

# חוות דעת משלימה

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם  
לבעלי מניות הפניקס



יולי 2022

## חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

בר כוכבא 16, בני ברק, קומה 9

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין יצחק אבירם ושחר בן מאיר, להגיש חוות דעת משלימה זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה **הפניקס אחזקות בע"מ** (להלן: "**המשיבה**" או "**הפניקס**" או "**החברה**") בעניין נזק שנגרם לבעלי מניות החברה בעקבות הסתרת המידע בדבר תיארוך לאחור של פוליסות ביטוח אשר בזכותן נוצרו לחברה רווחים שלא כדין, הכל כמפורט בבקשה לאישור שהועברה אלי ובהתייחסות לחוות הדעת הנגדית שהוגשה ע"י המומחה שכנגד ד"ר טל מופקדי (להלן: "**המומחה שכנגד**" ו/או "**מופקדי**"), אשר התיימר בחוות דעתו לבקר את חוות דעתי שהוגשה עם הבקשה לאישור.

אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני לבין מזמיני העבודה הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית משפט ומצהיר כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר באזהרה בבית המשפט, דין החוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט. אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

להלן חוות דעתי.



חתימה

27.7.2022

תאריך

## תוכן העניינים

1. כללי
2. תמצית חוות הדעת המשלימה
3. מענה לטענות המועלות מחוות דעת מופקדי
  - 3.1. המובהקות הסטטיסטית
  - 3.2. מדד הייחוס
  - 3.3. חלון האמידה
  - 3.4. חלון האירוע
4. סיכום
5. מקורות מידע
6. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

## 1. כללי

נתבקשתי לכתוב חוות דעת משלימה זו שתתייחס לטענות אשר הועלו בחוות דעת המומחה מטעם המשיבה ד"ר טל מופקדי, בעניין הנזק שנגרם לבעלי מניות הפניקס, בעקבות מידע שנחשף, ביום 17.6.21, במסגרת דיווח מיידי של חברת הפניקס אחזקות (אסמכתא: 01-040690-2021) (להלן: "הדיווח") על בקשה לאישור תביעה נגזרת אשר הוגשה כנגדה, בנוגע לפעולות שביצעה החברה תוך הפרה של הוראות הדין ותוך ביצוע פעולות תארוך לאחור של פוליסות ביטוח רבות (Bakedating) (להלן: "התארוך") על מנת להמשיך לגייס ולסייע ללקוחותיה להינות מפוליסות מבטיחות תשואה המגובות באג"ח חיים צמוד (חי"ץ) מיועדות אשר הונפקו על ידי המדינה, וזאת משעה שנתקבלה הנחייה על ידי משרד האוצר האוסרת את שיווקן של פוליסות אלו החל מ-31.12.1990. למרות ההנחיה, חברת הפניקס ביטוח פעלה להמשיך שיווק פוליסות אלו לאחר דצמבר 1990, תוך שנהנתה מכספי המדינה.

יודגש כי לא בדקתי ולא נדרשתי לבדוק את העובדות המופיעות בבקשה לאישור ובתביעה הנגזרת, וחוות דעתי זו ניתנת בהתאם להנחה כי מה שנכתב שם ונמסר לי על ידי עורכי הדין הוא נכון.

על פי הבקשה לאישור תביעה ייצוגית (להלן: "הבקשה") החברה הסתירה ולא גילתה את המידע האמור, לבעלי המניות של החברה, וגרמה במחדליה אלו לבעלי המניות לרכוש מניות בחברה בשווי לא נכון ומלאכותי אשר נוצר רק ואך ורק עקב מעשי המרמה, ההטעיה ואי הגילוי שלהם.

## 2. תמצית חוות הדעת המשלימה

2.1. אציין בראש ובראשונה כי חוות דעת מופקדי אינה חולקת כלל על עצם קיום הנזק וכי מופקדי עצמו הציג את תשואת החסר ביחס למדדים רלוונטיים (אך זאת ללא הצגת רגרסיות מתאימות) במספר סעיפים בחוות דעתו, וחלק אך ורק על המובהקות הסטטיסטית של הממצאים. זאת, בעת שלא הביא ממצאים סטטיסטיים אחרים הסותרים לממצאנו.

2.1.1. בסעיף 31 לחוות הדעת הנגדית הציג "תשואה עודפת ביחס למדד ביטוח מנוכה" של 2.4%.

2.1.2. בסעיף 44 לחוות הדעת הנגדית הציג "תשואה עודפת ביחס לתא 125" של 1.1%.

2.1.3. בסעיף 47 לחוות הדעת הנגדית הציג "תשואה עודפת ביחס לתא 125" של 0.97%.

נדגיש שבכל הסעיפים מופקדי אינו מציג את הרגרסיה שהריץ (אם הריץ) או שתישב תשואות חסר אלו בחישוב פשטני שלא הצלחנו להתחקות אחריו.

2.2. הטעות העיקרית והיסודית של חוות הדעת הנגדית טמונה בכך שהיא מתעלמת מהכלל אשר נקבע בפסיקה לצורך חישוב הנזק ואשר יושם בפרשת רייכרט שהוא כידוע כלל חיסרון הכיס. מופקדי מציג בחוות דעתו פערים פשטניים בין השינוי במניית הפניקס לבין מדדי ייחוס (חלקם לא פחות ממומצאים) וזאת לעומת הדרך העקרונית לחישוב הנזק עקב פרט מטעה, אותה התווה בית המשפט העליון:

"הקו הראשון, המכונה "קו ערך" ("value line"), הנו קו היפותטי המייצג את "הערך האמיתי" של המניה בכל יום במהלך התקופה שבין פרסום המידע המטעה לבין מועד גילוי, והוא משקף את המחיר אותו היו הרוכשים מוכנים לשלם עבור המניה בכל יום בו נסחרה אילו היה בידם המידע הנוגע למצבה של החברה לאשורו. הקו השני, המכונה "קו המחיר" ("price line"), מתאר את מחיר המניה בפועל בכל המועדים האמורים" (כב' השופט עדיאל בפסקה 87 לפס"ד רייכרט).

2.3. טעות יסודית נוספת בחוות דעת מופקדי הינה שהיא מסתמכת על "מדד ביטוח מנוטרל הפניקס" כאשר נעשה שימוש בנוסחת נטרול שגויה. טעות זו מעקרת מתוכן את חוות הדעת הנגדית על כל סעיפיה.

2.4. מעבר לטעויות יסודיות אלו, חוות דעת מופקדי שזורה לכל אורכה, בסתירות פנימיות קשות ביותר אשר כשלעצמן מרוקנות אותה מתוכן. בפרק המתודולוגיה מוצגות דרכי אמידה שבינן לבין היישום לאורך חוות הדעת אין אפילו לא קשר מקרי קלוש.

2.5. הכשלים הרבים והיסודיים בישום המתודולוגיה הובילו את מופקדי לאמוד מודלים שגויים לחלוטין שעל אף השגיאות בהן הגיעו גם הם לאמידת נזק מסוים הנמוך יותר מאמידת הנזק שהוצגה בחוות הדעת המקורית. **בהקשר זה נציין כי לשאלת עצם קיום הנזק, החיוני לשלב האישור, מופקדי לא הציג ממצאים סותרים, זאת למרות שגיאותיו הרבות.**

2.6. על אף העובדה כי המחלוקת אינה על עצם הפגיעה אלא על גובהה ומובהקותה, אעמוד על שרשרת הכשלים בחוות דעת מופקדי:

2.6.1. קביעת מדד ייחוס בסתירה מוחלטת לפרק המתודולוגיה בחוות דעתו.

2.6.2. קביעת חלון אמידה שגוי בסתירה לפרק המתודולוגיה בחוות דעתו.

2.6.3. קביעה כי קיימת זליגת מידע – שאם הייתה קיימת, הייתה רק מגדילה את הנזק הנאמד.

2.6.4. קביעת חלון אירוע שגוי – בניגוד לפרק המתודולוגיה.

אמידת הנזק בחוות דעת המקורית בוצעה ע"י ידי שימוש במודל Event Study, המנטרל אירועים אקסוגניים לחברה.

על פי ממצאנו הנזק הישיר שנגרם לבעלי מניות החברה בקשר לאירוע והנובע ממנו ובנטרול השפעת השוק, מוערך על ידנו בשיעור של כ- 3.1% משער מניית החברה בעת הדיווח.

על פי באי-הכח המייצגים, הקבוצה המיוצגת הינה כל בעלי המניות מקרב הציבור המחזיקים בכ- 56.13% ממניות הפניקס.

לפיכך, אנו מעריכים את הנזק הכולל לבעלי הקבוצה המיוצגת בסך של כ- 137 מיליון ₪. יצוין כי תוצאה זו קרובה מאוד להערכת האקטואר, רו"ח אורי לפיד, אשר הגיש חוות דעתו במסגרת הבקשה לתביעה נגזרת והעריך את הנזק לחברה בסך כולל של כ- 135.5 מיליון ₪.

**כפי שאראה בהרחבה להלן, לא מצאתי בטיעונים שהועלו בחוות דעת מופקדי בכדי לשנות את מסקנתי האמורה. עוד אציג, כי אימוץ המתודולוגיות אותן הציג מופקדי ויישום נכון שלהן, מוביל להערכת נזק גבוהה אף יותר.**

### 3. מענה לטענות המועלות בחוות דעת מופקדי

בפרק ג' לחוות דעת מופקדי, מועלות מספר טענות לכשלים בחוות הדעת המקורית של הח"מ:

#### 3.1. טענה לגבי המובהקות הסטטיסטית של התוצאה

3.1.1. בפרק ג.1 טוען מופקדי כי "התוצאה אינה מובהקת סטטיסטית ברמה מקובלת" ומביא אסמכתאות לך שרמת המובהקות "המקובלת" צריכה להיות 5% לפחות.

3.1.2. טענה זו טועה טעות חמורה ומטעה שכן היא מובילה להטעה חמורה. רמת מובהקות של 10% במבחן דו צדדי הינה רמת מובהקות זהה לרמת מובהקות של 5% במבחן חד צדדי והצגת תוצאת המבחן הדו צדדי הינו עניין טכני בלבד הנובע ממתודולוגיה סדורה שלא קובעת מראש

את כיוון ההשפעה לשם השמרנות, ומאפשר בדיקה של התנהגות המניה גם טרום האירוע לאישרור המודל ולבחינת האפשרות לזליגת מידע.

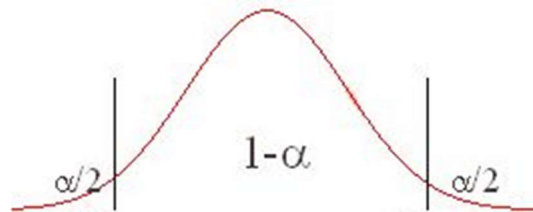
The Logic and Limits of Event Studies Jill E. גלדבך וקריג במאמר  
Fisch Jonah B. Gelbach מסבירים כי ככל שהדברים נוגעים לליטיגציה יש לבחון השערות על דרך הבדיקה המכונה בעגה הסטטיסטית בדיקת השערות חד צדדית.

### אפרט לשם ההסבר :

במבחן דו צדדי יש לעשות שימוש כאשר אין אנו יודעים את כיוון ההשפעה של האירוע. לדוגמא, כאשר חברה מודיעה כי היא מחליפה יו"ר דירקטוריון. יכולה להישאל השאלה : האם ישנה השפעה על מניית החברה? כלומר האם התנהגות מניית החברה היתה שונה באופן מהותי סטטיסטי בעקבות האירוע.

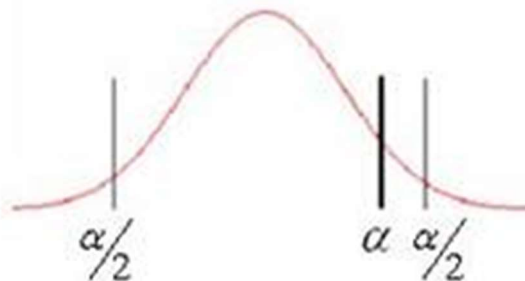
במקרה זה אין אנו יודעים (במידה ויש השפעה) האם ההשפעה חיובית (במקרה שהיו"ר החדש להערכת המשקיעים טוב יותר מהיו"ר היוצא) או שההשפעה שלילית (במקרה שהיו"ר היוצא היה טוב יותר מהיו"ר הנכנס) ועל כן במקרה זה יש לבצע מבחן סטטיסטי דו צדדי.

בגרף ניתן לראות התפלגות נורמאלית, אנו בוחנים האם השינוי הינו חורג מהנורמה כלומר בזנבות ההתפלגות. כאשר עושים מבחן דו צדדי – ללא הגדרת שינוי הכיוון מראש, מגדירים רמת מובהקות של 10% (אלפא) שלמעשה שקולה למבחן חד צדדי מבחינה סטטיסטית ברמת מובהקות של 50% (אלפא חלקי שניים). רמת המובהקות (אלפא בתרשימים) הינה 10% סה"כ ולכל כיוון היא עומדת על 5% לכל צד.



לעומת זאת, במקרים של אי גילוי, כגון המקרה שלפנינו אין ספק כי ההשפעה (במידה וקיימת) תהיה השפעה שלילית. על כן, יש לערוך מבחן חד צדדי במקרה זה.

שימוש ברמת מובהקות של 5% במבחן חד צדדי, זהה לשימוש ברמת מובהקות של 10% במבחן דו צדדי.



על כן, רמת המובהקות אליה הגענו הינה רמה מקובלת גם במחקר. וכל ניסיון להציג זאת באופן אחר הינו ניסיון הטעיה לשמו.

3.1.3. בנוסף נציין כי הפסיקה אשר דנה ברמת המובהקות הנדרשת במשפט (ה"ע 2/96 הממונה על ההגבלים נ' ידיעות אחרונות) לא קבעה סף ברור בהקשר זה. וכך צוין בפסק הדין: "קיימת גם

פסיקה המוכנה להקל בדרישה זו לצרכים משפטיים ולהסתפק ברמת מובהקות פחותה, מרמת המובהקות המקובלת של 5%, (ראה פסק הדין בעניין *Segar V. Smith 738 F. 2d. 1249 (1984)*). מעבר לכך, גם אם נאמץ את עמדת הממונה, לפיה רמת המובהקות הנדרשת תבחן במסגרת כלל הראיות שהוצגו בפני בית הדין, וככל שיגדל משקלן של הראיות שאינן אקונוטריות, ניתן יהיה להסתפק ברמת מובהקות חלשה יותר".

3.1.4. עוד נציין כי מחקרם של פיש וגלדבך power and statistical significance in securities fraud litigation מותח ביקורת משמעותית על "אימוץ" הנהוג במחקר אל הפסיקה שעלולה לדחות מקרים של "true fraud".

While courts have embraced the event study methodology, they have paid limited attention to the question of whether the social science standard of statistical significance and the requirement of the 95% confidence level are appropriate standards for legal sufficiency. In this Article, we argue that they are not. We focus, in particular, on an issue that the courts have mostly overlooked, the relationship between confidence level and power. As we explain, the confidence level controls the probability of rejecting non-meritorious claims—cases in which the disclosure in question did not, in fact, cause a stock price reaction. Power addresses a complementary concern—erroneous rejection of meritorious claims. As we explain, the structure of an event study presents a tradeoff between confidence level and power. Specifically, the requirement that event studies establish a causal relationship at the 95% confidence level leads to low power in many situations. As a result, when courts require event studies that meet the standard of a 95% confidence level, there is a high likelihood that they will reject a substantial number of cases of true fraud.<sup>11</sup>

3.1.5. בהתייחס לשיטתו הפשטנית של מופקדי על פי סעיף 22, כי "מובקות סטטיסטית תתקבל כאשר נוכל לאמת שינוי מובהק על "גרף המניה":

3.1.5.1. נציין כי מעולם לא נתקלנו באמירה כה יוצאת דופן מצד מומחה כלכלי. אם מובהקות סטטיסטית מתקבלת רק כאשר נוכל לראות שינוי מובהק על הגרף לא היה כל צורך במבחנים סטטיסטיים לבדיקה האם התנהגות המניה אכן שונה. מה שמבוקש כאן הוא למעשה בדיקה ע"י ראיה, שהיא דבר סובייקטיבי בהכרח ולא בדיקה סטטיסטית אובייקטיבית!

3.1.5.2. שנית, גם אם אנו רוצים לראות באופן גרפי את השינוי – יש לבדוק את המניה ביחס למדדי הייחוס הרלוונטיים ובימים הרלוונטיים!

3.1.5.3. להלן גרף מניית הפניקס ביחס למדד ת"א 125 וביחס למדד הביטוח:





בגרף זה ניתן לראות כי החל מה 17.6.2021 ועד 27.6.2021 ירדה מניית הפניקס 4.31% (ללא ניטרול מדדי השוק. לעומתה מדד ת"א 125 ירד 0.47% בלבד מדדי הביטוח ירדו בין 1.39% ל 1.73%. שמניית הפניקס מהווה חלק גדול מאוד ממשקלם כפי שצויין בחוות הדעת המקורית.

### 3.2. טענה על שימוש במדד ת"א 125 ולא במדד הביטוח.

3.2.1. מופקדי כותב בכותרת פרק ג' כי "הטענה השגויה שלא ניתן ללמוד ממדד הביטוח על מובחקות האירוע הנבחן"

3.2.2. ראשית נציין כי לא טענו טענה זו בחוות דעתנו, וזוהי הסקה שגויה של מופקדי מהכתוב בחוות דעתנו. מדד הביטוח וגם מדד ביטוח פלוס מכילים משקל כבד של מניית הפניקס, על כן כפי שכתבנו "הוא מדד עם מולטיקולינאריות גבוהה" ולא ניתן להשתמש בו כפי שהוא. להלן טבלה עם משקל מניית הפניקס במדדי הבורסה העיקריים:

| משקל   | מדד             |
|--------|-----------------|
| 19.43% | תא ביטוח        |
| 15.36% | תא ביטוח-פלוס   |
| 9.93%  | תא פיננסים      |
| 5.03%  | תא מעלה         |
| 1.96%  | תא סקטור-באלאנס |
| 1.92%  | תא 35           |
| 1.92%  | תא 35 נטו דולר  |
| 1.34%  | תל-דיב          |
| 1.28%  | תא 125          |

3.2.3. על כן, בחרנו במדד רחב מצד אחד ובעל הסבר מספק מצד שני שהינו מקובל בחוות דעת רבות ובו משתמש גם מר מופקדי בחוות הדעת שלו כפי שנציג בהמשך.

3.2.4. ואכן, כפי שטען מופקדי, קיימת פרקטיקה של נטרול מניה מהמדד על מנת להימנע ממולטיקולינאריות. אך פרקטיקה זו, הוצגה בחוות דעת מופקדי באופן שגוי בסעיף 30.

3.2.5. לדעתנו המקצועית לאור הפיזור הנמוך של מדד הביטוח, פרקטיקה זו בעייתית במקרה זה, אולם, לשם חוות דעת משלימה זו נאמץ את דעתו של המומחה שכנגד וניישם פקטיקה זו בצורה תקינה.

3.2.6. ראשית, נתמקד בטעות המהותית בה שגה מופקדי באופן החישוב של מדד הביטוח המנוטרל, על פי מופקדי דרך החישוב של המדד המנוטרל הינה:

$${}^8.r_{index\ no\ FNX} = \frac{r_{index} - X_{FNX} * r_{FNX}}{1 + X_{FNX}}$$

כאשר:

$r_{index\ no\ FNX}$  – תשואת מדד הביטוח בנטרול השפעת מניית הפניקס;

$r_{index}$  – תשואת מדד הביטוח הכולל גם את השפעת מניית הפניקס;

$r_{FNX}$  – תשואת מניית הפניקס;

$X_{FNX}$  – משקל מניית הפניקס במדד ביום מסוים.

מדד זה יקרא להלן "מדד ביטוח מנוכה".



לשם ההסבר, נניח מספר הנחות:

- משקל מניית הפניקס במדד הינו 19% ומשקל יתר המניות במדד עומד על 81%.
- ביום מסויים מניית הפניקס עלתה 5% וכל אחת ממניות הביטוח האחרות עלו 1%.
- המדד הכולל באותו היום עלה  $1\% * 0.81 + 5\% * 0.19 = 1.76\%$

לפי שיטתו של מופקדי – המדד מנוטרל הפניקס עלה 0.68% בלבד!!!  
כאשר ברור לכל, כי בדוגמא זו וללא חישובים מורכבים המדד המנוטרל עלה 1%.  
החישוב הנכון של מדד הייחוס הוא עם **חיטור** במכנה:

$$r_{index\ no\ FNX} = \frac{r_{index} - x_{FNX} * r_{FNX}}{1 - x_{FNX}}$$

חישוב זה יוביל לתוצאה הנכונה שהיא 1% בדיוק.

כל חוות דעתו של מר מופקדי מבוססת על מדד ביטוח ש"מנוטרל" הפניקס באופן שגוי. טעות קריטית זו של מר מופקדי מרוקנת מתוכן את כל חוות דעתו ובפרט את כל הטבלאות אותן הציג וכל הרגרסיות אותן הריץ על בסיס "מדד הביטוח מנוטרל הפניקס".

3.2.7. מעבר לטעות המהותית אותה עשה מופקדי באופן חישוב המדד המנוטרל, דעתו האמיתית של מר מופקדי היא שיש להשתמש במדד ת"א 125 ולא ב"מדד צר". את דעתו זו הביע בעצמו בחוות דעת נגדית אחרת שהוגשה בתיק 77574-12-20 הציבור נ' האחים יעקובי בע"מ בה כתב מפורשות כך:

88. ברמה המתודולוגית, תיק השוק במודל ה-CAPM מכיל את כל הנכסים הקיימים בעולם – קרי, רחב ככל האפשר. ברור מאילו כי אין נתונים על תשואות כל הנכסים בעולם ואיננו יכולים לאמוד ישירות את תשואת "תיק השוק".
89. יישומים אמפיריים של מודל ה-CAPM בעזרת מודל השוק מאלצים את הכלכלנים להשתמש באומדנים של תיק השוק. בשוק הישראלי, למשל, נוטים להשתמש במדד תל-אביב 125 כאומדן סביר של תיק השוק.
90. במקום להשתמש במדד הרחב כפי שדורשת התיאוריה עליה מסתמכת חוות דעת מנו (ת"א 125), נבחר להשתמש במדד צר ולמעשה הפוך לחלוטין מזה בו היה צריך להשתמש – מדד מניות היתר הכולל את **כל המניות הנסחרות בבורסה בישראל שאינן חלק מסדד ת"א 125**.<sup>12</sup>

3.2.8. לדעתנו המקצועית, אין כלל ברור לשימוש במדד זה או אחר. יש להשתמש במדד רחב מצד אחד הרלוונטי לשוק בו נסחרת המניה, במקרה דנן גם ת"א ביטוח וגם ת"א 125 רלוונטים לעניין. ויש לבחון איזה מהמדדים הרלוונטיים הינו המסביר הטוב ביותר המוביל לרגרסיה איכותית מספיק על פי פרמטרים של מקדם הסבר מתואם, סטיית תקן נמוכה ומובהקות גבוהה של המקדמים.

3.2.9. במקרה זה אנו מקבלים את עמדת מופקדי כי מדד ת"א ביטוח, **בנטרול נכון** של הפניקס הינו מדד מתאים יותר. אך בשל הפיזור הנמוך שלו והצורך בנטרול הפניקס ולשם השמרנות היתרה העדפנו בחוות הדעת המקורית להשתמש במדד ת"א 125.

3.2.10. מר מופקדי אף לא הציג ממצאים סטטיסטיים על מנת לתמוך בטענותיו כי מדד הביטוח מנוטרל הפניקס (השגוי שלו) מוביל לתוצאות שאינן מובהקות. על כן ערכנו אבחנה בעצמנו בדיקה זו.

3.2.11. להלן תוצאות מניית הפניקס ביחס למדד ת"א ביטוח ות"א ביטוח מנוטרל הפניקס על פי נוסחת החישוב הנכונה:

| Date       | הפניקס | ת"א ביטוח | ביטוח מנוטרל הפניקס |
|------------|--------|-----------|---------------------|
| 20/06/2021 | -2.40% | -1.18%    | -0.97%              |
| 21/06/2021 | -0.43% | -0.10%    | -0.04%              |
| 22/06/2021 | 0.66%  | 0.54%     | 0.52%               |
| 23/06/2021 | -1.54% | 0.03%     | 0.31%               |
| 24/06/2021 | -1.10% | -0.71%    | -0.64%              |
| 27/06/2021 | -0.74% | 0.08%     | 0.23%               |

3.2.12. להלן הרגרסיה שנאמדה על פי אותו חלון אמידה שבו נעשה שימוש בחוות הדעת המקורית:

| Regression Statistics |                   |  |  |
|-----------------------|-------------------|--|--|
| 0.706353953           | Multiple R        |  |  |
| 0.498935906           | R Square          |  |  |
| 0.492512008           | Adjusted R Square |  |  |
| 0.010230717           | Standard Error    |  |  |
| 80                    | Observations      |  |  |

| P-value     | t Stat      | Standard Error | Coefficients             |
|-------------|-------------|----------------|--------------------------|
| 0.231228555 | 1.206611693 | 0.001157201    | 0.001396292 Intercept    |
| 2.48898E-13 | 8.812985183 | 0.100380941    | 0.884655749 X Variable 1 |

3.2.13. להלן הנזק הנאמד על פי מודל זה במהלך ששת הימים שלאחר האירוע

| ימים מהאירוע | תאריך      | פער מהמודל | פער מצטבר | סטיות תקן | t-stat | רמת סמך |
|--------------|------------|------------|-----------|-----------|--------|---------|
| 1            | 20/06/2021 | -1.8%      | -1.75%    | 1.02%     | -1.71  | 90.93%  |
| 2            | 21/06/2021 | -0.5%      | -2.29%    | 1.45%     | -1.58  | 88.27%  |
| 3            | 22/06/2021 | 0.1%       | -2.23%    | 1.77%     | -1.26  | 78.78%  |
| 4            | 23/06/2021 | -2.0%      | -4.22%    | 2.05%     | -2.06  | 95.76%  |
| 5            | 24/06/2021 | -0.7%      | -4.88%    | 2.29%     | -2.13  | 96.40%  |
| 6            | 27/06/2021 | -1.1%      | -5.95%    | 2.51%     | -2.38  | 98.01%  |

3.2.14. על פי מודל זה, הנזק שנגרם לבעלי מניות הפניקס, במהלך ששת הימים שלאחר האירוע עומד על 5.95% ומובהק ברמת מובהקות של 98.01% (על פי מבחן דו צדדי).

### 3.3 טענה על אורך חלון האמידה

3.3.1. ביקורת נוספת אותה מעלה מופקדי בפרק 3.ג לחוות דעתנו הינה ביקורת על אורך חלון האמידה. וכך כותב מופקדי בסעיף 33 לחוות דעתנו "מבוצעת בחוות דעת מנו אמידה של הנתונים על סמך חלון של 80 ימי מסחר (4 חודשים). הנקודה אף מתעצמת לאור העובדה שמניית הפניקס נסחרת בישראל עוד לפני ינואר 2020"

3.3.2. וכפי שנוהג מופקדי לעשות בעקביות, כבר בסעיף 34 סותר את עצמו וקובע כי "לרוב לא אומדים את תגובת המניה למדד הייחוס בחלון זמן ארוך יותר בשל החשש שאופי החברה,

והמתאם שלה לשוק המניות בתקופה קדומה מאוד אינו מייצג את חלון זמן האירוע".

(ההדגשה אינה במקור)

3.3.3. מר מופקדי, כפי שעולה מסעיפים אלו אינו בקיא בתהליכים אשר התקיימו טרם האירוע

בחברת הפניקס :

3.3.3.1. ביום 2.12.2020 פרסמה חברת הפניקס תוכנית אסטרטגית במסגרתה הציגה

תוכניות להתייעלות בכ 300 מיליון ש"ח, התמקדות בצמיחה ושינויים בניהול כל זאת תחת הכותרת "קבוצת ביטוח ופיננסים ממוקדת תשואה.

3.3.3.2. בתאריך 6.12.2020 פרסמה החברה הסכם לרכישת השליטה בסוכנויות לפי שווי של 160 מיליון ש"ח.

3.3.3.3. בהתאם לתוכנית האסטרטגית ביום 28.1.2021 הודיעה החברה כי היא בוחנת אפשרות למכירת אחזקתה בחברת "עד 120".

3.3.3.4. בתאריך 28.2.2021 הודיעה החברה כי היא השלימה את המיזוג של הלמן אלדובי לתוך הפניקס.

3.3.4. רצף אירועים זה מייצר באופן חד משמעי חשש שאופי החברה והמתאם שלה לשוק המניות אינו מייצג את חלון האירוע. על כן, היה צורך להגביל את חלון האמידה באופן בו נקטנו בחוות הדעת המקורית.

3.3.5. בהקשר לציטוט מהמאמר של קריג בסעיף 34 לחוות דעת מופקדי, נציין כי זהו ציטוט מגמתי ומטעה שכן הם השתמשו לצורך הדוגמא בחלון זה. אולם אין הם הגדירו מעולם חלון אמידה במאמרם וציינו כי יש להגדירו.

Given the selection of a normal performance model, the estimation window needs to be defined. The most common choice, when feasible, is using the period prior to the event window for the estimation window. For example, in an event study using daily data and the market model, the market model parameters could be estimated over the 120 days prior to the event.

3.3.6. גם כאן, בדומה לסעיף הקודם, מר מופקדי לא הציג ממצאים סטטיסטיים התומכים בדעתו כי אמידה באמצעות חלון אמידה ארוך יותר מוביל לתוצאות שונות באופן מהותי. על כן, ערכנו בדיקה דומה גם עבור סעיף זה.

3.3.7. להלן הרגרסיה שנאמדה על פני 250 ימי מסחר, החל מ- 21.6.2020 ועד 17.6.2021 על מדד הביטוח מנוטרל הפניקס :

| Regression Statistics |                   |
|-----------------------|-------------------|
| 0.81558343            | Multiple R        |
| 0.66517633            | R Square          |
| 0.66382623            | Adjusted R Square |
| 0.00986944            | Standard Error    |
| 250                   | Observations      |

| P-value | t Stat  | Standard Error | Coefficients |              |
|---------|---------|----------------|--------------|--------------|
| 0.53052 | 0.6281  | 0.000630975    | 0.00039632   | Intercept    |
| 7.4E-61 | 22.1966 | 0.029930329    | 0.66435107   | X Variable 1 |

3.3.8. ניתן לראות כי ה R בריבוע נמוך יותר וסטיית התקן גבוהה יותר מאשר במודל הקודם ועל כן הרגרסיה הנ"ל מסבירה באופן פחות איכותי את התשואות היומיות של מניית הפניקס.

3.3.9. הנזק הנאמד על פי מודל זה הינו 5.45% ברמת מובהקות של 97.5% (במבחן דו צדדי)

| רמת סמך | t-stat | סטיית תקן | פער       |        | תאריך      | ימים מהאירוע |
|---------|--------|-----------|-----------|--------|------------|--------------|
|         |        |           | פער מצטבר | מהמודל |            |              |
| 93.78%  | -1.87  | 0.99%     | -1.85%    | -1.8%  | 20/06/2021 | 1            |
| 89.83%  | -1.64  | 1.40%     | -2.29%    | -0.5%  | 21/06/2021 | 2            |
| 76.20%  | -1.18  | 1.71%     | -2.02%    | 0.3%   | 22/06/2021 | 3            |
| 94.68%  | -1.94  | 1.97%     | -3.83%    | -1.8%  | 23/06/2021 | 4            |
| 95.88%  | -2.05  | 2.21%     | -4.53%    | -0.7%  | 24/06/2021 | 5            |
| 97.50%  | -2.26  | 2.42%     | -5.45%    | -1.0%  | 27/06/2021 | 6            |

### 3.4. טענות מופקדי לגבי חלון האירוע

3.4.1. טענה נוספת אותה מעלה מופקדי בחוות דעתנו הנגדית הינה כלפי חלון האירוע, בפרק ג 4.1 מופקדי מעלה טענות על כך ש"ישנו חשש כבד לזליגת מידע".

3.4.2. טענה זו תמוחה לדעתנו משני טעמים:

3.4.2.1. לא נמצאו ממצאים אמפיריים, לא על ידינו ולא על ידי מופקדי לזליגת מידע.

3.4.2.2. במידה וכן היו ממצאים לזליגת מידע – הנזק שהוערך על ידנו חושב רק לאחר

האירוע, במידה והייתה זליגת מידע הנזק היה אמור להיות גדול אף יותר.

3.4.3. בפרק ג 4.2 מופקדי טוען כי יש לבחון חלון אירוע ארוך יותר מאשר שני ימי המסחר אשר נבדקו בחוות הדעת המקורית, אנו מסכימים עם טענה זו וכפי שציין מופקדי "חוות דעת מנו נחתמה ביום 22.6.2021 ולא ניתן היה לבחון חלון זמן ארוך יותר".

3.4.4. כפי שהצגנו בסעיף 3.2.13 ובסעיף 3.39 בבחינה של 6 ימי מסחר, בשימוש במדד מנוטרל

ביטוח מצאנו נזק גדול אף יותר ומובהק אף יותר ללא קשר לאורך חלון האמידה.

### 4. סיכום

חוות דעת מופקדי, שזורה טעויות כשלים ושגיאות המצטרפות זו על זו. כפי שהצגנו בחוות דעת משלימה זו, כאשר מקבלים את השגותיו המתודולוגיות השונות ומבצעים את החישובים באופן נכון, הערכת הנזק רק גדלה. בין אם משנים את חלון האמידה ובין אם משתמשים במדד הביטוח מנוטרל הפניקס. זוהי עדות חד משמעית לכך שחוות דעתנו המקורית הייתה שמרנית במיוחד ושמה דגש על הוכחת הנזק הרלוונטית לשלב זה עליה כלל לא חלק מופקדי בחוות דעתו הנגדית.

## 5. מקורות

- 5.1. הודעות ודוחות כספיים של הפניקס אחזקות בע"מ
- 5.2. הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה
- 5.3. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע
- 5.4. חוות דעת נגדית של מר טל מופקדי בתיק 77574-12-20 הציבור נ' האחים יעקובי בע"מ
- 5.5. מאמרים אקדמיים המצורפים לחוות דעת זו כנספחים

## 6. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

### השכלה:

- תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.
- תואר שני בכלכלה עם התמחות במימון במסלול מצטיינים מאוניברסיטת בן גוריון.

### ניסיון מקצועי:

- מנכ"ל ובעלים של "מאקרו פיננסים בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה וניהול הון לתאגידים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 13 שנים ניסיון בשוק ההון.
- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם: מנורה פיננסים ויעמיתים - קרנות הפנסיה הוותיקות'.
- בתפקידו האחרון כשכיר היה מנהל תיק האג"ח של קופות הגמל בעמיתים.
- כתיבת חוות דעת פנימיות רבות עבור 'עמיתים', מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט, אשר שימשו כעוגן לקבלת החלטות בעמיתים'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.