

חוות דעת כלכלית

בחינת הנפקות הון של
מילניום פוד-טק שותפות מוגבלת



MACRO
Financial Consulting

מאי 2024

חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

מדינת היהודים 89, הרצליה

עזריאלי ביזנס פארק, בניין E

טל : 09-8918181

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין יעקב סבו ומור תגר להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית בקשר לשורת הנפקות שבוצעו ב"מילניום פוד-טק – שותפות מוגבלת" (להלן: "השותפות"), בהובלת השותף הכללי בשותפות - מילניום פוד-טק ניהול בע"מ (להלן: "חברת הניהול" ו/או "החברה" ו/או "השותף הכללי"), ודירקטוריון השותפות. התבקשתי לבחון האם הנפקות ההון שביצעה השותפות קיפחו את מחזיקי יחידות ההשתתפות מהציבור בשותפות המוגבלת? וככל שכך הוא - מה הנזקים שנגרמו להם בעקבות כך?

אין לי כל קשר או תלות בשותפות 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 חוות דעתי זו כשהיא חתומה על ידי כדן עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי.



חתימה

16.5.2024

תאריך

תוכן העניינים

1. תמצית חוות הדעת.
2. על השותפות.
3. עיקרי ההסכם השותפות.
4. ניגודי האינטרסים בין השותף הכללי לשותף המוגבל.
5. הנפקות ההון שערכה השותפות.
6. ההנפקות המקפחות.
7. בחינת הצורך בגיוסי ההון נשוא בקשת האישור.
8. בחינת מחירי ההנפקות ביחס לשווי ההון.
9. חישוב הנזק הישיר לקבוצה המיוצגת על פי השווי ההון.
10. הערכת הנזק למבקש על פי השווי ההון.
11. הקשר הסיבתי בין ההנפקות לבין ירידת מחיר יחידות ההשתתפות בשוק ההון – מתודולוגיה.
12. חקר האירועים באמצעות מודל השוק Event study – market mode.
13. השינוי במחיר יחידות ההשתתפות בנטרול השפעת השוק.
14. מקורות מידע.
15. תמצית השכלה וניסיון של הכותב.

1. תמצית חוות הדעת

- 1.1. שותפות מילניום פוד-טק שמטרתה השקעה בחברות בתחום הפוד טק הוקמה ביום 17.3.2019. השותפות מבוססת על מערך הסכמים בין השותף המוגבל (שהם מחזיקי יחידות השתתפות מהציבור) לבין השותף הכללי (שהינו בעל השליטה בשותפות). השותף הכללי אינו מושקע כמעט בהון השותפות אך הוא נהנה מדמי ניהול, תגמול קבוע בגין כל גיוס הון ודמי הצלחה אשר יוצרים ניגוד אינטרסים אינהרנטי בין השותף הכללי לבין מחזיקי היחידות בשותפות.
- 1.2. השותפות הונפקה לציבור ביום 14.7.2020. לאחר ההנפקה הראשונית לציבור של יחידות ההשתתפות החליט השותף הכללי לבצע מספר סבבים של גיוסי הון כאשר שלושת סבבי הגיוס האחרונים בוצעו במחירים נמוכים משמעותית מהשווי ההוגן של היחידות וממחירן הסחיר.
- 1.3. הלכה למעשה, השותפים המוגבלים מצאו עצמם בכל סבב גיוס שכזה בסוג של "דילמת אסיר". השותף הכללי החליט לבצע הנפקת הון. השותף הכללי קבע את המחיר בהנפקה - מחיר נמוך משמעותית מהשווי ההוגן של היחידות, תוך דילול משמעותי של השותפים המוגבלים הקיימים. במקרה כזה היה על השותפים המוגבלים לבחור בין שתי האפשרויות הבאות:
- א. לא להשתתף בהנפקה ולהיות מדולל בשווי נמוך מהשווי ההוגן של יחידות ההשתתפות.
 - ב. להשתתף בהנפקה ולהזרים (ממקורות שיש או שאין להם) עוד כסף לתוך שותפות שיחידותיה נסחרות בניכיון משמעותי על שוויין ההוגן, (ובידיעה כי ידוללו שוב ושוב על ידי השותף הכללי).
- 1.4. בחוות דעת זו הגענו למסקנה כי שלושת גיוסי הון שנערכו בחודשים אוקטובר 2021, ביולי 2022 ובמאי 2023 היו הנפקות מקפחות (להלן: "ההנפקות המקפחות") וזאת, בין היתר, בשל העובדות הבאות:
- א. לשותפות לא היה צורך ממשי בגיוסי הון באותם מועדים, לא בכלל, ובוודאי לא באופן שמצדיק הנפקה בניכיון עמוק על השווי ההוגן;
 - ב. ההנפקות שרתו באופן מובהק את האינטרס של השותף הכללי;
 - ג. ההנפקות נערכו בשווי נמוך משמעותית מהשווי ההוגן של היחידות;
 - ד. ההנפקות דיללו את בעלי היחידות הקיימים שלא השתתפו בהן (או במי מהן) בשיעורים חריגים ביותר ועמוק מתחת לשווי ההוגן.
 - ה. כספי ההנפקות שימשו להשקעות שונות, שלא כולן תאמו את היעדים והמטרות של השותפות.
 - ו. הנפקות ההון לא קידמו את מטרותיה של השותפות והובילו לשחיקת הערך של יחידות ההשתתפות.
- 1.5. ההנפקות שבוצעו בניכיון של עשרות אחוזים ביחס לשווי ההוגן של יחידות השותפות:

הנפקה	שווי הוגן של השותפות	שווי הוגן ליחידות השתתפות	שווי אפקטיבי ליחידה בהנפקה	שיעור דיסקאונט
17/10/2021	₪ 95,597	131.08	84.28	-35.70%
26/07/2022	₪ 120,091	1465.43	412.4	-71.86%
17/05/2023	₪ 124,301	1035.98	70	-93.24%
ממוצע				-66.94%

1.6. ההנפקות המקפחות גרמו לנזקים ישירים משמעותיים למחזיקי יחידות ההשתתפות מהציבור

העומדים להערכתנו על סך של 107.7 מיליון שקלים.

הנפקה	שווי הוגן בעלי יה"ש טרום הנפקה	סכום הגיוס	שווי הוגן של בעלי יה"ש לאחר הנפקה	שיעור דילול	שיעור אחזקה של בעלי יה"ש המדוללים	שווי אחזקות של בעלי יה"ש המדוללים	נזק לבעלי היחידות המדוללים
17/10/2021	₪ 95,597	24,139	119,736	26.0%	74.0%	₪ 88,605	-6,992
26/07/2022	₪ 120,091	15,686	135,777	31.70%	68.3%	₪ 92,736	-27,355
17/05/2023	₪ 124,301	14,494	138,795	63.30%	36.7%	₪ 50,938	-73,363
סה"כ							₪- 107,711

1.7. נציין כי מכיוון שאין בידנו מידע להערכת שיעור בעלי היחידות שלא השתתפות בהנפקות, חישוב

זה מציג את הנזק הכולל לכל מחזיקי היחידות ולא מנטרל את בעלי היחידות שהשתתפו בהנפקות. שלאחר שהתביעה תאושר, ככל שתאושר, יחושב הנזק המדויק.

1.8. להלן טבלה המרכזת את הנזק עבור כל יחידת השתתפות בכל אחת מההנפקות

הנפקה	מספר יחידות השתתפות טרום הנפקה	מספר יחידות השתתפות לאחר הנפקה	שווי הוגן של השותפות טרום הנפקה (א' ₪)	סכום הגיוס (א' ₪)	שווי הוגן של השותפות לאחר הנפקה (א' ₪)	שווי הוגן ליחידה טרום הנפקה (אגורות)	שווי הוגן ליחידה לאחר הנפקה (אגורות)	נזק ליחידה (אגורות)
17/10/2021	72,928,763	98,339,289	95,597	24,139	119,736	131.08	121.76	9.32
26/07/2022	8,194,940	11,998,425	120,091	15,686	135,777	1,465.43	1,131.62	333.81
17/05/2023	11,998,425	32,703,625	124,301	14,494	138,795	1,035.98	424.40	611.58

1.9. ההנפקות החוזרות ונשנות במחיר מקפח ובדילול בלתי הוגן, הבהירו למחזיקי היחידות ולמשקיעים פוטנציאלים שאחת דינם: להדלל במחיר מקפח או להגדיל עוד ועוד את השקעתם בשותפות. מצב זה הביא לפגיעה אנושה במחיר יחידות שותפות בעקבות כל הנפקה מקפחת.

1.10. להלן טבלה המתארת את שווי היחידות בשוק טרום ההודעה על ההנפקה ולאחר ההנפקה:

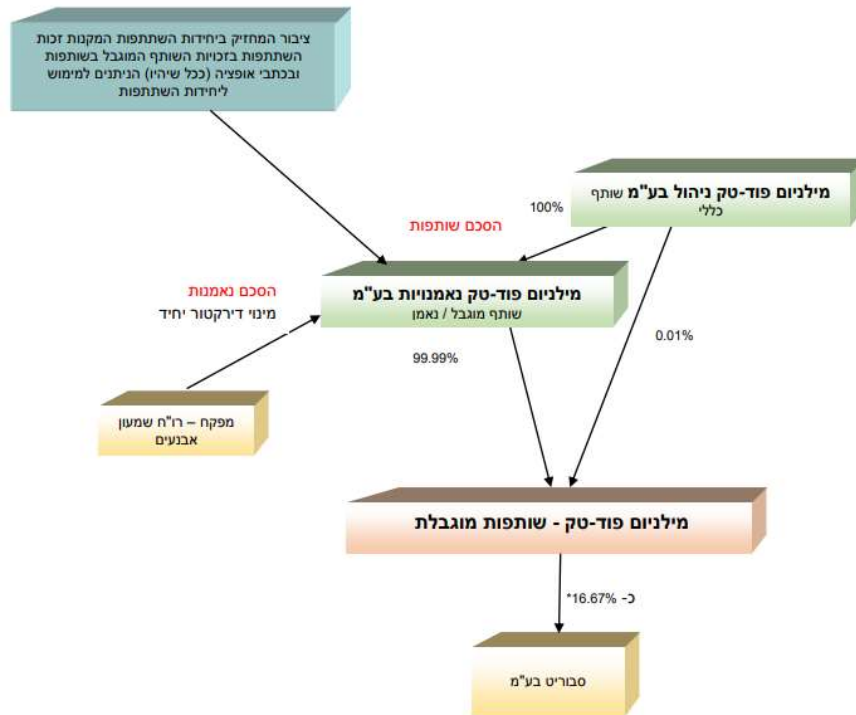
תאריך הודעה	תוצאות הנפקה	שער יהש טרום ההודעה	שער יהש לאחר הנפקה	שיעור ירידה
29/08/2021	20/10/2021	89.20	72.7	-18.50%
29/06/2022	26/07/2022	492.1	418.5	-14.96%
23/04/2023	17/05/2023	144.4	70.2	-51.39%

1.11. בחנו גם באופן סטטיסטי את הקשר הסיבתי בין הנפקות המקפחות לבין הירידה במחירי יחידות ההשתתפות בעקבותיהן ומצאנו כי ישנו קשר סיבתי מובהק בין ההודעה על הנפקת הזכויות לבין הירידה במחיר יחידות ההשתתפות של השותפות.

2. על השותפות

- 2.1. השותפות נוסדה על פי הסכם שותפות מוגבלת שנחתם ביום 17 במרץ, 2019 בין השותף הכללי, מצד אחד, ובין השותפים המוגבלים. השותפות נרשמה ביום 2 באפריל 2019.
- 2.2. השותף הכללי, הוא מי שמנהל את עסקי השותפות והוא בעל השליטה בשותפות, ואשר לו, ורק לו, היכולת לכוון את פעילותה.
- 2.3. השותף הכללי הינו חברה פרטית בשם "מילניום פוד-טק ניהול בע"מ" בשליטת יוסי תמר ושי יצחק ליאור.
- 2.4. השותף הכללי, הינו גם בעלים (100%) ב"מילניום פד-טק נאמנויות בע"מ" המשמשת כנאמן של בעלי היחידות בשותפות המוגבלת. נציין כי מקרה זה שבו השותף הכללי הינו גם הבעלים של חברת הנאמנות המשמשת נאמן לשותפות המוגבלת וגם המנהל את עסקי השותפות הינו מקרה חריג ובעייתי ביותר, שבו סמכויות הניהול והנאמנות למחזיקי היחידות (השותפים המוגבלים), נמצאים בידי אותה יד.
- 2.5. להלן תרשים מבנה השותפות כפי שהוצג בתשקיף ההנפקה

8.3.3. להלן תרשים מבנה השותפות:



- 2.6. מטרת השותפות הינה לפעול בתחום המחקר והפיתוח באמצעות השקעה והחזקה בחברות העוסקות במחקר ו/או פיתוח בתחום הפוד-טק, לרבות מחקר ו/או פיתוח של תחליפי מזון ויצור מזון חדשני.
- 2.7. על פי התנאים שנקבעו בתקני IFRS השותפות הינה "ישות השקעה" ועל כן אינה מאחדת את דוחות החברות הבנות שלה (על בסיס שווי מאזני), אלא מודדת את שווי השקעתה בהן על בסיס "שווי הוגן" (הרחבה על תקני החשבונאות הרלוונטיים בהמשך).
- 2.8. בשונה מחברה, שותפות המוגדרת "ישות השקעה" היא "שקופה" מבחינת השווי שלה ומציגה את "שוויון ההוגן" של השקעותיה.

וכך נכתב בדוחותיה הכספיים של החברה תחת סעיף "מדיניות ההשקעות של השותפות":

יא. סעיף 31 ל- IFRS 10, קובע כי ישויות השקעה אינן מאחדות דוחות של ישויות בנות שלהן, כי אם מודדות את ההשקעה בהן בשווי הוגן דרך רווח או הפסד בהתאם להוראות IFRS 9.

IFRS 10 מגדיר גם פרמטרים בהם נדרשת שותפות לעמוד על מנת לעמוד בהגדרת "ישות השקעה". לאור אופי פעילות השותפות, ובהסתמך על הגדרת ישות השקעה ב-IFRS, השותפות מהווה ישות השקעה.

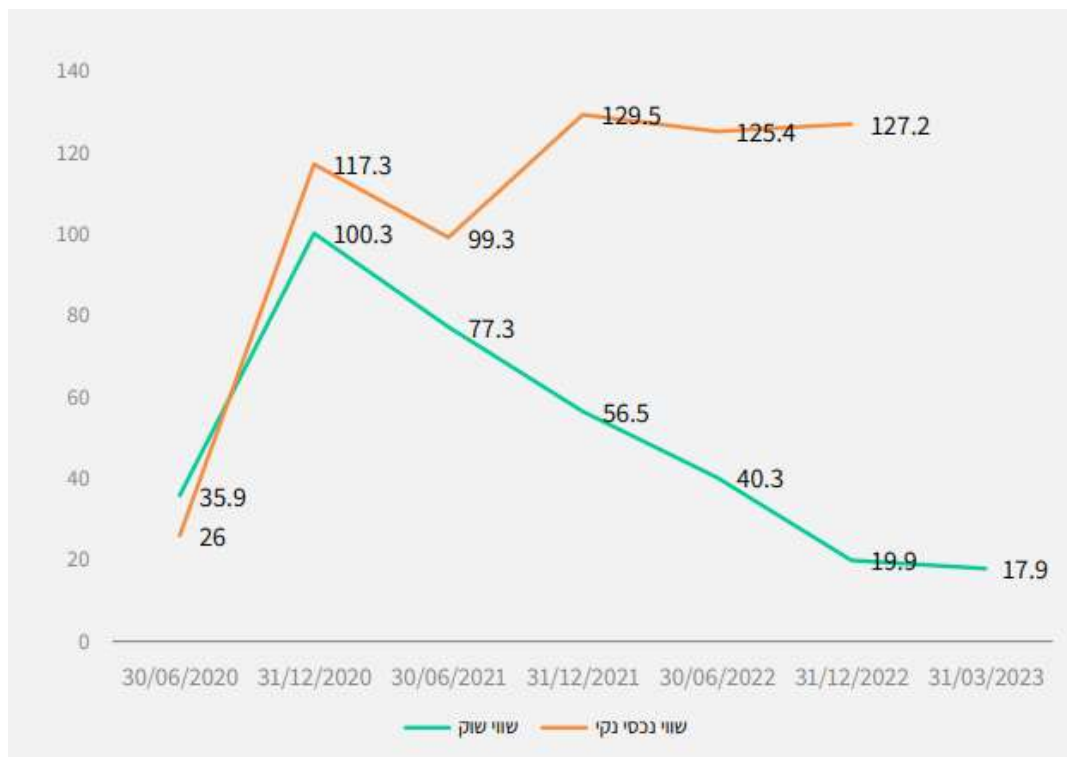
2.9. שווי הוגן בתקני החשבונאות - להבדיל מבסיסי מדידה חשבונאיים אחרים כגון עלות היסטורית או שווי שימוש - שווי הוגן הינו בסיס מדידה שנועד להוות מדד אובייקטיבי ומבוסס שוק, שאינו ספציפי למאפיינייה של ישות מדווחת מסוימת.

2.10. להלן טבלת האחזקות בחברות בהן השקיעה השותפות הכוללת את השווי ההוגן נכון ל- 31.12.2023, כפי שצויין בדו"חות הכספיים של השותפות:

שם החברה	ליום 31 בדצמבר 2023					
	עלות השקעה במניות החברה	השקעה ב-SAFE	סה"כ	שווי הוגן	שיעור ההחזקה בדילול מלא	פירוט פעילות החברה
סבוריט בע"מ	2.5	אין	2.5	2,146	14.1%	פיתוח מערכת לייצור סוגים שונים של תחליפי בשר מבוססי רכיבים צמחיים
פיטולון בע"מ	1	1.8	2.8	13,779	10.82%	פיתוח וייצור של צבעי מאכל טבעיים בספקטרום נרחב לתעשיית המזון
טיפה קורפ בע"מ	4	4	8	22,669	3.36%	עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של פתרונות אריזה מתכלים המיועדים לשוק הארצות הגמישות.
טרפיל דאבליו בע"מ	3.6	-	3.6	14,345	10.62%	עוסקת בהפיכת פסולת מזון לבי-חומרים המשמשים אבני בנין למגוון מוצרי צריכה בתהליך של כלכלה מעגלית
אג אן אפ בע"מ	1.2	אין	1.2	4,352	17.79%	מפתחת ומייצרת תחליפי ביצה לתעשיית המזון
אלף פארמס בע"מ	4	אין	4	17,072	1.3%	מפתחת נתחים מתורבת
יופיס פרוביוטיקה בע"מ	2.1	אין	2.1	-	19.05%	מפתחת ומוכרת תחליפי יוגורט ותחליפי גבינה על בסיס צמחי
נוקו ט.פ בע"מ	1	אין	1	-	24.66%	מפתחת פלטפורמה המבוססת על AI ולמידת מכונה לאספקת פתרונות לעולם הדוגמאות
גרין קליה בע"מ	450	2	452	3,973	11.8%	מפתחת ומשווקת מכשירי קליט קפה משרדיים
סופרסמארט בע"מ	אין	5.4	5.4	18,766	11.9%	מפתחת פתרונות לסריקה עצמאית מהירה, במטרה להפחית/או למנוע אובדן לקוחות ולגרום לשיפור חוויית הלקוח.
סה"כ			33	97,102		

2.11. לאור ההנפקות המקפחות שערכה השותפות נוצר פער חריג של עשרות אחוזים בין השווי ההוגן של נכסי השותפות לבין השווי בו נסחרו יחידות ההשתתפות בשוק ההון. פער זה הלך והעמיק ככל שהשותפות המשיכה בביצוע הנפקות מקפחות.

2.12. כך לדוגמא, בסוף שנת 2020 שווי השוק של השותפות עמד על כ- 100 מיליוני ₪ בעוד שהשווי ההוגן הסתכם לכ- 117 מיליוני ₪, בעקבות ההנפקות המקפחות נוצר פער חריג אשר הלך והעמיק בין השווי ההוגן לשווי בו נסחרו יחידות ההשתתפות, באופן שליוס 30.6.2023, השווי ההוגן של השותפות הסתכם בכ- 135 מיליוני ש"ח, בעוד ששווי השוק הסתכם בכ- 23 מיליון ₪ בלבד, דהיינו השותפות נסחרת עמוק מתחת לשווי ההוגן שלה (לשיטתה) וזאת כתוצאה מההנפקות המקפחות שעורכת השותפות.



3. עיקרי הסכם השותפות

בחלק זה מוצגים עיקרי ההסכם שפורסם במסגרת ההנפקה הראשונית ערב הקמת השותפות

3.1. סמכויות ותפקידי השותף הכללי

השליטה המלאה על ניהולה של השותפות המוגבלת ועסקיה תהיה בידי השותף הכללי. השותף הכללי ינהל את כל עסקי וענייני השותפות המוגבלת לפי שיקול דעתו וכמיטב יכולתו על מנת לבצע את מטרות השותפות המוגבלת כאמור בהסכם השותפות.

3.2. מטרות השותפות

מטרת השותפות המוגבלת הינה לעסוק במחקר ופיתוח בתום הפוד-טק, לרבות פיתוח של תחליפי מזון, מזון חדשני וטכנולוגיית מידע בתחום הפוד-טק. לאחר שלוש שנים, תהיה השותפות רשאית, בכפוף לאישור האסיפה הכללית להחליט על ביצוע פרויקטים נוספים שלא הוגדרו בהסכם זה.

3.3 תשלומים לשותף הכללי:

- א. דמי ניהול – בסך של 25 א' דולר¹ מידי חודש, בתוספת מע"מ. יובהר בהקשר זה, כי הוצאות השותפות המוגבלת, הכוללים את שכר לדירקטורים (שאינם בעלי שליטה בשותף הכללי) ושכר עובדים ונושאי משרה אשר יתנו שירותים לשותפות – אינם נכללים בדמי הניהול, כך שהשותפות היא זו שנושאת בהן בנוסף לדמי הניהול שמשלמת לשותף הכללי.
- ב. גיוסי הון - תמורת סיוע לגיוסי הון וחוב: בגין כל גיוס עד 5 מיליון דולר – 40 אלפי דולר. בגין כל גיוס מעל 5 מיליון דולר – 60 אלפי דולר.
- ג. דמי יוזמה - השותף הכללי יהיה זכאי לקבל 15% מכל הכנסה שתקבל על ידי השותפות, לרבות תשואה על ההשקעה בדרך של דיבידנדים וחלוקות אחרות (להלן: "הכנסות מהתאגיד המוחזק"). תשלום דמי היוזמה יחושב בגין כל סיבוב השקעה ועבור כל תאגיד מוחזק בנפרד מסבבי השקעה אחרים של השותפות באותו תאגיד.
- 3.4. למעשה, ככל שהשותף הכללי יגייס יותר כסף ויבצע יותר השקעות, תגדל האופציה שלו לקבלת דמי הצלחה, מבלי שיקוזזו לו השקעות הפסדיות. כלומר, נהנה – ורק נהנה - מסיכון כספי המשקיעים (השותפים המוגבלים), תוך שלו בלבד היכולת לגייס עוד ועוד הון מן המשקיעים ולקבוע את תנאי הגיוס.
- 3.5. מבחינת מערך האינטרסים של השותף הכללי: ככל שירבה לגייס הון, במחיר שמבחינת השותף הכללי חסר משמעות (וככל שהוא נמוך יותר הוא מושך יותר משקיעים חדשים), ויבצע כמה שיותר השקעות- יגדלו סיכוייו לקבל דמי הצלחה. מבחינת השותף הכללי, כל השקעה מהווה אופציית חינם על מושא ההשקעה.
- 3.6. בשותפות מילניום מצבם של מחזיקי היחידות מהציבור הוא גרוע, שכן השותף הכללי מקבל דמי הצלחה שישולמו על כל השקעה מוצלחת, ללא קיזוז הפסדים מהשקעות כושלות, **כך שהיזם ירוויח אפילו אם השיג רק השקעה מוצלחת אחת ומחק את מרבית ההשקעה של הציבור.**
- לדוגמא: השותפות השקיעה 10 מיליון דולר בעשר חברות שונות (מיליון דולר בכל אחת), תשע מתוך החברות הגיעו לפירוק וההשקעה בגינם נמחקה לחלוטין, השקעה אחת נשאה פרי והיא נמכרה ברווח של 3.33 מיליון דולר (לפי שווי של 4.33 מיליון דולר).
סה"כ השותף הכללי יהיה זכאי לדמי הצלחה בסך של 15% מהרווח בחברה הבודדת – כלומר סך של כ- 0.5 מיליון דולר (0.15*3.33).
בעוד השותפים המוגבלים רושמים הפסד של כ 6.17 מיליון דולר (כ 61.7%) שכן בשותפות המוגבלת יוותר סכום המכירה בהפחתת דמי הצלחה כלומר 3.83 מיליון דולר בלבד.
- 3.7. יתרה מכך, הדברים חמורים וקיצוניים פי כמה כי על מנת לזכות בדמי הצלחה אין כל דרישה שמושא ההשקעה יימכר. די בכך שיבוצע במושא השקעה כלשהו סבוב השקעה בשווי גבוה יותר

¹ שער דולר שלא יפחת מ 3.5 ש"ח.

מזה שהשותפות ביצעה, על מנת שתתרשם בספקי השותפות עליית ערך שתזכה את השותף הכללי במענק הצלחה.

3.8. יתרה מכך, בשנים 2020-2023 רשם השותף הכללי הכנסות מדמי ניהול ודמי הצלחה בסך של 5.67 מיליון ₪. בנוסף רשמה השותפות הוצאות הנהלה וכלליות בסך של 15.9 מיליון ₪. וזאת בעת שהשותפות רושמת הפסדים של כ 31.7 מיליון ₪.

2020	שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר			ביאור
	2021	2022	2023	
31,005				
-	48	-	220	הכנסות
22	122	143	464	שערוך ניירות ערך סחירים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד הכנסות מימון
31,027	170	143	684	סה"כ הכנסות
3,959	345	905	464	הוצאות
2,076	5,636	4,417	3,803	14 הוצאות מדמי יוזמה וניהול לשותף הכללי הנהלה וכלליות
-	8,715	10,199	22,592	13 שערוך השקעות המטופלות בשווי הוגן דרך רווח או הפסד
17	-	292	-	שערוך ניירות ערך סחירים בשווי הוגן רווח או הפסד
90	94	85	83	הוצאות מימון
-	-	12	-	הוצאות אחרות
6,142	14,790	15,910	26,942	סה"כ הוצאות
24,885	(14,620)	(15,767)	(26,258)	הפסד לפני מסים על הכנסה
(5,798)	3,765	1,686	347	15 הג הכנסות מסים על הכנסה
19,087	(10,855)	(14,081)	(25,911)	הפסד נקי לשנה

באור 14 - הוצאות הנהלה וכלליות:

2020	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר			
	2021	2022	2023	
1,244	1,187	983	1,683	שירותים מקצועיים
307	1,656	(16)	138	תשלום מבוסס מניות
204	260	277	420	משפטיות
109	1,925	2,366	1,161	משכורות ונלוות
-	129	160	43	רכב וחניה
63	71	80	59	דמי ניהול שירותי נאמן
54	158	133	164	אגרות
43	97	127	111	ביטוח
12	64	49	3	משרדיות, כיבודים ואירוח
-	48	185	4	נסיעות לחו"ל
2	11	13	-	פחת
38	30	60	17	אחרות
2,076	5,636	4,417	3,803	

4. ניהודי האינטרסים בין השותף הכללי לשותף המוגבל

4.1. מערך היחסים והאינטרסים בין שותף כללי לבין שותפים מוגבלים בשותפות שונה באופן מהותי ממערך היחסים והאינטרסים בין בעלי שליטה לבין בעלי מניות מקרב המיעוט בחברה. בשותפות מוגבלת השותף הכללי שולט באופן מלא בניהול השותפות כשהוא מחזיק למעשה באחוז קטן מאד מהון השותפות, זאת להבדיל מחברה ציבורית שהשליטה בה מוקנית למי

שמחזיק במרבית הזכויות באסיפה הכללית, ובהתאמה אחוז השקעתו בהון החברה גבוה באופן יחסי.

4.2. כמו כן, בעוד שבעל שליטה בחברה מחזיק כאמור באחוז משמעותי ממניות החברה ומושפע מתנודות במחיר המניה ומכאן גם שותף לסיכונים בהם נושאים בעלי המניות, בעל השליטה בשותפות מוגבלת ציבורית, קרי השותף הכללי, אדיש לתנודות במחירי יחידות ההשתתפות ואיננו נושא בסיכונים במקרה של השקעות הפסדיות או צניחה במחיר יחידות ההשתתפות.

4.3. מכאן ניתן להבין כי במקרה של שותפות מוגבלת, לשותף כללי (בשונה מבעל שליטה בחברה) יש אינטרס מובנה לבצע כמה שיותר השקעות וברמת סיכון גבוהה, שכן במקרה של הצלחה הוא ייהנה מדמי הצלחה/יוזמה בעוד שבמקרה של הפסד מי שישא בהפסד הם מחזיקי יחידות ההשתתפות/השותפים המוגבלים ואילו השותף הכללי ימשיך להנות מדמי ניהול.

4.4. להלן טבלת ההבדלים המהותיים בין יחידת השתתפות בשותפות לבין מניה בחברה:

מניה של חברה	יחידת השתתפות בשותפות	
הנהלת חברה	שותף כללי	גורם מנהל
בעלי המניות	שותף כללי	בעל שליטה
חלק מהוצאות החברה החלות על כלל בעלי המניות	משולמות ע"י השותפים המוגבלים לשותף הכללי, וזאת בנוסף לתשלומי הנה"כ שהשותפות משלמת	עלויות ניהול
כלל בעלי המניות (בעלי שליטה ובעלי מניות מיעוט) לפי שיעור אחזקתם	לשותפים המוגבלים, לאחר ניכוי דמי ניהול ודמי הצלחה שמשולמים לשותף הכללי	רווחים
כלל בעלי המניות (בעלי שליטה ובעלי מניות מיעוט) לפי שיעור אחזקתם	רק על השותפים המוגבלים	הפסדים

4.5. אופן חישוב דמי הצלחה בשותפות מילניום, כפי שנקבע בהסכם השותפות הוביל להקצנה של בעיית הנציג וניגודי האינטרסים, שכן השותף הכללי מקבל דמי הצלחה/ יוזמה שיכולו על כל השקעה מוצלחת, ללא קיזוז הפסדים מהשקעות כושלות, כך שהשותף הכללי ירוויח אפילו אם השיג רק השקעה מוצלחת אחת ומחק את מרבית ההשקעה של הציבור.

4.6. מכאן, שלשותף הכללי יש אינטרס להמשיך ולבצע השקעות נוספות, מבלי שהוא נושא בסיכון לכישלון. ולצורך כך יש לו אינטרס לבצע גיוסי הון בהיקף גדול ככל שרק ניתן. על מנת לבצע הנפקות הון תכופות, עליו להפוך אותן לאטרקטיביות בעיני המשקיעים – משמע בדילול משמעותי ובניכיון משמעותי ביחס לשווי ההון, וזאת על חשבון השותפים המוגבלים הקיימים.

4.7. העובדה שמדובר בגיוסי הון בשותפות מוגבלת שעליהן מחליט באופן בלעדי השותף הכללי, אשר מקבל דמי ניהול ודמי יוזמה/הצלחה (בנוסף על תמורה קבועה מכל גיוס הון שמבצעת השותפות) – מקימה ניגודי אינטרסים בין השותף הכללי לבין השותף המוגבל.

4.8. בעוד שהמשקיעים מהציבור נפגעים ומדוללים בכל הנפקה, השותף הכללי מרוויח עשרות אלפי דולרים בגין כל הנפקה, בתוספת דמי ניהול חודשיים ודמי יוזמה מכל הצלחה - **ככל שימשיך להמר בכספי המשקיעים כך הסיכוי שלו ל"אפסייד" ולרווח גדול יותר.**

4.9. הנפגעים העיקריים מהנפקות הזכויות הם מחזיקי יחידות ההשתתפות מהציבור, אשר מדוללים עמוק מתחת לשווי ההוגן וערך יחידות ההשתתפות שלהם הולך וקטן.

5. הנפקות ההון שערכה השותפות

- 5.1. בשנת 2020, בפרק זמן של פחות מחצי שנה מעת הנפקתה לציבור לראשונה, ערכה השותפות שלוש הנפקות של יחידות השתתפות:
- הנפקה ראשונית - בחודש יולי בהיקף של כ 26 מיליון ₪.
 - הנפקה שניה – בחודש אוגוסט, הנפקה פרטית למוסדיים בהיקף של כ 16 מיליון ₪.
 - הנפקה שלישית - בחודש דצמבר 2020 בהיקף של כ 52.2 מיליון ₪.
- 5.2. שלושת הנפקות הראשונות שביצעה השותפות נערכו בשווי אשר היה קרוב לשווי ההוגן של יחידות השותפות ולא מצאתי שהיה בהם קיפוח של ממש.
- 5.3. לעומת זאת, בשנים 2021-2023, השותף הכללי הוביל והוציא אל הפועל עוד שלוש הנפקות ו/או הנפקות זכויות בניכיון של עשרות אחוזים על השווי ההוגן (ואף מתחת לשווי הסחיר) של יחידות ההשתתפות ותוך דילול משמעותי של מחזיקי היחידות (להלן: "**ההנפקות המקפחות**").

6. ההנפקות המקפחות

ההנפקה המקפחת הראשונה (הנפקה רביעית)

- 6.1. ההנפקה המקפחת הראשונה נערכה כהנפקה פרטית למוסדיים באוקטובר 2021. ההנפקה בוצעה באגדים של יחידות השתתפות וכתב אופציה לאגד, כאשר על פי הודעת השותפות, המחיר של היחידות סמוך לפני החלטת דירקטוריון השותף הכללי הינו כ 88.8 אגורות וכי המחיר האפקטיבי של כל אגד, בהתאם לערך הכלכלי של כתבי האופציה, לפי נוסחת החישוב של הבורסה הינו 84.28 אגורות.
- 6.2. נכון ליום החלטת הדירקטוריון לשותפות היו כ 72.928 מיליון יה"ש והשווי ההוגן, על פי הודעת השותף הכללי עמד על 95.597 מיליון ₪, כלומר השווי ההוגן ליחידה עמד על 131.1 אגורות.
- 6.3. **לפיכך, ההנפקה בוצעה בניכיון של 35.7% על השווי ההוגן של יחידות ההשתתפות ובעלי היחידות דוללו בכ- 26% במסגרת הנפקה זו (ללא התחשבות בדילול מלא² וגילום שווי האופציות).**
- 6.4. למעשה בעת שהשווי ההוגן של נכסי השותפות עמדו על כ 95.6 מיליון ₪ גייסה השותפות כ 24.1 מיליון ₪ תמורת 26% מהשותפות - כלומר לפי שווי שותפות של 68.7 מיליון ₪ לפני הכסף. ניכיון של 28.24% (ללא התחשבות ברכיב האופציות) על השווי ההוגן של השותפות.
- 6.5. כך, בעלי יחידות ההשתתפות שהחזיקו ערב הגיוס הרביעי יחידות השתתפות (100%) ששווין ההוגן עמד על כ 95.6 מיליון ש"ח ערב ההנפקה. בהנפקה גוייסו 24.14 מיליון ₪ כך ששווי ההוגן

² בהנחה שמרנית שאף אחת מהאופציות שהוקצו בהנפקה לא ימומשו (במידה וכלל האופציות היו מממושות הדילול היה עומד על 41%)

של השותפות לאחר הגיוס עמד על 119.74 מיליון ₪.

משקיעים חדשים	בעלי היהש המדוללים	משקיעים חדשים	בעלי יהש טרום הנפקה	שווי הוגן של השותפות	(₪ אלפי)
0 ₪	95,597 ₪	0.00%	100.00%	95,597 ₪	טרום הנפקה
24,139 ₪		100.00%	0.00%	24,139 ₪	סכום גיוס
31,131 ₪	88,605 ₪	26.00%	74.00%	119,736 ₪	לאחר הנפקה
	6,992 ₪-				הנזק הישיר

6.6. גובה הנזק הישיר שנגרם לבעלי היחידות המדוללים הינו הפער בין שווי ההוגן של אחזקותיהם טרום הדילול לבין שווי אחזקותיהם לאחר הדילול.

6.7. בעלי היחידות שדוללו אחזו לאחר ההנפקה 74% מהשותפות – כלומר שווי הוגן של כ 88.6 מיליון ש"ח. מדובר בפגיעה של כ 6.99 מיליון ₪ במונחי שווי הוגן.

השפעה על מחיר יחידות ההשתתפות

6.8. שער יחידת השתתפות טרום הדיווח על ההנפקה האמורה עמד על 88.8 אגורות ליחידה, הגיוס נערך בדילול של 26% לפי שווי ליחידה של 84.28 אגורות ליחידה, קרי בניכיון של 5.09% אחוז על מחיר יחידת השתתפות בבורסה.

6.9. לאחר ההנפקה שווי יחידת השתתפות עמד על 72.7 אגורות ליחידה. כלומר ירידה של 18.13% ליחידת השתתפות.

תאריך הודעה	תוצאות הנפקה	שער יהש טרום ההודעה	שער יהש לאחר הנפקה	שיעור ירידה
29/08/2021	20/10/2021	88.80	72.7	-18.13%

ההנפקה המקפחת השנייה (הנפקה חמישית)

6.10. ההנפקה המקפחת השנייה שערכה השותפות בחודש יולי 2022, בוצעה בדרך של הנפקת זכויות. כאשר כל בעל 10 יחידות יהש ואו 120 כתבי אופציה זכאי לרכוש אגד של 10 יחידות השתתפות במחיר של 4.124 ₪ לאגד, כלומר 412.4 אגורות ליה"ש.

6.11. נכון ליום החלטת הדירקטוריון לשותפות היו כ 8.194 מיליון יה"ש והשווי ההוגן על פי השותף הכללי עמד על כ - 120 מיליון ש"ח, כלומר שווי הוגן של 1,465.4 אגורות ליה"ש.

6.12. לפיכך, ההנפקה בוצעה בניכיון של 71.86% על השווי ההוגן של יחידות ההשתתפות ובדילול של עד 48.65%.

6.13. על פי תוצאות ההנפקה נוצלו זכויות בהיקף של כ 3.803 מיליון יה"ש המהווים 31.7% מהזכויות לאחר ההנפקה וזאת בתמורה לגיוס של כ 15.686 מיליון ₪.

6.14. למעשה בעת שהשווי ההוגן של נכסי השותפות עמד על כ 120 מיליון ₪ גייסה השותפות כ 15.686 מיליון ₪ תמורת 31.7% מהשותפות - כלומר לפי שווי שותפות של 33.8 מיליון ₪ לפני הכסף. ניכיון של 71.86% על השווי ההוגן של השותפות.

6.15. כך, בעלי יחידות ההשתתפות שהחזיקו ערב הגיוס החמישי את כלל יחידות ההשתתפות, החזיקו נכסים בשווי הוגן של כ- 120 מיליון ש"ח ערב ההנפקה. לאחר ההנפקה שבה גוייסו כ 15.68 מיליון ש"ח, החזיקו אותם בעלי יחידות השתתפות רק 68.3% מהשותפות ששווי ההוגן

לאחר ההנפקה עמד על 135.7 מיליון ש"ח – כלומר שווי הוגן של כ 92.7 מיליון ש"ח. מדובר בפגיעה של 27.35 מיליון ₪ במונחי שווי הוגן.

שווי אחזקות משקיעים חדשים	שווי אחזקות בעלי ההש המדוללים	שווי אחזקות משקיעים חדשים	בעלי הש טרום הנפקה	שווי הוגן של השותפות	(₪ אלפי)
0 ₪	120,091 ₪	0.00%	100.00%	120,091 ₪	טרום הנפקה
15,686 ₪		100.00%	0.00%	15,686 ₪	סכום גיוס
43,041 ₪	92,736 ₪	31.70%	68.30%	135,777 ₪	לאחר הנפקה
	-27,355 ₪				הנזק הישיר

השפעה על מחיר יחידות השתתפות בבורסה

6.16. שער יחידת השתתפות טרום הדיווח על ההנפקה האמורה עמד על 492.1 אגורות ליחידה, הגיוס נערך בדילול של 48.65% לפי שווי ליחידה של 412.4 אגורות ליחידה, קרי לא זו בלבד שההנפקה בוצעה בניכיון של 71.86% אחוז על השווי ההוגן, היא גם בוצעה בניכיון של 16.2% על מחיר יחידת השתתפות בבורסה.

6.17. לאחר ההנפקה שווי יחידת השתתפות עמד על 418.5 אגורות ליחידה. כלומר ירידה של 14.96% ליחידת השתתפות.

שיעור ירידה	שער יהש לאחר הנפקה	שער יהש טרום ההודעה	תוצאות הנפקה	תאריך הודעה
-14.96%	418.5	492.10	26/07/2022	29/06/2022

6.18. נציין, כי מבין ההנפקות לעיל, רק ההקצאה הפרטית מאוקטובר 2021 קיבלה את אישור האסיפה הכללית של מחזיקי יחידות ההשתתפות, אלא שאין בכך לעמדתנו בכדי לרפא את קיפוח מחזיקי יה"ש גם במסגרת הקצאה זו.

ההנפקה המקפחת השלישית (הנפקה השישית)

6.19. ההנפקה המקפחת השלישית שערכה השותפות בחודש מאי 2023, בוצעה גם היא בדרך של הנפקת זכויות, כאשר כל בעל 500 יחידות יהש זכאי לרכוש 1000 יחידות השתתפות במחיר של 70 אגורות ליחידת השתתפות.

6.20. נכון ליום החלטת הדירקטוריון לשותפות היו כ 11.998 מיליון יה"ש והשווי ההוגן על פי השותף הכללי עמד על כ – 124.3 מיליון ש"ח, כלומר שווי הוגן של 1036 אגורות ליחידה.

6.21. לפיכך, ההנפקה בוצעה בניכיון של 93.24% על השווי ההוגן של יחידות ההשתתפות ובדילול של עד 66.66%.

6.22. על פי תוצאות ההנפקה נוצלו זכויות בהיקף של כ 20.705 מיליון יה"ש המהווים 63.3% מהזכויות לאחר ההנפקה וזאת בתמורה לגיוס של כ 14.494 מיליון ₪.

6.23. למעשה בעת שהשווי ההוגן של נכסי השותפות עמדו על כ 124 מיליון ₪ גייסה השותפות כ 14.494 מיליון ₪ תמורת 63.3% מהשותפות - כלומר לפי שווי שותפות של 8.4 מיליון ₪ לפני הכסף. ניכיון של 93.24% על השווי ההוגן של השותפות.

6.24. כך, בעלי יחידות ההשתתפות שהחזיקו ערב הגיוס השישי את כלל יחידות ההשתתפות החזיקו נכסים בשווי הוגן של כ-124.3 מיליון ש"ח ערב ההנפקה. לאחר ההנפקה שבה גוייסו כ-14.5 מיליון ש"ח, החזיקו אותם בעלי יחידות רק 36.7% משותפות ששוויה ההוגן לאחר ההנפקה עמד על כ-138.8 מיליון ש"ח – כלומר כ-50.93 מיליון ש"ח. מדובר בפגיעה של כ-73.3 מיליון ש"ח במונחי שווי הוגן.

שווי אחזקות משקיעים חדשים	שווי אחזקות בעלי היהש המדוללים	שווי אחזקות משקיעים חדשים	בעלי יהש טרום הנפקה	שווי הוגן של השותפות	(ש"ח אלפי)
0 ₪	124,301 ₪	0.00%	100.00%	124,301 ₪	טרום הנפקה
14,494 ₪		100.00%	0.00%	14,494 ₪	סכום גיוס
87,857 ₪	50,938 ₪	63.30%	36.70%	138,795 ₪	לאחר הנפקה
	-73,363 ₪				הנזק הישיר

6.25. נציין כי בהנפקה מקפחת זו ולאור מחירה הנמוך עמוק מתחת לשווי ההוגן ומתחת לשווי הסחיר של יחידות ההשתתפות, בחר השותף הכללי לנצל את כל הזכויות לרכישת ניירות ערך להן הוא זכאי, קרי כ-793 אגדים בהיקף כספי של 555 אלפי ש"ח. בכך השותף הכללי זכה לרכוש יחידות השתתפות בהנחה ניכרת על שווי ומחירן.

השפעה על שווי השוק

6.26. שער יחידת השתתפות טרום הדיווח על ההנפקה האמורה עמד על 144.4 אגורות ליחידה, הגיוס נערך בדילול של 63.3% לפי שווי ליחידה של 70 אגורות ליחידה. משמעות הדבר כי לא זו בלבד שההנפקה בוצעה בניכיון של 93.24% אחוז על השווי ההוגן, היא גם בוצעה בניכיון של 51.52% על מחיר יחידת השתתפות בבורסה.

6.27. לאחר ההנפקה שווי יחידת השתתפות עמד על 70.2 אגורות ליחידה. כלומר ירידה של 51.39% ליחידת השתתפות.

תאריך הודעה	תוצאות הנפקה	שער יהש טרום ההודעה	שער יהש לאחר הנפקה	שיעור ירידה
23/04/2023	17/05/2023	144.4	70.2	-51.39%

7. בחינת הצורך בגיוסי ההון נשוא בקשת האישור

7.1. כאשר הנפקת יחידות מתבצעת במחיר נמוך מהשווי ההוגן הדבר מקפח את מחזיקי יחידות ההשתתפות הקיימים אשר מדוללים שלא בהתאם לשווי ההוגן של יחידות ההשתתפות, וערך יחידות ההשתתפות שלהם הולך וקטן.

7.2. לאור האמור יש לבחון ראשית האם היה צורך ממשי והכרחי בגיוס ההון לצורך פעילות החיונית והישרדותה של השותפות. שכן, מקום בו מטרת ההנפקות היא אך ורק על מנת להצטייד במזומנים לצורך ביצוע השקעות חדשות (ויתרה מכך – ביצוע השקעות שאינן עונות על

מטרות השותפות), אין כל צידוק לבצע הנפקה עמוק מתחת לשווי ההוגן באופן הפוגע במחזיקים הקיימים.

- 7.3. **בענייננו, שלוש הנפקות ההון האחרונות שביצעה השותפות היו הנפקות אשר יועדו לביצוע השקעות נוספות, בין אם בסבבי גיוס נוספים של חברות המטרה ובין אם השקעות בחברות חדשות, השקעות שבמקרים רבים אף לא ענו על מטרות השותפות (עד לתיקון בדיעבד).**
- 7.4. השימוש בכספי ההנפקות המקפחות מלמד שלא היה צורך ממשי והכרחי בהנפקות שביצעה השותפות לצורך תפעול עסקי השותפות ו/או הישרדותה. ואם רצתה השותפות להמשיך לגייס הון לצורך הגדלת תיק ההשקעות שלה ולא לצורך הכרח קיומי, היה עליה לעשות כן בהתאם לשווי ההוגן ולהימנע מפגיעה כה חמורה במחזיקי יחידות ההשתתפות.
- 7.5. השותפות גם לא דיווחה על בחינה של אלטרנטיבות אחרות לגיוסי ההון שביצעה ואף לא בחנה את האלטרנטיבה המרכזית, שהינה עצירת השקעות חדשות עד אשר תחל השותפות להנות מהחזרי השקעה כלשהם ולבצע השקעות מחדש של תקבולים אלו או גיוסי חוב.
- 7.6. מבחינת אופי ההשקעות אשר ביצעה השותפות לאורך השנים הסקתי כי בעת רכישתם, **לא כל הנכסים בהן השקיעה השותפות ענו על מדיניות רכישת הנכסים ועל האסטרטגיה של השותפות בעת שבוצעו.**
- 7.7. חלק משמעותי מההשקעות שביצעה השותפות בוצע בחברות שלא ענו על מטרות השותפות (כפי הגדרתן בזמן אמת), ועל מנת להצדיק בדיעבד את ההשקעה בחברות אלו ואת גיוסי ההון לצורך האמור, ביצעה השותפות תיקון של התקנון בדיעבד.
- 7.8. כך לדוגמא, לאחר ההנפקה שנערכה באוקטובר 2021, ביצעה השותפות מספר השקעות ביינהן השקעה בחברת "נוקו" אשר עוסקת בתחום הדאטה והשקעה בחברת סופרסמארט אשר עוסקת בסריקה עצמאית (של הלקוח) ובחויית קניה, שתי השקעות אלו לא ענו על מטרות השותפות בזמן אמת, ועל מנת להצדיק תוקן תקנון השותפות בדיעבד.
- 7.9. בדומה, ובניסיון שוב להצדיק בדיעבד את גיוסי ההון לצורך ביצוע השקעות חדשות כביכול, כחודשיים לאחר ההנפקה המקפחת שנערכה במאי 2023 ביום 5.7.2023, ביקש השותף הכללי לערוך אסיפה במסגרתה ישונה התקנון באופן שיתיר לשותפות לעסוק ולהשקיע בתחומים שונים.
- 7.10. בעקבות מכתב עמדה מטעם אחד ממחזיקי היה"ש בוטלה אסיפה זו.
- 7.11. יתרה מכך, גם לאחר הגיוס השישי אשר בוצע במאי 2023 בו גויסו כ 14.5 מיליון ₪ ועד לסוף שנת 2023 ביצעה השותפות שתי השקעות בהיקף של כ 366 א' דולר בלבד. משכך, ניתן לקבוע כי גם בגיוס זה לא היה צורך.

8. בחינת מחירי ההנפקות ביחס לשווי ההוגן

- 8.1. על מנת לקבוע כי ההנפקה בוצעה באופן המקפח את בעלי היחידות יש לבדוק האם ההנפקות בוצעו במחיר הנמוך משווי ההוגן של יחידות ההשתתפות.
- 8.2. במקרה הנדון, אנו לא עוסקים במניות אלא עוסקים ביחידות השתתפות של שותפות מוגבלת אשר מחזיקה במניות של חברות בהן השותפות משקיעה.
- 8.3. מכורח הסכם ההתאגדות של השותפות, ומעצם מהגדרתה של השותפות כישות השקעה לא ניתן לראות ביחידות ההשתתפות הנסחרות בבורסה כמניות לצורך בחינת ההנפקות נשוא בקשת האישור.

8.4. על פי הדוחות התקופתיים של השותפות, השותפות עומדת בתנאים שנקבעו ב IFRS 10 לצורך הגדרתה כישות השקעה ובהתאם לכך אימצה את הוראות IFRS 9.

תקן IFRS 9 הינו תקן חשבונאי המתמקד בהערכה של נכסים פיננסיים ומגדיר כיצד להציגם בדוחות הפיננסיים. התקן קובע מודלים שונים להערכת נכסים, כולל את השימוש בערכים ההוגנים ובערך השוק. ערך הוגן על פי התקן (Fair Value): נכסים פיננסיים מדוברים, כמו מניות וניירות עם שווי שוק, יידרשו להיות מדודים לפי הערך ההוגן, והשינויים בערך יוזכרו בדוחות באופן רציף. (בהתבסס על תנאים כלכליים נוכחיים ועתידיים).

8.5. **השווי ההוגן הוא השווי שהשותפות מציגה בדוחותיה הכספיים לפי תקן IFRS 9.**
8.6. כך, השותפות מודדת את שווי ההוגן של ההשקעות שלה בחברות הפרטפוליו לפי השווי הסחיר שלהן ו/או לפי מחירי עסקאות אחרונות של קונה מרצון למוכר מרצון של מניות בהן החזיקה השותפות.

8.7. להלן מתוך ביאור 4 לדוחותיה הכספיים של השותפות:

א. השקעות המטופלות לפי שווי הוגן דרך רווח או הפסד

השקעות בחברות מוחזקות מתוקף מעמדה של השותפות כישות השקעה. השקעות השותפות בחברות מוחזקות מוצגות לפי שווי הוגן לתאריך הדיווח כאשר שינויים בשווי ההוגן נזקפים לרווח או הפסד. השווי ההוגן נקבע בהתאם למחיר מצוטט בשוק ו/או בעזרת מעריכי שווי חיצוניים בלתי תלויים בהתאם להערכות שווי כלכליות הכוללות שימוש בטכניקות מקובלות להערכה והנחות לגבי אומדנים שונים,

8.8. כך בחרה השותפות להציג את שווייה ההוגן לציבור המשקיעים וזה גם השווי הרלוונטי לענייננו. ויש להדגיש שאת המדיניות החשבונאית קבעו השותף הכללי ודירקטוריון השותפות.

8.9. מעבר לעובדה שכך בחרה השותפות לבחון ולהציג את שווייה ההוגן, יש לדברים גם הגיון כלכלי וחשבונאי, זאת מאחר והשותפות היא שקופה השווי שלה נגזר משווי השקעותיה, וכך זה מוצג למשקיעים במסגרת הדוחות הכספיים, זאת להבדיל מחברה ומניה.

8.10. על כן, בבואנו לבחון את ההנפקות שביצעה השותפות יש לבחון את השווי ההוגן שלה וכנגזר מכך השווי ההוגן של כל יחידה בה (שווי הוגן של השותפות חלקי מספר היחידות המונפקות בכל עת).

8.11. עוד נציין, כי מאחר שהשותפות מציגה את דוחותיה הכספיים בהתאם לשווי ההוגן של השקעותיה, אין כל סיבה לחוסר סימטריה בגיוסי ההון. לא ייתכן שמחד, השותפות תציג למשקיעים בדוחות הכספיים שלה את השווי ההוגן לפי שווי השקעה בחברות המטרה ומשווי זה יגזרו גם דמי הייזום של השותף הכללי, ומאידך בגיוסי הון והנפקות ידללו את מחזיקי יחידות ההשתתפות בהתאם לשווי אחר נמוך בהרבה.

8.12. נדגיש כי בכל דוחותיה השותפות התמידה והציגה את השווי ההוגן של נכסיה על פי שיטת השווי ההוגן, כלומר הציגה את שווי האחזקות לפי שווי השוק העדכני שנקבע לכל אחת ממושאי ההשקעה.

8.13. וכך כתבה השותפות בדוחותיה הכספיים

יא. סעיף 31 ל- IFRS 10, קובע כי ישויות השקעה אינן מאחדות דוחות של ישויות בנות שלהן, כי אם מודדות את ההשקעה בהן בשווי הוגן דרך רווח או הפסד בהתאם להוראות IFRS 9.

IFRS 10 מגדיר גם פרמטרים בהם נדרשת שותפות לעמוד על מנת לעמוד בהגדרת "ישות השקעה". לאור אופי פעילות השותפות, ובהסתמך על הגדרת ישות השקעה ב-IFRS, השותפות מהווה ישות השקעה.

8.14. גם בהערכות השווי שהציגה השותפות – מעריך השווי בחר להציג את השווי על פי השווי ההוגן. וכך נכתב במספר הערכות שווי שהציגה השותפות 'לצורך גזירת השווי ההוגן של החזקת השותפות התבססנו על סבב ההשקעה האחרון בחברה....'

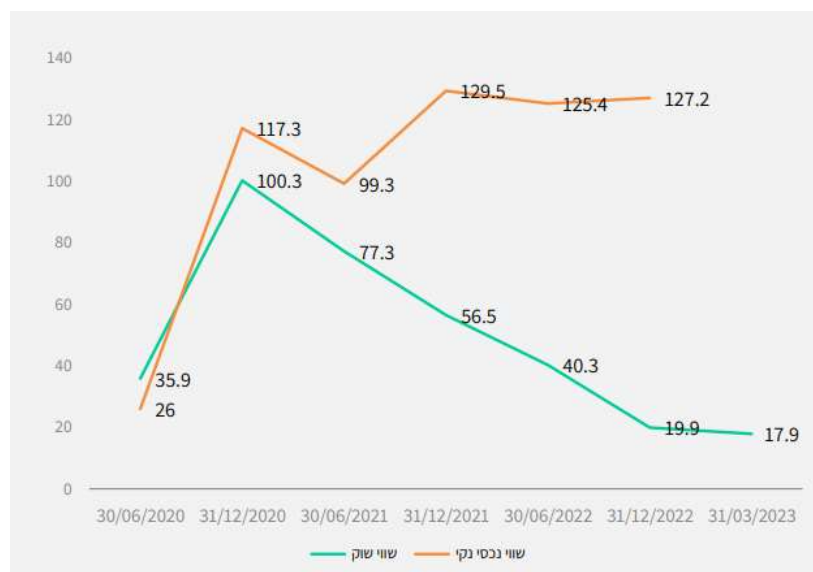
8.15. לפיכך, זאת גם הדרך הנכונה והנאותה ובחוות דעת זו אנו בוחנים את מחירי ההנפקה ביחס לשווי הוגן של היחידות תוך אימוץ גישתה של השותפות עצמה במסגרת דוחותיה הכספיים בנוגע לקביעת שווי הוגן.

8.16. למען הזהירות נציין, כי ההנפקות נשוא בקשת האישור וחוות דעתנו בוצעו גם מתחת למחירן הסחיר של יחידות ההשתתפות, מחיר שהלך ונשחק באופן משמעותי בשל התנהלות השותף הכללי וביצוע הנפקות מקפחות חוזרות ונשנות שלא לפי השווי ההוגן.

8.17. למיטב דעתנו המקצועית, הסיבה העיקרית לכך שיחידות ההשתתפות נסחרו בבורסה במחיר הנמוך משמעותית מהשווי ההוגן של יחידות ההשתתפות, הינה התנהלות השותף הכללי שביצע שורה של הנפקות מדללות בניכיון שוב ושוב, תוך פגיעה קשה במחירה של יחידות ההשתתפות ויצירת פער חריג בין השווי ההוגן לבין שווי השוק של יחידות ההשתתפות.

8.18. הדבר הוביל לפגיעה חמורה בשווי הסחיר של יחידות ההשתתפות שכן המשקיעים הבינו היטב שהשותף הכללי בשותפות מילניום יבצע עוד ועוד גיוסי הון וככל שלא יכניסו יד לכיס ויוסיפו וישקיעו, הם ידוללו שוב ושוב בשווי נמוך משמעותית מהשווי ההוגן. כך, הקונים פחתו והמוכרים התרבו, וכפועל יוצא מכך נגרמה פגיעה משמעותית במחיר היחידות בבורסה.

8.19. גם השותף הכללי היה מודע לפער העצום בין שווי יחידות ההשתתפות לבין השווי ההוגן שמוצג בספרי השותפות ואף עשה שימוש ציני בכך על מנת למשוך משקיעים נוספים לסבבי ההשקעות בהציגו את המצב כאנומליה כלכלית שמהווה הזדמנות קניה, וכך הוצג במצגות השותפות:



8.20 בגרף שלהלן שנוצר ע"י השותפות והוצג על ידה לציבור ניתן לראות כי הפער בין השווי ההוגן של השותפות לבין המחיר בו נסחרות יחידות ההשתתפות של השותפות הולך וגדל ככל שהשותפות המשיכה לבצע הנפקות נוספות במחירים נמוכים משמעותית מהשווי ההוגן, תוך פגיעה קשה במחיר יה"ש בסמוך לביצוע ההנפקות המקפחות.

8.21 להלן נציין את השווי ההוגן של יחידות ההשתתפות בעת עריכת ההנפקות אל מול שווי האפקטיבי של היחידות בהנפקות:

הנפקה	שווי הוגן של השותפות	כמות יחידות טרום הנפקה	שווי הוגן ליחידת השתתפות	שווי שוק של יהש	שווי אפקטיבי ליהש בהנפקה	שיעור דילול	שיעור ניכיון מול שווי הוגן	שיעור ניכיון מול מחיר השוק
17/10/2021	₪ 95,597	72,928,763	131.1	88.8	84.28	26.00%	-35.70%	-5.09%
26/07/2022	₪ 120,091	8,194,940	1465.4	492.1	412.4	31.70%	-71.86%	-16.20%
17/05/2023	₪ 124,301	11,998,425	1036.0	144.4	70	63.30%	-93.24%	-51.52%
ממוצע						40.33%	-66.94%	-24.27%

ניתן לראות בטבלה כי בשלוש ההנפקות האחרונות שביצעה השותפות שיעורי הניכיון על השווי ההוגן נעו בין 35.7% ל- 93.24%.

[ראוי לציין כי השווי האפקטיבי ליחידה בהנפקה הוא על בסיס החישוב שפרסמה השותפות לאופציות שהוענקו ללא תמורה, אותו ערכה על פי סטיית תקן של 5% בלבד בעוד סטיית התקן של יחידות ההשתתפות עמדו על כ 6%]. כלומר, אם היתה השותפות מיישמת תחשיב עפ"י סטיית תקן ראויה של 6% היה הניכיון עמוק יותר.

8.22 על פי הנתונים, ניתן לקבוע באופן חד משמעי כי שלוש ההנפקות נשוא בקשת האישור בוצעו בשווי נמוך משמעותי משווי הוגן של היחידות, תוך גרימת נזקים כבדים למחזיקי יחידות ההשתתפות שדוללו עמוק מתחת לשווי הוגן של היחידות.

8.23 כמו כן ניתן לקבוע באופן ברור, כי ההנפקות החוזרות והנשנות הן שגרמו לפגיעה במחיר היחידות בבורסה, (תוך גרימת נזקים נוספים למחזיקי היחידות). כך שלא ניתן להסתמך על מחיר יחידות ההשתתפות בבורסה במקרה הנדון כאינדיקציה לשווי הוגן.

9. חישוב הנזק הישיר לקבוצה המיוצגת על פי השווי ההוגן

9.1 כפי שהוצג לאורך חוות הדעת, שלושת הנפקות ההון האחרונות שביצעה השותפות היו הנפקות מקפחות עם שיעור ניכיון משמעותי על השווי ההוגן ובשיעורי דילול משמעותיים.

9.2 הנפקות הון אלו בתנאים והמחירים בהן בוצעו גרמו לנזק משמעותי לבעלי יחידות ההשתתפות שכן, הלכה למעשה הם דוללו באופן בלתי הוגן.

9.3 הנזק מהנפקות מוערך על ידנו ע"פ המתודולוגיה הבאה:

- א. חישוב שווי האחזקות של השותפים המוגבלים טרום הנפקה.
- ב. חישוב שווי האחזקות של השותפים המוגבלים לאחר ההנפקה ובדילול חלקי (ללא התחשבות בדילול בעקבות מימוש אופציות).
- ג. הפער בין שוויים אלו הינו הנזק שנגרם לבעלי יחידות ההשתתפות כתוצאה מההנפקות המקפחות.

9.4. להלן טבלה המרכזת את חישוב הנזק לכל יחידת השתתפות

הנפקה	מספר יחידות השתתפות טרום הנפקה	מספר יחידות השתתפות לאחר הנפקה	שווי הוגן של השותפות טרום הגיוס (א' ₪)	שווי הוגן של השותפות לאחר הנפקה (א' ₪)	שווי הוגן ליחידה טרום הנפקה (אגורות)	שווי הוגן ליחידה לאחר הנפקה (אגורות)	נזק ליחידה (אגורות)
17/10/2021	72,928,763	98,339,289	95,597	119,736	131.08	121.76	9.32
26/07/2022	8,194,940	11,998,425	120,091	135,777	1,465.43	1,131.62	333.81
17/05/2023	11,998,425	32,703,625	124,301	138,795	1,035.98	424.40	611.58

9.5. טבלה המרכזת את הנזק לכלל בעלי יחידות ההשתתפות בעקבות ההנפקות המקפחות באלפי ₪

הנפקה	שווי הוגן של השותפות	סכום הגיוס	שווי חברה לאחר הנפקה	שיעור דילול	שיעור דילול בעלי יחידות המדוללים	שיעור דילול בעלי יחידות המדוללים	נזק לבעלי היחידות המדוללים
17/10/2021	95,597 ₪	24,139	119,736	26.0%	74.0%	88,605 ₪	-6,992
26/07/2022	120,091 ₪	15,686	135,777	31.70%	68.3%	92,736 ₪	-27,355
17/05/2023	124,301 ₪	14,494	138,795	63.30%	36.7%	50,938 ₪	-73,363
סה"כ							-107,711 ₪

9.6. בעקבות ההנפקות המקפחות שערכה השותפות נגרם לבעלי יחידות ההשתתפות נזק כולל

במונחי שווי הוגן של כ- 107.7 מיליון ₪. זאת ללא ניטרול בעלי היחידות שהשתתפו בהנפקות.

10. הערכת הנזק למבקש על פי השווי ההוגן

10.1. לצורך הערכת הנזק למבקש חישבנו את השווי ההוגן של אחזקותינו על פי מספר היחידות

בהן החזיק טרום כל אחת מההנפקות המקפחות.

10.2. חישבנו את שווי אחזקותינו לאחר כל אחת מההנפקות המקפחות ללא התחשבות

בהשקעות נוספות שבוצעו בהנפקות עצמן.

10.3. פער השווי ההוגן טרום ההנפקה לבין השווי ההוגן של הנכסים לאחר ההנפקה הינו הנזק

שנגרם לתובע המייצג.

תוצאות הנפקה	כמות יחידות	שווי הוגן טרום הנפקה	שיעור אחזקת המבקש מסך השותפות	שווי הוגן לאחר ההנפקה	נזק
17/10/2021	121,392	159,124	0.2%	147,485	-11,639
26/07/2022	161,155	2,361,612	1.97%	1,823,664	-537,947
17/05/2023	324,328	3,359,966	2.70%	1,376,893	-1,983,073
סה"כ					-2,532,659

10.4. סה"כ הנזק שנגרם למבקש בשל ההנפקות המקפחות במונחי שווי הוגן עומד על כ- 2.53

מיליון ₪.

11. הקשר הסיבתי בין ההנפקות לבין ירידת מחיר יחידות ההשתתפות - מתודולוגיה

11.1. על פי שיטת חסרון הכיס המקורבת, ניתן לבדוק האם התקיים קשר סיבתי בין ההנפקות

המקפחות לבין ירידת מחיר יחידות ההשתתפות.

11.2. בשיטה זו נאמד הנזק כשינוי במחיר המניה בעקבות ההודעה על ההנפקה בנטרול השפעת

השוק. מכיוון שהשינוי בעקבות האירוע יכול להיות מושפע גם משינויים אחרים בשוק, בפסיקה

אומץ מודל Event Study של מקינלי³ אשר מקובל גם בספרות המקצועית לחקר השפעת אירועים ומפריד בין תשואות השוק לבין השינויים בעקבות אירוע מסוים.

11.3. על מנת לתמחר את הנזק בעקבות האירועים יש לבדוק את הפער בין "קו המחיר" לבין

"קו הערך" שנפגשו רק לאחר פרסום המידע אודות האירוע, כפי שנקבע על ידי 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" (כבי' השופט עדיאל בפסקה 87 לפסק הדין בע"א 345/03 רייכרט נ' שמש). (בענייננו במקום מניה יש לקרוא – יחידת השתתפות)

11.4. לאחר האירוע בודקים את סכום הסטיות מ"קו המחיר" עד הגעת המניה אל "קו הערך",

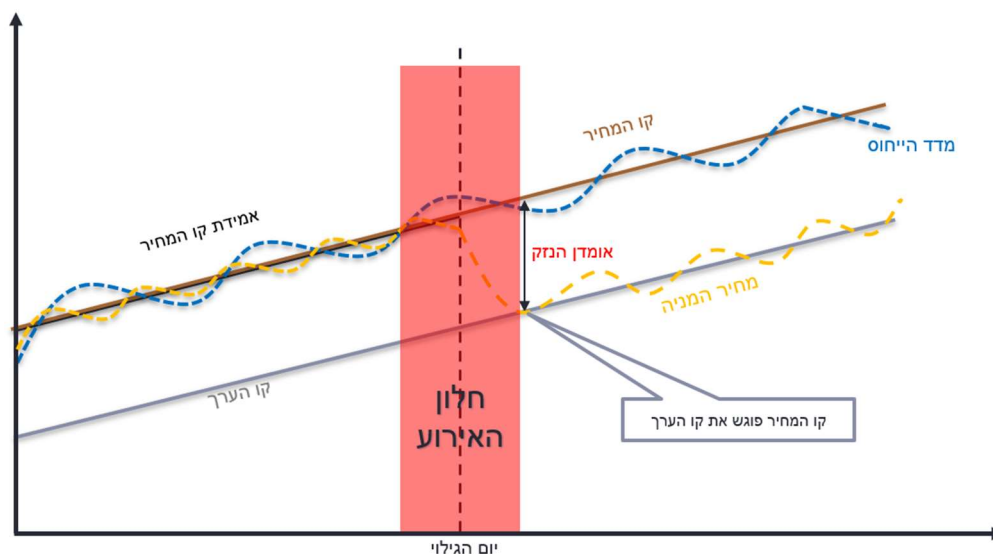
סכום הפער המצטבר הינו הנזק שנגרם בעקבות האירוע. במקרה של אירוע שהינו חסר משמעות – סכום הסטיות מהמודל לא יהיה שונה באופן מובהק סטטיסטית מקו הערך ועל כן לא ניתן להצביע על נזק. באירוע בעל משמעות סכום הסטיות יהיה שונה באופן מובהק סטטיסטי וכך יהיה גם ניתן לאמוד את הנזק שנגרם בעקבות האירוע.

11.5. במקרה בהם ישנם מספר אירועים פרטניים אשר מתרחשים במקביל – לא ניתן לבצע

ההפרדה של השפעות האירועים השונים על מחיר ניירות הערך.

11.6. המודל מתחלק לשלושה חלקים:

- תקופת האמידה (estimation window) (להלן: "תקופת האמידה") זוהי תקופה **טרם האירוע** שבה מבצעים הערכה של "קו המחיר".
- חלון האירוע – בחלון האירוע בודקים את הפער בין התשואה הצפויה על פי המודל לעומת השינויים בפועל, והאם השינויים בעקבות האירוע שונים באופן מובהק מהשינויים הצפויים על ידי המודל.
- חלון "פוסט אירוע" – בחינת ההשפעה המצטברת של האירוע לאחר האירוע עצמו.



Event studies in economics and finance – A.craig MacKinly Journal of economic literature³

מודל האמידה: מודל האמידה בו השתמשנו הינו מודל השוק (OLS); במודל זה אנו אומדים את שיעורי השינוי של המניה ביחס לשיעורי השינוי של מדד הייחוס שנבחר. אמידה זו מתבצעת לפני קרות האירוע, אך סמוכה דיה על מנת להימנע משינויים במבנה החברה (/ שותפות).

מודל זה הינו למעשה "קו המחיר" המסביר השינויים במחיר המניה כפונקציה של מדד הייחוס.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

כאשר:

R_{it} – תשואת המניה i ביום t.

R_{mt} – תשואת מדד הייחוס ביום t.

α_i – תשואת המניה שאינה קשורה לתשואת מדד הייחוס.

β_i – המקדם של מדד הייחוס שהינו הגורם המסביר.

הסטיות מהמודל הנאמד:

על מנת למצוא את עוצמת ההשפעה של האירוע על החברה (/ שותפות) אנו בוחנים בכל אינטרוול זמן (יום) את הפער בין המודל לבין הביצועים בפועל של המניה:

$$\widehat{AR}_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$

לאחר מכן אנו סוכמים את הפערים הנ"ל לאורך הימים ובודקים האם הם שונים באופן מובהק מהמודל. חישוב הפער המצטבר מהמודל:

$$C\widehat{AR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau = \tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i\tau}$$

בדיקת המובהקות

באמצעות מבחן t אנו בודקים את רמת מובהקות הסטייה מהמודל. מבחן t הינו בדיקה סטטיסטית הבודקת עד כמה התוצאה שקיבלנו, הסטייה מהמודל הנאמד, שונה באופן מהותי ומובהק מאפס, כלומר שהתוצאה אינה מקרית. מבחן זה מתחשב בגובה התוצאה (גודל הסטייה המצטברת), בסטיית התקן, ובמספר האינטרוולים (ימי המסחר). רמת הסמך המתקבלת מהמבחן היא למעשה ההסתברות לכך שהתוצאה שקיבלנו אינה תוצאה מקרית וכי מתקיים קשר סיבתי בין האירוע לבין הירידה בניירות הערך.

12. חקר האירועים באמצעות מודל השוק Event study – market model

הגדרת האירועים: האירועים הנבדקים הינם יום ההודעה של השותפות אודות ההנפקה המתוכננת. מעצם אופי ההנפקות שהיקף פגיעתם נקבע בעקבות היקף ההיענות בפועל חלון האירוע נקבע עד יום תוצאות ההנפקות.

12.1 בעקבות האירועים יחידות ההשתתפות של השותפות נפגעו בשיעורים משמעותיים שבין 14.96% ל 51.39%.

שיעור ירידה	שער יהש לאחר הנפקה	שער יהש טרום ההודעה	תוצאות הנפקה	תאריך הודעה
-18.50%	72.7	89.20	20/10/2021	29/08/2021
-14.96%	418.5	492.1	26/07/2022	29/06/2022
-51.39%	70.2	144.4	17/05/2023	23/04/2023

12.2 זאת בעת שמדדי הייחוס הרלוונטיים נסחרו בעלויות שערים בכל אחת מהתקופות הנ"ל.

ממוצע	טק עילית	מניות יתר	מניות כללי	תוצאות הנפקה	תאריך הודעה
3.53%	1.52%	4.18%	4.89%	20/10/2021	29/08/2021
2.38%	3.05%	2.28%	1.81%	26/07/2022	29/06/2022
5.91%	5.76%	5.38%	6.58%	17/05/2023	23/04/2023

ההנפקה המקפחת הראשונה (הנפקה רביעית)

12.3 ביום 29.8.2021 פורסמה ההודעה על כוונת השותפות לבצע את ההנפקה הפרטית למוסדיים. יום לאחר מכן, ב 30.8.2021 פרסמה השותפות את דוחותיה הכספיים למחצית הראשונה של 2021 וביום 1.9.2021 פרסמה השותפות הודעה בדבר "הבנות לשת"פ להקמת מרכז יזמות בתחום הפוד-טק בארה"ב".

12.4 על כן, האירוע זהם בשתי הודעות מזהמות מהותיות ולא ניתן לערוך מבחן אירוע אשר יבודד את השפעת ההודעה על הנפקה המקפחת.

12.5 על אף האמור, נציין כי במהלך התקופה הנ"ל, על אף ההודעות החיוביות שפרסמה השותפות במקביל להודעת השותפות על ההנפקה ירדו יחידות השותפות בשיעור של 18.5% עד יום הדיווח על תוצאות ההנפקה ביום 20.10.2021, במהלך התקופה הנל מדדי הייחוס נשאו תשואה ממוצעת של 3.53%.

ההנפקה המקפחת השנייה (הנפקה החמישית)

12.6 ביום 29.6.2022 פורסמה ההודעה על כוונת השותפות לבצע את ההנפקת הזכויות הראשונה שערכה השותפות. באותו הדיווח פרסמה השותפות את התחייבותה שלא לערוך הנפקות הון נוספות בשנה הקרובה, ובאותו היום פרסמה כי דירקטוריון השותף הכללי אישר מדיניות חלוקת דיבידנד של 50% מהרווחים נטו. בנוסף יום לאחר מכן, ב 30.6.2022 ערכה השותפות שיחת ועידה למשקיעים ופרסמה מצגת משקיעים.

12.7 על כן, גם ההנפקה השנייה זוהמה בהודעות שונות מהותיות ולא ניתן לערוך מבחן אירוע אשר יבודד את השפעת ההודעה על הנפקת הזכויות המקפחת.

12.8 נציין כי במהלך התקופה הנ"ל, על אף ההודעות החיוביות שפרסמה השותפות במקביל להודעת השותפות על ההנפקה ירדו יחידות השותפות בשיעור של 14.96% עד יום הדיווח על תוצאות ההנפקה ביום 26.7.2022. במהלך התקופה הנ"ל מדדי הייחוס הניבו תשואה ממוצעת של 2.38%.

ההנפקה המקפחת השלישית (הנפקה השישית)

- 12.9. ביום 23.4.2023 (לאחר שעות המסחר) פרסמה השותפות את ההודעה על כוונתה לבצע את הנפקת הזכויות השלישית, סביב הודעה זו לא היו הודעות מהותיות אחרות של השותפות.
- 12.10. מדד הייחוס: מדד הייחוס בו השתמשנו הינו מדד ת"א מניות יתר (להלן: "מדד הייחוס" ו/או "המדד") שנמצא כמדד אשר מסביר בצורה הטובה ביותר את השינויים במחיר יחידות השותפות טרום האירוע. בחירה זאת נעשתה לאחר שנבדקה רמת ההסבר של שלושה מדדים שונים רלוונטיים ליחידות השותפות (מדד ת"א כללי, מדד טק עילית ומדד ת"א מניות יתר).
- 12.11. תקופת האמידה: בחרנו להשתמש בתקופות אמידה של 60 ימי מסחר טרום 23.4.2023 שהינו יום האירוע, וזאת על מנת להמנע מהכללת אירועים מהותיים בחלון האמידה כגון התפטרות המנכ"ל בסוף שנת 2022.
- 12.12. חלון האירוע: השפעות של אירועים מהותיים בד"כ מתפרסים על מספר ימים עד מספר שבועות. במקרה זה, הוגדר חלון האירוע מיום ההודעה על הנפקה 23.4.2023 ועד יום הפרסום של תוצאות ההנפקה ביום 17.5.2023.
- על מנת לוודא שהמודל הנאמד עדיין מתקיים והאם יש זליגת מידע, בדקנו את הפערים מהמודל הנאמד שלושה ימים טרום האירוע, לא זוהתה זליגת מידע מובהקת סטטיסטית.
- 12.13. תוצאות המודל הנאמד
להלן טבלה המתארת את תוצאות המודל הנאמד:

Regression Statistics	
0.25548789	Multiple R
0.065274062	R Square
0.049158097	Adjusted R Square
0.025272167	Standard Error
60	Observations

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
0.98532	0.01848	0.003329655	6.15205E-05	Intercept
0.04882	2.01253	0.388789082	0.78244934	X Variable 1

מעל פי המודל האלפא אפסית (כמקובל בספרות) והביטא שהינה המתאם למדד הייחוס עומדת על 0.782 והינה מובהקת.

13. השינוי במחיר יחידות ההשתתפות בנטרול השפעת השוק

- 13.1. באמצעות המודל אותו אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של השפעת השוק על יחידות ההשתתפות. הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי יה"ש בפועל, הוא למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהנפקה המקפחת. אנו מוודאים באמצעות מבחן t כי ההפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד.
- 13.2. בטבלת התוצאות ניתן לראות את הפער היומי מהמודל הנאמד ואת הפער המצטבר מיום האירוע ועד יום ההנפקה בפועל שהיה 16 ימי מסחר לאחר ההודעה. עבור כל תקופת זמן מחושבת סטיית התקן המתואמת ומבחן ה-t על מנת לבדוק את רמת הסמך ואת רמת המובהקות (המייצגת את ההסתברות לטעות מסוג ראשון - False positive) בעבור כל תוצאה.

13.3. להלן טבלה המתארת את תוצאות מבחן האירוע

ימים מהאירוע	תאריך	פער מצטבר				מובהקות (P)
		פער מהמודל	מהמודל	סטיית תקן	t-stat	
-3	19/04/2023	2.49%	1.87%	7.58%	0.25	80.57%
-2	20/04/2023	2.18%	-0.60%	6.19%	-0.10	92.28%
-1	23/04/2023	-2.72%	-2.72%	4.38%	-0.62	53.69%
1	24/04/2023	-41.61%	-41.61%	4.38%	-9.51	0.00%
2	27/04/2023	-0.22%	-41.73%	6.19%	-6.74	0.00%
3	30/04/2023	-1.54%	-42.63%	7.58%	-5.62	0.00%
4	01/05/2023	-6.43%	-46.32%	8.75%	-5.29	0.00%
5	02/05/2023	-0.38%	-46.52%	9.79%	-4.75	0.00%
6	03/05/2023	0.30%	-46.36%	10.72%	-4.32	0.01%
7	04/05/2023	0.04%	-46.34%	11.58%	-4.00	0.02%
8	07/05/2023	2.69%	-44.90%	12.38%	-3.63	0.06%
9	08/05/2023	0.37%	-44.69%	13.13%	-3.40	0.12%
10	09/05/2023	-6.64%	-48.36%	13.84%	-3.49	0.09%
11	10/05/2023	1.02%	-47.84%	14.52%	-3.30	0.17%
12	11/05/2023	0.47%	-47.59%	15.16%	-3.14	0.26%
13	14/05/2023	-2.70%	-49.01%	15.78%	-3.11	0.29%
14	15/05/2023	3.36%	-47.29%	16.38%	-2.89	0.54%
15	16/05/2023	0.77%	-46.89%	16.95%	-2.77	0.76%
16	17/05/2023	-5.01%	-49.55%	17.51%	-2.83	0.63%

13.4. הפער המצטבר מהמודל מובהק החל מיום המסחר הראשון ומגיע לרמת סמך של 100% (!), על כן ניתן לקבוע באופן מוחלט הן את קיום הנזק והן את הקשר הסיבתי בין ההודעה על הנפקת הזכויות לבין הירידה ביחידות ההשתתפות של השותפות.

13.5. נציין כי מרבית הנזק, כ 46% התגבש תוך ארבעה ימי מסחר לאחר ההודעה על ההנפקה.

13.6. לאורך חלון האירוע ועד יום תוצאות ההנפקה יחידות ההשתתפות ירדו בין 41.6% לבין 49.55% בעת התגבשות מלוא הנזק כתוצאה מההודעה על ההנפקה וכתוצאה מתוצאותיה הסופיות.

13.7. נחזור ונדגיש כי בחינה זו באמצעות שיטת חסרון הכיס המקורבת יכולה לשמש במקרה זה לצורך הוכחת הקשר הסיבתי בין ההנפקה לבין הפגיעה במחירה הסחיר של יחידת השתתפות שנגרם בשל כל אחת מההנפקות המקפחות. את גובה הנזק יש למדוד- כמפורט לעיל- על פי השווי ההוגן של היחידות שכן מחיר יחידות ההשתתפות הושפע לאורך כל התקופה מההנפקות המקפחות שערכה השותפות ולא שיקף את השווי ההוגן שלהן.

14. מקורות מידע

- 14.1. הודעות בורסה של השותפות המוגבלת.
- 14.2. דוחות כספיים תקופתיים של השותפות המוגבלת.
- 14.3. נתונים מסחר רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 14.4. דוחות תנועות של המבקש.

15. 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, ניהול הון לתאגידים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 14 שנים ניסיון בשוק ההון.
- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם: מנורה פיננסים ו'עמיתים' - 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 ב'עמיתים'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.

רשימת חוות דעת מרכזיות:

- חוות דעת מומחה, אמידת הנזק שנגרם בעלי מניות אפיטומי מדיקל בע"מ בעקבות הטעיה בדיווח על תוצאות הניסוי הקליני שלא עמדו בתנאי התקשרותה עם חברת נסטלה, דצמבר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת נזק שנגרם לבעלי מניות טריא בעקבות נתונים מטעים וחסרים טרום עסקת מיזוג בין לוזון נדל"ן לבין טריא ישראל, אוגוסט 2023 ;
- חוות דעת מומחה, שיעורי הריבית במחירוני הבנקים מול הריבית הממוצעת המשולמת על ידם, יולי 2023 ;
- חוות דעת מומחה, מרווחי האשראי בבנקים והערכת הנזק לעניין ריבית על ההלוואות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אמידת הנזק הכלכלי שנגרם לבעלי מניות נטו מלינדה בעקבות חיזוק גרעין השליטה בנטו אחזקות שלא כדין, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת גובה ריבית סבירה ביתרת זכות בעו"ש והערכת הנזק לעניין ריבית פיקדונות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת הנזק שנגרם לבעלי מניות תדיראן בעקבות הטעיה והסתרת מידע מהותי בנוגע לשינויים בסביבה העסקית של החברה, מאי 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לחברת ישראלכרט, לצורך בחינת הוגנות העסקה למיזוג עם חברת הראל, תוך דחיית הצעה נגדית מחברת מנורה, מרץ 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי המניות של ורידיס, ניתוח השפעת דיווח מידי של החברה בגין תחילת חקירה פלילית, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אוגווינד, בדיקת השפעת דיווח ביטול התקשרות עם חח"י בעקבות מצג שווא של החברה לגבי יעילות מוצריה, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי אג"ח של גיבוי ואחזקות, קביעת נזק בשל רכישת אג"ח ע"י הציבור נוכח הסתרה ואי גילוי מידע מהותי על ידי החברה, אוקטובר 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יונט קרדיט בעקבות ליקויים שהתגלו בבקרה הפנימית וחשדות פליליים כנגד המנכ"ל, יוני 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות נורסטאר בעקבות החלטת הדירקטוריון לחלוקת דיבידנד בעין אשר יוביל לאובדן שליטה בחברת הבת גזית גלוב, אפריל 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות האב אבטחת מידע, איחור בדיווח על ביטול זכיית החברה במכרז, מרץ 2022 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לידר החזקות לצורך סעד הערכה לבחינת הצעת רכש של החברה, יולי 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות הפניקס, קביעת הנזק בעקבות גילוי פרשת התיארוך לאחור של פוליסות הביטוח של טייסי אל על, יוני 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם למחזיקי אג"ח דלק קבוצה, ניתוח הנזק שנגרם בעקבות פרסום דוח תזרים מזומנים מטעה, מאי 2021 ;

- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אורמת, זאת בעקבות פרשת "דוח הינדנבורג" אשר העלה חשדות לשחיתות בין-לאומית נרחבת, מרץ 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יעקובי קבוצה, נזק בגין פרסום מידע שגוי בתשקיף ובדוחות הכספיים, דצמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות פוקס, בחינת השפעת עיכוב בדיווח על עסקת גימבו, ספטמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, בחינת חוות דעת כלכלית לצורך מיזוג משולש הופכי בין יואל לאקוויטל. אשר הובילה לתשלום פרמיית שליטה חריגה, דצמבר 2018 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן שנגרם למחזיקי אג"ח אול-יר, אמידת הנזק שנגרם לבעלי אגרות החוב בעקבות גילוי אודות כשלים חמורים באפקטיביות הבקרה הפנימית של החברה, ינואר 2018 ;