



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464
טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160
www.isa.gov.il

ד' אדר ב' תשע"ו
14 מארס 2016

לכבוד:

איץ' בי אל - הדסית ביו-החזקות בע"מ (להלן - "החברה")
הדסה עין כרם, ת"ד 12000, ירושלים, 91120
באמצעות מערכת יעל

הנדון: בחינת איבוד שליטה של החברה בכאהר מדיקל (2005) בע"מ ("כאהר")

סימוכין: בקשת החברה להנחיה מקדמית מיום 26 בינואר 2016; שיחותינו הטלפוניות מיום 7 בפברואר 2016, מיום 8 בפברואר 2016 ומיום 15 בפברואר 2016.

במענה לפנייתכם שפרטיה בסמך (להלן - "הפניה"), הרינו להעלות על הכתב את עמדת סגל הרשות בהתייחס לנושא שבנדון כפי שנמסרה לכם טלפונית בשיחתנו מיום 15 בפברואר 2016. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה במכתביכם שבסמך, ועליה בלבד, ובהנחה כי היא משקפת את מכלול הנתונים הרלוונטיים לעניינים האמורים בפנייתכם.

רקע עובדתי

עניינה של פניית החברה הוא סוגיית קיומה של שליטה בכאהר על רקע שינויים שחלו בהחזקתה וזכויותיה של החברה בכאהר, בעקבות חתימה על הסכם השקעה, כמפורט להלן:

תקופה ראשונה – עד ליום 14 בדצמבר 2015:

עובר למועד חתימת הסכם השקעה, שלטה החברה בכאהר ואיחדה את דוחותיה הכספיים וזאת נוכח הנסיבות המפורטות בהרחבה בפניית החברה. סוגיית קיומה של שליטה בתקופה זו לא היוותה חלק מפנייתה המקדמית של החברה, אולם סגל הרשות לא מצא שיש מקום להתערב בעמדת החברה בדבר קיומה של שליטה בתקופה זו.

תקופה שנייה – החל מיום 15 בדצמבר 2015:

ביום 10 בדצמבר 2015 חתמה כאהר על הסכם השקעה (להלן - "ההסכם") עם מספר משקיעים (להלן יחדיו - "המשקיעים"), חלקם משקיעים חדשים (להלן - "המשקיעים החדשים") וחלקם משקיעים קיימים – החברה וכן Flerie Invest AB (להלן - "Flerie").

ההסכם כלל שני שלבים :

שלב א' – Initial Closing (להלן - "שלב א'"). במסגרת שלב זה יונפקו לחלק מהמשקיעים מניות בכורה ב' ותומרנה הלוואות שניתנו על ידי משקיעים קיימים, ובכללם החברה, למניות בכורה ב'.
שלב ב' – Deferred Closing (להלן - "שלב ב'"). במסגרת שלב זה ניתנה למשקיעים הקיימים הזכות להשקיע סכום נוסף באותם התנאים כמו בשלב א', עד ליום 16 בפברואר 2016, ובתנאי שימסרו הודעה על כוונתם זו עד ליום 4 בינואר 2016.
ביום 15 בדצמבר 2015 הושלם שלב א'.
ביום 4 בינואר 2016 הודיעו כלל המשקיעים, לרבות החברה, על כוונתם להשתתף בהשקעה במסגרת שלב ב'.

המצב העובדתי לאחר השלמת ההסכם :

א. **שיעור החזקה בהון** – נכון ליום 15 בדצמבר 2015 החזיקה החברה בשיעורים של כ-76% מהון המניות הרגילות המונפק והנפרע של כאהר, כ-51% מהון מניות בכורה א' ו-0% מהון מניות בכורה א'-1 שלה. בנוסף החברה החזיקה כ-4% מהון מניות בכורה ב' המונפק והנפרע של כאהר. הונה של כאהר למועד זה כולל, כבעבר, כתבי אופציה למניות רגילות אשר הוענקו לדירקטורים, עובדים ונושאי משרה בה אשר בחלקן הבשילו נכון למועד ההסכם (רק חלק מהאופציות שהבשילו הן "בתוך הכסף").

ב. **זכויות הצבעה** – נכון ליום 15 בדצמבר 2015 החזיקה החברה בכ-32% מזכויות הצבעה באסיפה הכללית של כאהר בגין כלל אחזקותיה. הנחת מימוש מלא של כלל האופציות שהבשילו והן "בתוך הכסף" תעניק לחברה זכויות הצבעה של כ-30%.

ג. **שינויים בתקנון** – כחלק מההסכם, חלו מספר שינויים בתקנון כאהר (להלן - "התקנון החדש") :

(1) **דירקטוריון** – בתקנון החדש נקבע כי אם החברה תשקיע בשלב ב' סכום שלא יפחת מ-750 אלפי דולר, היא תהא זכאית למנות שלושה דירקטורים. כמו כן, אם Flerie תשקיע בשלב ב' סכום שלא יפחת מ-250 אלפי דולר היא תהא זכאית למנות שני דירקטורים. המשקיעים החדשים יהיו זכאים במצב זה למנות דירקטור אחד. אם החברה או Flerie לא ישקיעו את חלקם כאמור במסגרת שלב ב', תאבד להם זכותם המוטבת למינוי דירקטורים והם יהיו זכאים כבעבר למינוי דירקטור מטעמם בגין כל החזקה של 12% מזכויות הצבעה בכאהר ובמפתח הדומה לשאר בעלי המניות.

לא חל שינוי בזכות שעמדה לחברה עוד בטרם תחולת התקנון החדש – הזכות למינוי יו"ר דירקטוריון מטעמה לרבות זכות ההכרעה (Casting Vote) (להלן: "זכות ההכרעה") ליו"ר הדירקטוריון במקרה של שוויון קולות בדירקטוריון.

(2) **אישור וקבלת החלטות** – במסגרת התקנון החדש נקבע כי עד לאירוע הנזלה בכאהר (M&A, IPO, חדלות פירעון, פירוק וכדומה), נדרש רוב של לפחות 60% ממניות הבכורה בכאהר, קרי מניות בכורה א', א'-1 ו-ב', לצורך אישור וביצוע ההחלטות הבאות :

i. פירוק, חיסול או עסקת מיזוג של כאהר ;

ii. שינוי זכויות ותנאי העדיפות של כלל מניות הבכורה בכאהר ;

- iii. הגדלה או הקטנה של מספר הדירקטורים בכאהר (ההדגשה במקור בפניית החברה ואינה במקור בתקנון החברה);
- iv. הכרזה או תשלום של דיבידנד, או כל חלוקת נכסים לבעלי המניות הרגילות או לבעלי מניות הבכורה;
- v. הגדלת מספר המניות לחלוקה בהתאם לתכנית התמריצים של כאהר, לרבות במקרה של תכנית חדשה להקצאת מניות או לחלופין שינוי של תכנית אופציה קיימת.

הסוגיה החשבונאית

האם כתוצאה מההסכם, איבדה החברה ביום 15 בדצמבר 2015 את שליטתה בכאהר?

עמדת החברה בתמצית

1. לעמדת החברה, לאור ההסכם לא קיימת לה היכולת הנוכחית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות של כאהר וזאת מן הסיבות המפורטות בהרחבה בפניית החברה, משכך, ובהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 10 (להלן – "התקן"), היא אינה שולטת בכאהר החל מיום 15 בדצמבר 2015.
2. החברה אינה רואה בעצם ירידתה משיעור החזקה של 49% בזכויות ההצבעה בכאהר לשיעור החזקה של 32% (או 30% לאחר יישום שלב ב') כגורם מספק שיש בו משום שינוי נסיבתי המצביע על שינוי במבנה השליטה ובזהות בעל השליטה בכאהר. זאת מכיוון שהירידה בשיעור ההחזקה לא לוותה בירידה בזכויות החברה בדירקטוריון. קרי, הן לפני הירידה בשיעור ההצבעה והן לאחר הירידה בשיעור ההצבעה, לחברה קיימת הזכות למנות מחצית מחברי הדירקטוריון וליו"ר של החברה יש זכות הכרעה.
3. טיעונה המרכזי של החברה לאיבוד שליטתה בכאהר נעוץ ביכולת שהוקנתה במסגרת התקנון החדש לכלל המחזיקים במניות הבכורה – ברוב של 60% ומעלה – לשנות את מספר חברי הדירקטוריון ואת מפתח הייצוג שלהם ביחס לזכויות ההצבעה. היות שהחברה מחזיקה פחות מ-40% ממניות הבכורה והיות שההחזקה ביתרת מניות הבכורה אינה מאופיינת בפיזור נרחב¹, ישנה היתכנות לאובדן זכות ההכרעה של החברה בדירקטוריון כאהר. לפיכך, לעמדת החברה אין לה יכולת להתוות את הפעילויות הרלוונטיות וכפועל יוצא היא אינה שולטת בכאהר.

עמדת הסגל

4. לעמדת סגל הרשות, אין בשינוים בהחזקתה של החברה בכאהר כדי להוביל לאובדן שליטתה בכאהר. לחברה נותרה השליטה בכאהר גם לאחר ההסכם. זאת, בהתבסס על הנימוקים הבאים:

¹ כמפורט בטבלאות ב' ו-ג' בפניית החברה לשיעור זכויות ההצבעה וליחס שיעורי החזקה במניות בכורה, בהתאמה.

5. **סעיף 10 לתקן**, קובע לגבי כוח השפעה: "למשקיע יש כוח השפעה על ישות מושקעת כאשר למשקיע יש זכויות קיימות שמקנות לו את היכולת הנוכחית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות, [...]".
- בהתאם לניתוח החברה, הגוף האחראי על קבלת החלטות בקשר לפעילויות הרלוונטיות של כאהר הוא דירקטוריון כאהר. הנה כי כן, מפאת העובדה שמוקנית לחברה הזכות למנות מחצית מחברי הדירקטוריון, כמו גם זכות ההכרעה, ברי כי כל עוד לא תשונה הזכאות לייצוג בדירקטוריון לרבות זכות ההכרעה – החברה היא זו אשר מתווה את הפעילויות הרלוונטיות.
6. **סעיף 47** להנחיות היישום לתקן מדגיש כי לשם קביעת קיומו או העדרו של כוח השפעה: "משקיע יתחשב בזכויות הצבעה פוטנציאליות שלו כמו גם בזכויות הצבעה פוטנציאליות שמוחזקות על ידי צדדים אחרים". הסעיף ממשיך ומסייג: "זכויות הצבעה פוטנציאליות אלה מובאות בחשבון רק אם הזכויות הן ממשיות". (ההדגשה אינה במקור)
7. **סעיף 22** להנחיות היישום לתקן מגדיר זכות ממשית: "כדי שזכות תהיה ממשית, למחזיק חייבת להיות את היכולת המעשית לממש זכות זו". (ההדגשה אינה במקור)
8. **סעיף 23** להנחיות היישום לתקן מציין כי קביעה אם זכויות הן ממשיות דורשת שיקול דעת. התקן מפרט מספר גורמים בהם יש להתחשב לשם קביעת ההחלטה האם הזכויות הן ממשיות, ובכללן:
- "(א) אם יש מגבלות (כלכליות או אחרות) שמונעות מהמחזיק (או מהמחזיקים) לממש את הזכויות. דוגמאות למגבלות כאלה כוללות, אך אינן מוגבלות לאלה בלבד:
- (i) קנסות ותמריצים פיננסיים שימנעו מהמחזיק (או ירתיעו את המחזיק) לממש את זכויותיו.
- (ii) מחיר מימוש או מחיר המרה שיוצר מגבלה כלכלית שתמנע מהמחזיק (או תרתיע את המחזיק) לממש את זכויותיו.
- [...]
- (ג) אם צד או צדדים שמחזיקים בזכויות יהנו מהמימוש של זכויות אלה [...]".
9. כאמור, לעמדת החברה, הגורם שיש בו כדי להוביל לשינוי בנסיבות עניינה הינו הזכות שניתנה בידי מחזיקי מניות בכורה להגדיל את מספר חברי הדירקטוריון ברוב של 60% כאשר החברה מחזיקה בשיעור נמוך מ-40% ממניות הבכורה.
10. סגל הרשות סבור כי לא די שתתקיים אפשרות תיאורטית שיש בה כדי לשלול את השליטה בכאהר, ולפיה מספר מועט של משקיעים יתאגדו כדי ליצור יחד שיעור החזקה של 60% מבעלי מניות הבכורה ובכך להקנות לעצמם את היכולת לשנות את מספר והרכב חברי הדירקטוריון. התקן מדגיש כי זכות ממשית שמוקנית לאחרים באופן שעשוי למנוע שליטה היא רק כזו אשר סבירות מימושה היא מעשית וכלכלית.
11. לאור הוראות התקן והנחיות היישום לתקן המצוטטות לעיל, על החברה לבחון האם הזכות המוקנית ל-60% ממחזיקי מניות בכורה ב' לפעול להגדלת מספר חברי הדירקטוריון הינה זכות ממשית, אשר יש בה כדי לפגוע בשליטתה של החברה בכאהר ולגזור אובדן שליטה. בבואה לבצע בחינה זו, על החברה לבחון בהתאם לסעיף 23 להנחיות היישום לתקן, בין היתר, האם מחזיקי מניות בכורה ב' ייהנו ממימוש הזכות להגדיל את מספר חברי הדירקטוריון.

12. לאור כך ש-Flerie מחזיקה בכ-29% ממניות בכורה ב' והחברה מחזיקה בכ-21% ממניות אלו, הרי שדי בכך ש-Flerie והחברה לא יתמכו בשינוי מוצע למבנה הדירקטוריון על מנת למנוע אפשרות ליצירת גוש של 60% מבעלי מניות בכורה ב' אשר יתמכו בהגדלת מספר חברי הדירקטוריון.
13. הן לחברה והן ל-Flerie קיימת בהתאם לתקנון החדש זכות עודפת לייצוג בדירקטוריון מעבר למפתח הייצוג המקורי שנקבע (שהינו מינוי חבר דירקטוריון אחד עבור כל החזקה ב-12% מזכויות ההצבעה). קרי, ל-Flerie קיימת הזכות למנות שני דירקטורים למרות ששיעור החזקתה בזכויות ההצבעה הינו 21%, שיעור אשר לולא הקביעה המפורשת בתקנון בנוגע למספר הדירקטורים אשר הינה זכאית למנות, היה מביא לזכות למנות דירקטור אחד בלבד בהתאם למפתח הייצוג המקורי.
14. על פניו, הן החברה והן Flerie, בעלי אינטרס משותף וזהה שלא להביא לשינוי במספר חברי הדירקטוריון על מנת שלא לאבד את הזכות העודפת לייצוג בדירקטוריון במסגרת התקנון החדש.
15. לא זו אף זו, לחברה ול-Flerie אמנם אין הסכם להצבעה משותפת ועל כן אין למנות את שיעור החזקתם במניות הבכורה במשותף, אולם מאידך, קיימת היכרות מוקדמת ארוכת שנים בין הצדדים. Flerie השקיעה בכאהר לראשונה בשנת 2012 וממועד זה אף קיים ל-Flerie ייצוג בדירקטוריון כאהר. כמצוין בדוחות הכספיים של החברה, חברה בת של Flerie היא אשר תייצר את המוצר עבור כאהר. כפי שהוצג לנו על ידי החברה בשיחותינו הטלפוניות שבסמך, לחברה ניסיון עבודה מוצלח מול Flerie ולאורך התקופה משנת 2012 לא נתגלו סכסוכים משמעותיים בין הצדדים.
16. היכרות זו, לצד הפגיעה שתספוג Flerie עצמה משינוי מפתח הייצוג בדירקטוריון, מביאים יחדיו למסקנה לפיה הזכות שעומדת למשקיעים החדשים אינה ממשית ברגע חתימת ההסכם ואינה פוגמת ביכולתה של החברה להתוות את הפעילויות הרלוונטיות של כאהר.
17. לו הייתה כוונתם של החברה ו/או של שאר המשקיעים לגרום לאיבוד שליטה של החברה בכאהר, הרי שאין זה סביר שהייתה מוענקת לה מראש במסגרת התקנון החדש הזכות למנות מחצית מחברי הדירקטוריון לרבות זכות הכרעה. הדעת נותנת שייצוג ביחס זה אין מטרתו להביא לאיבוד שליטה של החברה בכאהר כי אם לשמר את שליטתה בה גם לאחר השלמת ההסכם. גם משיחותינו עם החברה שבסמך, צוין כי **החברה נכנסה להסכם זה מתוך רצון לשמר את שליטתה בכאהר גם לאחר השלמת ההסכם.**
18. למעלה מן האמור, אף אם נתעלם מהאינטרס הכלכלי של Flerie לא לשנות את התקנון כמוצג לעיל, עדיין נדרשת, לכל הפחות, הסכמה של ארבעה משקיעים על מנת להגיע לרוב של 60% במניות הבכורה (חמישה משקיעים לאחר שלב ב'). משקיעים אלה לא העלו בפועל הצעה לשנות את הרכב הדירקטוריון עד עתה, אין שיתוף פעולה בין המשקיעים, ומידת המעורבות של חלק מהם בהשקעה נמוכה (כך למשל Aventisub LLC שזכאי לקבל נציג בדירקטור וייתר על זכותו זו).

19. בבחינת קיומה של אובדן שליטה, יש להוכיח כי חל שינוי ממשי בנסיבות הגורם לשינוי במערכת היחסים בין המשקיע לבין הישות המושקעת הגורם לאיבוד שליטה. טיעון זה עומד נכחה ביתר שאת נוכח האמור בסעיפים 18 ו-19 לעיל.

20. יודגש כי בחינת השליטה כפופה להערכה מתמשכת. יתכן שאופציה לא תובא בחשבון בתחילה בבחינת כוח השפעה מכיוון שמחיר מימושה יוצר מגבלה כלכלית שמונעת מהמחזיק לממש את זכויותיו, ואילו, בתקופה העוקבת מגבלה כלכלית זו תוסר בשל עליית ערך המניה. כך גם במקרה דנן, על החברה לקיים בחינה מתמשכת בדבר ממשיות הזכות לשינוי מספר הדירקטורים בכאהר ולמימוש של האופציה שיש בה כדי להוביל לאובדן שליטה.

21. **לאור האמור, סגל הרשות אינו מקבל את עמדת החברה. לעמדת סגל הרשות, חתימת ההסכם לא הביאה למצב בו השתנו הנסיבות הכלכליות הקודמות באופן משמעותי, ומשכך החברה שולטת בכאהר גם ביום 15 בדצמבר 2015 ולאחריו.**

כאמור ברישא למכתבנו זה, עמדת סגל הרשות לעיל נוגעת אך ורק לעובדות שתוארו במכתביכם ובשיחות שהתקיימו עמכם כמפורט בסימוכין, וכפי שתוארו, והיא מתייחסת אך ורק לסוגיה המפורטת במכתבנו זה.

בהתאם לנוהל פנייה מקדמית פניית החברה ותשובת סגל הרשות תפורסמנה במלואן באתר הרשות.

בכבוד רב,

דוד טרגין, רו"ח

שלומי וינר, רו"ח
עוזר בכיר לחשבונאי הראשי
מחלקת תאגידים

העתק: בריטמן אלמגור זהר ושות', רואי חשבון (באמצעות פקס מספר: 03-6094022).