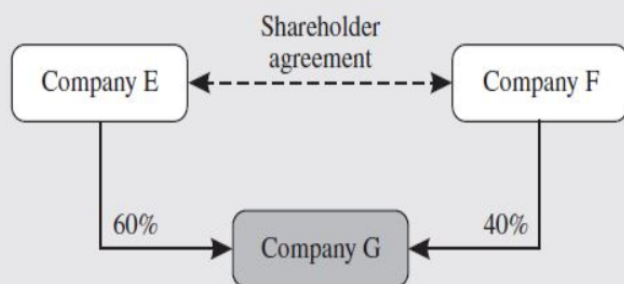
2.3.4. פרשנות KPMG⁵ להלן מתארת מצב לפיו במקרים בהם כוח ההשפעה מושג באמצעות הסכמים חוזיים, ייתכן והתקופה החוזית (הקצובה) בה ניתן יהיה

⁵ Insights into IFRS – 15th edition 2018/19

להפעיל את כוח ההשפעה תהיה קצרה מדי בכדי שתהיה לה השפעה של ממש על היכולת להתוות את הפעילות הרלוונטית. בחינת התקופה והשפעתה תיעשה בהתאם לעובדות והנסיבות וייתכן ויהיה זה סביר לטעון כי על אף ההסכם החוזי, למשקיע אין את כוח ההשפעה על הישות המושקעת:

EXAMPLE 11A - POWER - SHAREHOLDER AGREEMENT (1)

2.5.150.20 Company E owns 60% of the voting power in Company G, and Company F owns the other 40%. E therefore appears to have power over the relevant activities of G. ➔



2.5.150.30 However, E has entered into an agreement with F such that E defers to the wishes of F with respect to voting. E has done this because it has no expertise in the area of G's operations. Therefore, taking into account the contractual arrangement between the parties, F concludes that it has power over the relevant activities of G. ➔

2.5.150.40 However, before concluding that a shareholders' agreement confers power on a particular party, **the investor should consider the break-up (termination) terms in the agreement as well as its duration.**

EXAMPLE 11B - POWER - SHAREHOLDER AGREEMENT (2)

2.5.150.50 Continuing Example 11A, assume that Company E can discontinue the agreement at any time without penalty. In that case, E concludes that it has power over the relevant activities of Company G, because it can step in and exercise its rights at any time.

2.5.150.60 **If a shareholders' agreement has a fixed duration, then depending on the facts and circumstances, it might be appropriate to conclude that the agreement covers too short a period to have any real impact on the power to direct the relevant activities.** Although a

shareholders' agreement will generally be in writing, this is not a requirement of IFRS. An oral shareholders' agreement may be as important as a written agreement in assessing control. *נההדגשות אינן במקור]*

2.3.5. בנוסף, פרשנות PWC⁶ להלן מציגה דוגמה לפיה קיימים שני משקיעים עיקריים בחברה (X-35% ו-Y-40%) ויתרת אחוזי ההחזקה מפוזרים בין מספר רב של בעלי מניות. בהתאם לדוגמה דפוסי הנוכחות באסיפות כלליות קודמות כללו את כלל בעלי המניות אך באסיפה הכללית השנתית Y לא נכח בהצבעה ולכן ל-X היה הרוב בהצבעה וכפועל יוצא מכך הוא זה שמינה את דירקטוריון החברה לשנה הקרובה. בהתאם לדוגמה, עמדת PWC הינה ש-X אינו שולט בישות המושקעת למרות העובדה שהייתה לו היכולת לקבל החלטות באסיפה כללית אחת ולמנות את הדירקטוריון. התימוכין לכך הינו שהיכולת לקבל את ההחלטות באסיפה כללית אחת אינה מקנה את היכולת להתוות את הפעילות הרלוונטית על בסיס מתמשך:

"FAQ 26.70.6 – Temporary shareholding at general meeting

Entity W has the following ownership structure:

entity X: 35%;

entity Y: 40%; and

various small shareholders: 25%.

Entity Y and a majority of the small shareholders have attended and voted at past general meetings. At entity W's most recent general meeting, entity Y did not vote, and entity X had sufficient votes to elect three of its named directors to a board of nine directors, being all of the board members that were put forward for election in the current year. All other matters that were put to a shareholder vote were for routine business, and the proposals of executive management were carried.

The fact that, at one general meeting, entity X was able to carry the vote and name its representatives on the board does not give it control over entity W. It is not necessarily able, by virtue of voting at one meeting, to direct entity W's relevant activities on an ongoing

⁶ Manual of accounting – IFRS 2019

basis. Entity Y, equally, does not have de facto control over entity W. Although it has the largest block of votes, entity X and a majority of the small shareholders could exercise their votes and prevent entity Y from enforcing its view." [ההדגשות אינן במקור]

בדוגמה המתוארת לעיל הגיעו למסקנה כי שליטה באסיפה אחת אינה מקנה יכולת לשלוט באופן מתמשך. על פי עיקרון זה, ניתן להסיק כי יתכן ושליטה לתקופה קצרה מוגבלת תוביל למסקנה שלמשקיע אין יכולת לשלוט באופן מתמשך ולפיכך אין לו שליטה על הישות המושקעת.

2.3.6. עוד נציין את עמדת KPMG להלן לעניין איבוד השפעה מהותית לפיה שינויים זמניים במערכת היחסים בין המשקיע למושקעת לא יגרמו בדרך כלל לאיבוד השפעה מהותית:

3.5.560.20 In our view, once an investment has been classified as an associate or joint venture, the investor will be regarded as continuing to have significant influence or joint control until a specific, identifiable event or transaction changes the circumstances.

Insignificant or temporary changes in the relationship between the investor and the investee would not normally result in the cessation of joint control or significant influence.

2.3.7. בהתייחס לכל האמור לעיל, העלייה בשיעור החזקה של מנרב בחברה באפריל, כאשר באופן בלתי נמנע מנרב הייתה צפויה לרדת אל מתחת ל-50% במועד השלמת הגיוס הנוסף (או לחילופין, סאסא הייתה צפויה לעלות כאמור אל מעל ל-40%) או באופן אוטומטי עם הבשלת התשלומים מבוססי מניות, אינה מהווה אירוע משמעותי במידה שעל מנרב להפסיק לטפל בחברה בשווי מאזני תוך עלייה לשליטה והכרה ברווח וכן אינה מקנה למנרב זכות ממשית של קבלת החלטות רלבנטיות בקוואליטס במשך תקופת החזקה המוגבלת כמפורט להלן.

2.3.8. בנוסף, במסגרת הפעלת שיקול הדעת כמתואר בספרות המקצועית שהוזכרה לעיל ובחינת ממשיות יכולת השליטה לתקופה קצובה של מספר חודשים בלבד, הוסיפה מנרב ובחנה מהן הפעילויות הרלוונטיות באותה תקופה קצובה וכפועל יוצא מהי יכולתה של מנרב הלכה למעשה בחודשים אלו לכוון את הפעילות הרלוונטית על מנת להשפיע על התשואות הנובעות מקוואליטס.

2.3.9. לעניין זה, סעיף 13 לתקן קובע כי כאשר ישנם שני משקיעים או יותר ויש להם את היכולת החד צדדית להתוות פעילויות רלוונטיות שונות, המשקיע שלו כוח ההשפעה הינו המשקיע שיש לו את היכולת הנוכחית להתוות את הפעילויות שמשפיעות באופן המשמעותי ביותר על התשואות של הישות המושקעת. כלומר, בבחינת כוח השפעה על המשקיע להיות בעל יכולת ההתוויה של הפעילות המשפיעה באופן המשמעותי ביותר על התשואות מהישות המושקעת. סעיף 13 להנחיות

היישום לתקן מתאר את הדוגמה לפיה קיימים שני משקיעים לישות מושקעת אשר לכל אחד מהם יש את היכולת החד צדדית להתוות פעילות רלוונטית אחרת. בהתאם לדוגמה יש לבחון מהי הפעילות הרלוונטית המשפיעה בצורה המשמעותית ביותר על התשואות מהישות המושקעת.

2.3.10. בהתייחס לאמור, ככל שנבחן מהן הפעילויות הרלוונטיות אשר משפיעות באופן המשמעותי ביותר על התשואות מהמושקעת במקרה הנדון, בנקודת הזמן של אפריל 2018 טענה אפשרית הינה שעצם מכירת המוצר ושיווקו היא הפעולה בעלת ההשפעה המשמעותית ביותר ולעצם השלמת הליכי המחקר והפיתוח של המוצר יש השפעה שאינה משמעותית על התשואות העתידיות של הישות המושקעת, שכן להשלכות של קבלת החלטות על הליכי המחקר והפיתוח בשלבי סיומם יש השפעה מועטה אם בכלל על המוצר הסופי אשר ברובו כבר פותח. ניתן לראות באופן ברור כי לאותה נקודת זמן צפי המשקיעים השונים לתשואות מהישות המושקעת נובע מהתחזיות לעניין המכירות של המוצר, השווקים החדשים אליהם יוכנס המוצר והיקפים ומחיר החוזים שיחתמו עם רשתות גדולות לצורך ההפצה כאמור. פעילויות אלו התרכזו בעיקר במחצית השנייה של שנת 2018 והן צפויות להמשיך באופן משמעותי בשנת 2019 במסגרת הפצת המוצר שפותח. כמו כן, בשנת 2018, טרם השלמת אבן הדרך הראשונה של החדרת המוצר שפותח לשווקים ולרשתות מובילות, החברה לא הייתה יכולה לגייס חוב חיצוני וגיוס הכספים בוצע בדרך של סבבי השקעה פנימיים שאינם מאפשרים לבעלי המניות להניב תשואות משמעותיות מההשקעה לאותה נקודת זמן.

2.3.11. לאור האמור, ניתן להסיק כי בהתאם למצבה העסקי של החברה באותה נקודת זמן, לתקופה הקצובה בה מנרב הייתה צפויה לשלוט על קוואליטס לא הייתה היכולת להקנות לה כח השפעה על הפעילות הרלוונטית באופן שמשפיע באופן משמעותי על התשואות הנובעות מקוואליטס. נוסף ונציין כי אין זה במקרה שלמועד זה מנרב גם לא צפתה לעלות לשליטה, תיכננה להשתתף בסבב הבא באופן חלקי (עד 50% לכל היותר) וכי המטרה העסקית הייתה לתחזק את הזרמת הכספים לקוואליטס על מנת שזו תוכל להשלים את הפיתוח ולהתחיל להחזיר את ההשקעות שקיבלה מבעלי מניותיה.

2.3.12. לסיכום כל האמור לעיל, נכון לאפריל 2018, ובהתחשב במכלול העובדות לאותה נקודת זמן, לא סביר היה להגיע למסקנה שמתקיימת למנרב שליטה בקוואליטס. כפי שהוזכר לעיל שינויים זמנים שאינם משמעותיים בהחזקה בחברה לא יביאו לכך שהמשקיע יפסיק לטפל בהשקעה בשיטת השווי המאזני וזה היה המקרה נכון לאותה נקודת זמן. התחשבות באותו אירוע נקודתי שהעלה את החברה באופן מקרי להחזקה של 50.4% היה מביא לעלייה לשליטה והכרה ברווח באפריל, ולאחר מספר חודשים איבוד שליטה בעקבות הבשלת האופציות לעובדים ו/או השלמת הגיוס שהיה מתוכנן להוריד את החברה משליטה כאמור לעיל, כאשר שינויים אלו לא הקנו לה זכות ממשית לקבלת החלטות משמעותיות בקוואליטס

באותה תקופה ולא התיימרו לייצג אף שינוי שבמהות ביחס להחזקתה של מנרב בחברה.

2.4. ניתוח כח ההשפעה של מנרב בקוואליטס למועד הרכישה הנוספת בדצמבר, כולל

התייחסות להבדלים המהותיים הקיימים ביחס להחזקה מאפריל.

2.4.1. בעקבות השלמת הסבב הנוסף בדצמבר באופן אשר העלה את שיעור החזקתה של מנרב ל-52% למועד זה, בחנה את מהות זכויותיה לדצמבר 2018 לאחר ההנפקה והאם החל מאותו מועד זכותה לשלוט בקוואליטס הינה ממשית, כאשר עיקרי הבחינה והנימוקים לעלייה לשליטה פורטו בפנייתנו המקורית. להלן יפורטו מספר דגשים אשר יבהירו את הממשיות של הזכויות המוחזקות בידי מנרב וכן את ההבדלים המשמעותיים בין הזכויות בידי מנרב באפריל 2018 לזכויות בידי מנרב בדצמבר 2018.

2.4.2. הנקודה המשמעותית ביותר המבדילה בין החזקותיה של מנרב באפריל 2018 לעומת החזקותיה בדצמבר 2018 הינה יכולתה של מנרב לשמר את החזקתה במרבית זכויות ההצבעה לפי שיקול דעתה. בעוד שבאפריל 2018 איבוד מרבית זכויות ההצבעה היה צפוי לקרות עם חלוף הזמן ככל שהתשלומים מבוססי המניות יבשילו וכן בעקבות הסבב הנוסף כמפורט לעיל, בדצמבר 2018 המצב שונה בתכלית מהסיבות להלן:

- נכון למועד הגיוס הנוסף 52% מזכויות ההצבעה שהחזיקה מנרב בחברה הינן לאחר ההבשלה המלאה של אותם תשלומים מבוססי מניות.
- לאחר ההנפקה הנוספת סאסא מחזיקה ב-36.6% מהון המניות של קוואליטס ולמיטב ידיעת החברה, לאחר הסבב האחרון בכוונת סאסא לצמצם את היקף ההזרמות לחברה ולא צפוי שהיא תזרים כספים נוספים באופן אשר יביא לעלייתה למעל 40%. באופן רוחבי יותר לעניין גיוסים נוספים, בעקבות התחלת המכירות בקוואליטס והיכולת שהתפתחה לגייס חוב חיצוני, גישתה של מנרב נכון לדצמבר הינה שהזרמות נוספות ככל שיהיו יבוצעו לפי שווי חברה מלא על מנת לממש באופן חלקי את ההשקעה בקוואליטס. זו גם הסיבה בגינה פעלה מנרב להשגת חוב חיצוני עבור קוואליטס במהלך ינואר 2019 וזו גם הכוונה בהתייחס לגיוסי חוב עתידיים ולפיכך גיוסי חוב פנימיים בין בעלי המניות הקיימים בלבד אינם על הפרק בשלב זה מנקודת מבטה של מנרב, אשר כאמור מחזיקה ביכולת הממשית לקבל החלטה בנוגע לסבבי גיוס לצורך מימון פעילותה של החברה.

כלומר, החל מדצמבר, איבוד שליטה ככל שיתרחש הינו מהלך אשר בשליטתה המלאה של מנרב ועל מנת לרדת משליטה עליה לבצע פעולה אקטיבית, אשר ככל ויתאפשר תבוצע במידה וייכנס משקיע אסטרטגי במטרה לשפר את התשואות של הישות המושקעת. זאת כאמור בשונה מהמצב באפריל בו למנרב לא הייתה היכולת הממשית להימנע מאיבוד השליטה האפשרי.

2.4.3. בהתייחס לאמור לעיל, מנקודת מבטה של מנרב, נכון לדצמבר היא מחזיקה ביכולת לכוון את הפעילות הרלוונטית והיא זו שתבחר האם לרדת בשיעור ההחזקה וזאת רק במקרה שירידה כזו תשפר את התשואות של קוואליטס ותקדם אותה לקראת הנפקה על מנת למקסם את התשואות שינבעו ממנה בעקבות המהלך. עצם הבחירה והשיקולים האם ובאיזו מידה להכניס משקיע נוסף, הנובעים למעשה אך ורק מבחינת התשואות של הישות המושקעת, מצביעים על יכולתה של מנרב להשתמש בכוח ההשפעה כדי להשפיע על סכום התשואות שלה כמשקיע. במילים אחרות, יכולתה ושיקוליה של מנרב לבחור מתי ובאיזו מידה לרדת משליטה וזאת רק על מנת לממש את הגידול בתשואות בגין הישות המושקעת, הם עצמם מצביעים על שליטתה בישות המושקעת ועל היכולת לשלוט בפעילות הרלוונטית כולל הקשר בין שליטה זו לבין התשואות הנגזרות ממנה. נקודת מוצא זו שונה מהותית מהמצב שהתקיים באפריל 2018, כאשר קוואליטס נדרשה לכספים נוספים, לא הייתה אפשרות ריאלית אחרת לגייס כספים שלא מידי המשקיעים הנוכחיים ובעקבות ההסכמות בין מנרב וסאסא להשקיע באופן שווה, הירידה בשיעור ההחזקה הייתה בלתי נמנעת מנקודת מבטה של מנרב.

2.4.4. בנוסף, בחנה מנרב את ממשיות הזכויות המוחזקות בידיה וזאת מעבר לטיעונים המתוארים בהרחבה בפנייתנו המקורית, והגיעה למסקנה שנכון לדצמבר 2018 לחברה היכולת החד צדדית לשלוט על הפעילות הרלוונטית בקוואליטס באמצעות העברת החלטות לאסיפה הכללית באופן ממש. לעניין זה ראשית יודגש כי ניתוח יכולת השליטה של מנרב, לרבות היכולת ליטול סמכויות מהדירקטוריון ולהעבירן לאסיפה הכללית והיכולת לשנות סעיפים המתייחסים למנגנונים מסוימים שתוארו בנייר זה, המקנות לחברה את היכולת לקבל החלטות בנוגע לפעילויות הרלוונטיות, נעשה תוך בחינה מעמיקה של התקנון והחוקים הרלוונטיים ועמדתה של מנרב בנושא זה מקובלת על עורכי הדין המלווים אותה בקשר עם החזקתה בקוואליטס.

2.4.5. כפי שצוין, נכון למועד זה מנרב אינה עושה שימוש בכח המוחזק בידיה מאחר והפעילות הרלוונטית העיקרית הקשורה לשינוי ומכירות המוצר מתנהלת על ידי בעלי התפקידים בחברה באופן המקובל על מנרב. יחד עם זאת, במידה ומנרב הייתה רוצה לבצע שינוי כלשהו בקשר עם פעולות אלו היא רשאית ויכולה לבצע זאת ומכח החזקתה במניות באופן הגבוה משמעותי מיתר בעלי המניות ובעקבות הסכומים המשמעותיים שהושקעו על ידה במצטבר מ-2015 ועד מועד זה אף ברור שיש לה תמריץ משמעותי ביותר להפעיל את כח ההשפעה ככל שידרש. לעניין זה, יודגש כי אין למנרב הסכמי שיתוף פעולה, לא עם סאסא ולא עם כל משקיע אחר ולפיכך אין למנרב שום מגבלה ממשית, עסקית או כלכלית להפעיל את כח ההשפעה המוחזק על ידה ככל שתחפוץ בכך.

2.4.6. מנרב אף בחנה האם קבלת החלטות במסגרת אסיפה כללית (חלף דירקטוריון) הינה מעשית והגיע למסקנה כי הואיל וקוואליטס הינה חברה פרטית עם מספר מצומצם של בעלי מניות (20-30) שרובם מצביעים באמצעות Proxy ליועץ המשפטי ואו למייסד החברה, וכן חלקם מיוצגים גם ככה במסגרת הדירקטוריון, ההתראה

הנדרשת הינה קצרה (5 ימים בלבד), והאסיפה הינה טלפונית, מבחינה פרקטית האסיפה הכללית יכולה בהחלט לשמש תחליף זמין לדירקטוריון, אף מבלי לפגוע ביעילות קבלת ההחלטות.

2.4.7. כמו כן מנרב בדעה שמנגנון לפיו החלטות מתקבלות באסיפה הכללית לא יסרב הכנסת משקיע נוסף מאחר וממילא, הכנסת משקיע מהסוג הרצוי תלווה כפי הנראה במשא ומתן בנוגע לחובות והזכויות המוקנות מכח התקנון, מכח הסכמי ההשקעה השונים וממכלול מערכת היחסים בין שכבות המניות השונות, ולפיכך, בכל מקרה צפוי כי מנגנון קבלת ההחלטות ידון מחדש במקרה של הכנסת משקיע תפעולי אסטרטגי חדש כאשר מנגנון קבלת ההחלטות שיהיה בתוקף למועד חיפוש המשקיע לא יהווה שיקול משמעותי לעניין זה.

2.4.8. כמו כן, הוסיפה מנרב ובחנה את יכולת ההשפעה שלה גם ביחס לפעילויות הרלוונטיות של קוואליטס למועד רכישת המניות הנוספות, אשר נכון לדצמבר 2018 הרכבן ומידת השפעתן על התשואות של קוואליטס השתנה במידה רבה. בראש ובראשונה פעילות המחקר והפיתוח של המוצר הנמכר והמשווק קיום הסתיימה לגמרי והחלה פעילות מחקר ופיתוח חדשה של מוצרים נוספים (כמתואר בפנייתנו המקורית) ומירב משאביה ומאמציה של החברה הוסטו אל פעילויות המכירה, שיווק והפצה, ולראייה אכן קיימת עלייה משמעותית במכירות החברה ברבעון הרביעי לשנת 2018 וכן נכרת הסכם משמעותי לשיווק המוצר ברשת מרכולים גדולה בארצות הברית. כלומר, משקיע המחזיק במרבית זכויות ההצבעה נכון ל-31 בדצמבר, ללא מועד ספציפי מוגדר בו הוא אמור לרדת משליטה, גם אם קיימת אפשרות כזו, מחזיק ביכולת הבלעדית לשלוט על הפעילויות הרלוונטיות אשר ישפיעו בצורה משמעותית ביותר על התשואות של קוואליטס.

2.4.9. בהתייחס לכל האמור, לקראת סוף שנת 2018 קיימת משמעות ניכרת יותר לפעילותה של מנרב כבעלת מניות, ובמיוחד לאור היקף החזקותיה של מנרב במניות החברה ביחס לבעלי המניות האחרים. כפי שתואר בחלק העובדתי לעיל, גם התייחסותה הפנימית של מנרב להשקעתה במניות קוואליטס השתנתה מקצה לקצה עם התבהרות אי הודאות המשמעותית בעקבות התחלה של המכירות לרשתות. לעניין זה, חשוב להבהיר כי החדירה לרשתות המזון והפארמה הגדולות עבור חברה כדוגמתה של קוואליטס הינה אבן דרך קריטית שלחלוטין איננה מובנת מאליה. כפי שפורט בהרחבה לאורך מסמך זה, עם התקדמות הליכי השיווק בקוואליטס ופריצת הדרך המשמעותית שהושגה עם כריתת החוזה הראשון עם רשת שיווק גדולה בארצות הברית, מנרב הגדילה את המיקוד העסקי בקוואליטס, מה שקיבל ביטוי בכך שהחל מהרבעון השלישי הנתונים של קוואליטס נסקרים לצורך קבלת החלטות, היקף הגילוי שניתן למשקיעים גדל מהותית ואף שיווק פעולות החברה נעשות אף הן מצד מנרב, כדוגמת, כנס המשקיעים שחל מספר ימים לאחר השלמת הסבב גיוס של דצמבר. אמנם עניין זה אינו נובע דווקא מהעלייה בשיעור ההחזקה בסבב האחרון אך הוא מושפע בין היתר גם מהעובדה שבעקבות הסבב מנרב הגדילה עוד את החזקותיה בחברה, הגדילה את חשיפתה לתשואות

המושקעת ולמעשה הוכיחה כי היא ממשיכה להשקיע בחברה תוך מעורבות יתרה בפעילותה של קוואליטס.

2.4.10. להשלמת התמונה יצוין לעניין כוונות החברה ומנרב להכנסת משקיע נוסף, כי לא מדובר בסבב נוסף שמטרתו אך ורק לגייס כספים עבור המשך פעילותה של החברה (שבמקרה כזה מנרב תהיה מעורבת ותמשיך לשמר שליטה), אלא המטרה בהכנסת משקיע אסטרטגי הינה לממש חלק מההשקעה בדרך של הנפקת הון בשווי המייצג את שווייה הממשי של קוואליטס על מנת ליהנות מהתשואות של הישות המושקעת. בהתייחס לשלב בו נמצאת קוואליטס ובעקבות נסיון העבר בו ניסו מספר פעמים להכניס משקיעים חדשים לחברה, אין בידי מנרב את היכולת לצפות באיזו מידה יכנס משקיע כזה ובאיזה מועד זה יקרה ומאחר ומדובר בהחלטה אסטרטגית, ככל וניתן מנרב תפעל למימושה רק כאשר היא תוביל לתוצאה הרצויה מבחינתה, לגייס משקיע אסטרטגי שיש ביכולתו לקדם הנפקה ו/או מכירה עתידית (EXIT) של החברה.

2.4.11. באופן תאורטי יתכן והחברה תמשיך לשלוט בחברה מספר חודשים בלבד עד להכנסת המשקיע החדש בהתאם לתנאים שתוארו לעיל, אך באותה מידה אף יתכן וזה יקח יותר משנה או תקופה ארוכה יותר, אשר בה ייתכן מאד ומנרב תמשיך להשקיע עוד בקוואליטס ותחזיק אף אחוזים גבוהים יותר בהון המניות. טענה לפיה נכון לדצמבר זכותה של מנרב אינה ממשיכה מאחר והיא אינה עושה שימוש בפועל בכח המוחזק על ידה, עשויה להוביל למצב בו מנרב תמשיך להחזיק בחברה, ואף להזרים כספים נוספים ולעלות בשיעור ההחזקה, ויחד עם זאת לא לאחד את החברה וככל שיחלוף הזמן זה יביא לתוצאה שאינה סבירה ביחס להשקעתה של מנרב בחברה.

2.4.12. למעשה החל מאפריל ועד לדצמבר התרחשו האירועים שתוארו לאורך מסמך זה בקשר עם ההשקעה בקוואליטס, וכאמור צפויים להתרחש אירועים נוספים אשר בנקודת זמן בעתיד יובילו לירידה משליטה של מנרב בקוואליטס. גם אם יעלו טענות כאלו ואחרות לעניין קיום שליטה לפני דצמבר או לחילופין אי בהירות לגבי העתיד וההשלכות של כך על השליטה בדצמבר, בציר הזמן ניתן להסיק בצורה ברורה כי באפריל לא היה סביר להגיע למסקנה שמתקיימת שליטה. לקראת סוף שנת 2018, ככל שפעילותה של קוואליטס צמחה ומעורבותה של מנרב עלתה, יחד עם העובדה שהסבב של דצמבר העלה את שיעור ההחזקה של מנרב למעל 50% גם בדילול מלא (בלי להיות תלוי בצדדים שלישיים – העובדים או בהשתתפותם של משקיעים נוספים בסבבי גיוס), זכותה של מנרב הפכה לזכות שנמצאת בשליטתה הבלעדית של מנרב ולפיכך נקודת הזמן הנאותה ביותר לעלייה בשליטה, תוך שיקוף השינוי המשמעותי של החזקתה במניות קוואליטס יהיה דצמבר, שרק אז כאמור היה ניתן להסיק כי מתקיימת שליטה. האמור אף עקבי עם פרשנות KPMG שהזכרה לעיל המתאימה למקרים של שליטה דה-פקטו ולזיהוי המועד בו המשקיע השיג שליטה אפקטיבית על המושקעת, אך עשויה להיות רלוונטית גם

למקרים אחרים בהם נדרש להפעיל שיקול דעת בנוגע למועד בו ניתן לטעון שלמשקיע שליטה על חברה מוחזקת.

2.4.13. בשולי הדברים יצוין כי במידה ומנרב הייתה מגיעה למסקנה באפריל כי מתקיימת שליטה בקוואליטס, היא הייתה עולה לשליטה ומכירה ברווח לאותו מועד, ואילו מספר חודשים לאחר מכן, בין אם בעקבות הבשלת האופציות לעובדים ובין אם בעקבות השלמת הסבב בצורה שמנרב הייתה יורדת מ-50% (או לחילופין שסאסא הייתה עולה מעל 40%), היא היתה יורדת משליטה, ללא כל ממשות לשליטה התאורטית שהחזקה על ידה בתקופת הביניים. טיפול חשבונאי זה היה מביא לשיערוך משמעותי של ההשקעה ויצירת בסיס שווי מאזני חדש לחלוטין לאחר מספר חודשים ביחס להשקעה זהה, לפני ואחרי השינויים המשמעותיים שהשתקפו במדידה החשבונאית, באופן שכאמור לא היה מייצג את מצב החחזקה של מנרב בקוואליטס שלא השתנה כמעט בכלל במקרה כזה לאורך השנה. בנוסף, הייתה קיימת אפשרות תאורטית של עלייה נוספת לשליטה לאחר תקופה קצרה, במידה והירידה הייתה מתרחשת בעקבות האופציות לעובדים והסבב שהעלה בפועל את מנרב ל-52% היה מתרחש מעט מאוחר יותר. במקרה כזה, טיפול חשבונאי של עלייה לשליטה, איבוד שליטה ועלייה חוזרת לשליטה תוך תקופה של כשנה אחת, היה מייצג תוצאה שאינה סבירה ביחס להחזקה של מנרב בחברה אשר הפכה להיות ממשית מלכתחילה רק לאחר הסבב שהושלם בדצמבר.

2.4.14. לסיכום, כאמור נכון לדצמבר מנרב בדעה שזכויותיה לכוון את הפעילות הרלוונטית של קוואליטס הינה ממשית וזאת לאחר השלמת הסבב הנוסף ועלייתה לשיעור החזקה של 52% בחברה. כמו כן, לעמדת מנרב הפערים המהותיים ביחס לזכותה באפריל אשר לא הקנתה לה שליטה ממשית בקוואליטס נובעים בעיקר מ: (1) תקופת הזמן המוגבלת שבה מנרב הייתה מחזיקה במרבית זכויות ההצבעה הנדרשות לצורך קבלת החלטות בקוואליטס נכון לאפריל ללא יכולת לשנות עובדה זו; (2) הפעילויות הרלוונטיות באותה תקופה שעד לאיבוד שליטה ויכולתה המוגבלת של מנרב אם בכלל להשפיע על התשואות הנובעות מהשקעתה בחברה במהלך התקופה שעד לאיבוד השליטה; (3) ראייתה העסקית של מנרב והיעדר אסטרטגיה ברורה להמשיך ולפעול לשליטה בקוואליטס טרם ההתקדמות באבן הדרך המשמעותית של החדרת המוצר לשוק; וכן (4) התוצאה הלא סבירה שהייתה מתקבלת במידה ומנרב הייתה מאחדת את קוואליטס למספר חודשים ובמועד השלמת הסבב הנוסף או במועד הבשלת האופציות לעובדים (המוקדם מביניהם), היא הייתה יורדת משליטה תוך תקופה קצרה, כאשר לאותה תקופת איחוד קצרה למנרב לא הייתה יכולת ממשית לכוון את הפעילות הרלוונטית בקוואליטס והירידה בשיעור החחזקה היתה צפויה כברירת מחדל שהייתה ידועה מראש ללא שיקול כלכלי אסטרטגי ובלי שהיה לאל ידה למונעה.