

חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק שנגרם
לבעלי אג"ח של גיבוי אחזקות



אוקטובר 2022

חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

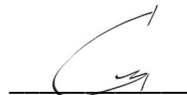
בר כוכבא 16, בני ברק, קומה 9

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין יצחק אבירם ושחר בן מאיר, באי כח המבקש איל חזוט (להלן: "המבקש" ו/או "חזוט"), להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה **גיבוי אחזקות בע"מ** (להלן: "המשיבה", "גיבוי" או "החברה") ונושאי המשרה, בעניין נזק שנגרם לבעלי אגרות חוב שהנפיקה החברה, בעקבות כלל האירועים שהתגלו בדיווחי החברה החל מיום 30.6.22 (להלן: "הדיווח הראשון") ועד ליום 3.10.22 בו הפסיק המסחר בניירות הערך של החברה. הנזק המדובר הינו בשל רכישת אג"ח במחיר שאינו משקף את השווי האמיתי נוכח הסתרה ואי גילוי מידע מהותי על ידי החברה.

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 חוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי.



חתימה

24.10.22

תאריך

תוכן העניינים

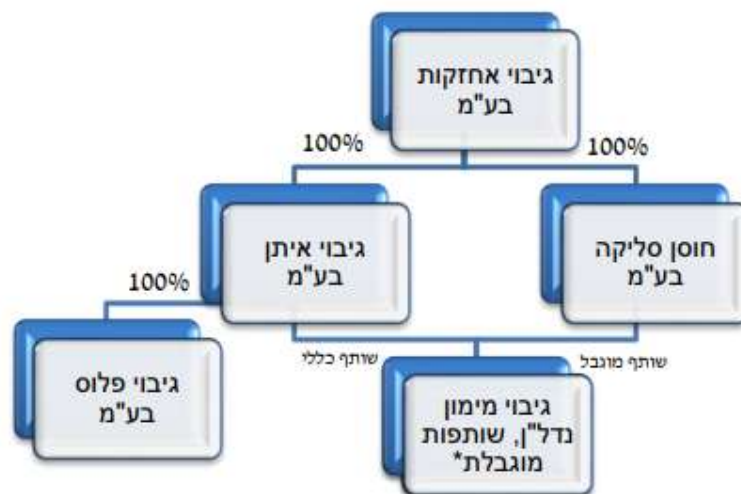
1. תמצית חוות הדעת
2. על החברה
3. רצף האירועים
4. הגדרת הקבוצות
5. מתודולוגיה בחוות הדעת
6. חקר האירועים באמצעות מודל השוק Event study – market model
7. הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת
8. כימות הנזק לתובע המייצג
9. סיכום ומסקנות
10. מקורות מידע
11. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

1. תמצית חוות הדעת

- 1.1. חוות הדעת עוסקת בבחינת הנזק שנגרם לבעלי אגרות חוב שהנפיקה החברה, בעקבות כלל האירועים שהתגלו בדיווחי החברה החל מיום 30.6.22 (להלן: "הדיווח הראשון") ומיום 14.8.22 (להלן: "הדיווח השני") ועד ליום 3.10.22 בו הפסיק המסחר בניירות הערך של החברה.
- 1.2. חוות הדעת מתבססת על ההנחה כי רוכשי האג"ח בקבוצות המיוצגות אשר רכשו את האג"ח היו מוכנים לשלם תמורה פחותה באופן ניכר על האג"ח אם היה בידם מלוא המידע אשר התגלה בדיווחי החברה על החברה, מצבה הכלכלי וכשל הפירעון הצפוי.
- 1.3. נציין כי בחוות הדעת בדקנו את עצם קיום הנזק הדרוש לשלב האישור. בנוסף, הערכנו את הנזק שנגרם לבעלי אגרות החוב מהקבוצות השונות על פי שיטת חסרון הכיס המקורבת באמצעות מודל Event Study. יש להדגיש כי לגבי הקבוצה שעדיין מחזיקה את האג"ח, ניתן יהיה לכמת את מלוא הנזק באופן מדויק לאחר פרסום כלל ממצאי הבדיקה של החברה ודוחותיה הכספיים המלאים או לאחר הסדר חוב בחברה במידה והחברה תגיע לחדלות פירעון.
- 1.4. על פי ממצאנו הנזק לבעלי אגרות החוב מסתכם ב- 52.83 אגורות לע.נ..
- 1.5. לחברה אגרות חוב בסך כולל של 137.6 מיליון ע.נ. ומכאן שהנזק לכלל הקבוצות נשוא בקשת האישור הוא 72.7 מיליון ש"ח.

2. על החברה

- 2.1. חברת גיבוי אחזקות בע"מ, בגלגולה הקודם, הינה חברה אשר התאגדה ביום 18 ליוני 1991 ובחודש מאי 1993 הפכה החברה לחברה ציבורית, במסגרת עסקיה השונים. החל מיום 7.1.19 הושלמה עסקה להכנסת פעילות חברת גיבוי איתן בע"מ לחברה. מאז פועלת החברה באמצעות גיבוי איתן וגיבוי פלוס בתחום המימון החוץ בנקאי, בעיקר למגזר העסקי, על ידי מתן אשראי, בעיקר לתקופות קצרות בעיקר באמצעות ממסרים דחויים (להלן: "ממדי"). פעילות החברה מתבצעת ממשרדיה בת"א ומסניף מזרע אשר נפתח במהלך שנת 2020 בצפון הארץ ומהווה סניף של גיבוי פלוס.
- 2.2. להלן תרשים אחזקות של החברה מתוך דוחותיה הכספיים לשנת 2021:



3. רצף האירועים

- 3.1 ביום 18.4.19 הנפיקה החברה את סדרת אג"ח א' בכ- 58 מיליון ע.נ.. נכון ליום 30.6.22 עמד ההון הרשום למסחר על 10.16 מיליון ע.נ..
- 3.2 ביום 12.8.21 הנפיקה החברה את סדרת אג"ח ב' בכ- 81 מיליון ע.נ.. נכון ליום 30.6.22 עמד ההון הרשום למסחר על 127.4 מיליון ע.נ..
- 3.3 היקף המסחר הממוצע בנייר טרום האירועים עמד על כ- 89 אלף ש"ח ליום (ממוצע של חודשיים טרום האירועים).
- 3.4 ביום 29.6.22 התנהל מסחר חריג מאוד באג"ח ב' של החברה. מחזור המסחר עמד על 4.067 מיליון ע.נ. (פי 45 מהמחזור הממוצע בנייר) ופי 2.6 ממחזור השיא בנייר מיום הנפקתו (יום 22.11.21 בו הודיעה החברה על הקצאה למשקיעים מוסדיים¹).
- 3.5 מסחר חריג זה היה ללא דיווח כלשהו או ידיעה על אודות החברה.
- 3.6 ביום 30.6.22 בשעה 10:08 דיווחה החברה על מינוי בודק חיצוני לבחינת פעילות החברה "לאור חשש להתנהלות לקויה"². זהו למעשה הגילוי החלקי הראשון במהלך האירועים (להלן: "האירוע הראשון").
- 3.7 באותו היום הופסק המסחר בניירות הערך של החברה³. פעולות שבוצעו באותו היום בוטלו על ידי הבורסה⁴.
- 3.8 ביום 3.7.22 הודיעה הבורסה על גריעת ניירות הערך של החברה ממדדי הבורסה⁵. גיבוי אחזקות אג"ח ב' נגרעה מהמדדים: אגח כללי, אג"ח שקלי, תל בונד מאגר ותל בונד תשואות שקלי.
- 3.9 ביום 4.7.22 בשעה 14:29 דיווחה החברה כי הגיעה להסכמות בעל פה עם ארבעת התאגידי הבנקאיים המעמידים מימון לתאגידי שבשליטת החברה⁶.
- 3.10 באותו היום, בשעה 16:53 החברה הוציאה עדכון המשך לדוח מידי מיום 30.6.22⁷ בו הודיעה החברה כי: "להערכת החברה נכון למועד זה, היקף החשיפה לחוב בעל סיכון גבייה גבוה, על פי אמות מידה והנחות איכותיות וכמותיות שנקבעו על ידי הנהלת החברה מוערך בסך של כ 38 מ' ש"ח (להלן: "החוב שבסיכון"). יובהר כי סך של כ 24 מיליון ש"ח מהחוב שבסיכון הינו בגין חוב עתידי שטרם הגיע מועד פרונו. להערכת החברה, חלק לא מבוטל מהחוב שבסיכון יגבה באמצעות הליכי גבייה, הסדרים ופריסות תשלומים אשר מבצעת החברה כאמור. להערכת הנהלת החברה, הנחות העבודה ששימשו את הנהלת החברה בסיווג החוב שבסיכון, גובשו בזהירות יתרה ובשמרנות..."
- 3.11 באותו היום, בשעה 17:28 החברה פרסמה השלמה לדיווח בדבר הסכמות עם הבנקים⁸.

¹ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.11.21, אסמכתא 2021-01-100186

² ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 30.6.22, אסמכתא 2022-01-068157

³ ראה: הודעת בורסה מיום 30.6.22, מספר 413218

⁴ ראה: הודעת בורסה מיום 30.6.22, מספר 413214

⁵ ראה: הודעת בורסה מיום 3.7.22, מספר 413308

⁶ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 4.7.22, אסמכתא 2022-01-069870

⁷ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 4.7.22, אסמכתא 2022-01-070026

⁸ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 4.7.22, אסמכתא 2022-01-070077

- 3.12 באותו היום בשעה 18:01 מידרוג פרסמה הודעה לבורסה כי היא מציבה את דירוג החברה Baa1 תחת בחינה עם השלכות שליליות.⁹
- 3.13 ביום 7.7.22 הודיעה הבורסה כי יחודש המסחר בניירות הערך של החברה ביום 10.10.22.
- 3.14 ביום 11.7.22 הודיעה החברה כי הוגשה בקשה לתביעה ייצוגית **בשם בעלי המניות בחברה** נגד החברה, חברי הדירקטוריון, מנהלי החברה, ומשרד רו"ח המבקר של החברה.¹¹
- 3.15 ביום 12.7.22 דיווחה החברה בשעה 9:42 כי ביום 11.7.22 נודע לחברה, לראשונה, ממר אייל רוזן, הנמנה על חברי הנהלת סניף הצפון ("מר רוזן"), כי: "בחודש ספטמבר 2021 הועמדו לו שתי הלוואות בהיקף כולל של כ-2.5 מיליון ₪ משני לקוחות של סניף הצפון ("הלקוחות"), ללא ידיעת הנהלת החברה ו/או קבלת אישורים ו/או דיווח לגורמים הרלוונטיים כנדרש ("ההלוואות"), אשר שימשו את מר רוזן לצרכיו האישיים, לרבות, לטענתו, לרכישת מניות של החברה באותה העת. עוד נמסר לחברה ממר רוזן, כי מימון ההלוואות בוצע באמצעות העמדת שתי הלוואות ללקוחות על ידי החברה בסך כולל השווה לגובה ההלוואות (כ-2.5 מיליון ₪), כנגד הפקדת שיקים (אשר נכון למועד זה לא מצויים בידי החברה והחברה פועלת לבירור עניין זה)."¹²
- 3.16 בתאריך 25.7.22 דיווחה החברה כי במסגרת הבדיקות שבוצעו בעקבות דיווחיה הקודמים, נודע לחברה כי הועמדו הלוואות בסך של כ-2.2 מ' ₪ לצדדים שלישיים הקשורים למר רוזן ללא קבלת האישורים המתאימים, או דיווח לגורמים הרלוונטיים.¹³
- 3.17 ביום 14.8.22 בשעה 15:44 פורסמה טיוטא ראשונית של הבודק החיצוני בה צוין בין היתר כי: "ימריכוז מכלול הבדיקות שערכנו עד עתה עולה כי התנהלות סניף מזרע בראשותו של מר רוזן הינה חריגה, ומתאפיינת בביצוע עסקאות אשראי רבות בעלות מאפיינים חשודים ורמת סיכון חריגה, גלגול חובות של לקוחות החברה, שימוש בלקוחות החברה לצורך קבלת הלוואות אישיות עי מר רוזן, תשלומים בגין הוצאות פרטיות מכספי החברה תוך הסתרת התשלום באמצעות כרטיסי הלקוחות, פעילות בניגוד עניינים עם ענייניה של החברה ועוד. **יודגש כי בשלב זה אין אפשרות להעריך את היקף החובות שלא יגבו, שכן בתקופה האחרונה פועלת הנהלת החברה החדשה להסדיר חלק מהחובות שמפורטים בדוח זה לעיל וכן לאור העובדה שעד שלא יגיע מועד פירעונם לא ניתן לקבוע האם מדובר בחוב אבוד ... לאור ממצאי הבדיקה והעובדה כי מר רוזן הינו גורם בעל ניסיון רב בתחום אשראי חוץ בנקאי, עולה חשד לכאורה כי מדובר בהתנהלות חריגה ומתוכננת בעלת מאפיינים של תרמית.**" (ההדגשה במקור)¹⁴
- 3.18 ביום 21.8.22 מידרוג הודיעה על הורדת דירוג החברה ל-Ba1 עם השלכות שליליות. "לאור התנהלות לקויה של ניהול הסיכונים... ואי וודאות בדבר היקף החובות הבעייתיים".¹⁵
- 3.19 ביום 22.8.22 בשעה 20:39 פרסמה החברה תגובה לכתבה בכלכליסט בקשר לאסיפת בעלי החוב של החברה. בהודעה החברה ציינה כי: "לא נאמר מפי מר יהונתן כהן, יו"ר

⁹ ראה: דיווחי חברות, מידרוג וגיבוי אחזקות מיום 4.7.22 אסמכתאות 2022-15-083491, 2022-01-083569.

¹⁰ ראה: הודעת בורסה מיום 7.7.22, מספר 413545.

¹¹ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 11.7.22, אסמכתא 2022-01-087811.

¹² ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 12.7.22, אסמכתא 2022-01-073266.

¹³ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 25.7.22, אסמכתא 2022-01-077850.

¹⁴ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 14.8.22, אסמכתא 2022-01-083424.

¹⁵ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 21.8.22, אסמכתא 2022-01-085668.

- דירקטוריון החברה, כי החברה לא תעמוד בתשלומי החוב למחזיקי אגרות החוב בחודש דצמבר 2022, כקבוע בתנאיהם, אלא כי התשלום במועד זה מותנה ביכולתה של החברה להגיע להבנות מול הגופים הבנקאיים, שהעמידו אשראי לחברה".¹⁶
- 3.20. באותו היום (22.8.22) בשעה 33:21 פרסמה החברה הודעה בדבר "חשש לביצוע מעילות בהיקף של כ-6 מיליון ₪ בסניף הצפון של החברה". על פי דיווח החברה עלה חשד ממשי לשתי מעילות במהלכן הוצאו מקופת החברה, במרמה (לרבות בדרך של זיוף חתימות על המחאות) סכומים בהיקף כולל של כ-6 מיליוני ₪. בסיפא של ההודעה נכתב כי: "על פי המידע שנמסר לחברה, המעילות האמורות בוצעו על ידי חבר הנהלת סניף הצפון של החברה לשעבר ולאחת המעילות האמורות היה שותף גם תאגיד בבעלות מנכ"ל החברה לשעבר".¹⁷
- 3.21. רצף ההודעות בימים 14.8.22 עד 22.8.22, מהווה גילוי רחב יותר על חשש לכך שהחברה עומדת בפני כשל פירעון בעקבות חשד ממשי לשתי מעילות בחברה וכי האירועים אינם מסתכמים במה שהוגדר עד כה כהתנהלות לקויה, וחשיפה לחוב בסיכון גבוה (להלן: "האירוע השני").
- 3.22. ביום 28.8.22 פרסמה החברה כי אין ביכולתה לפרסם את דוחותיה הכספיים ל-30.6.22 במועד, תפעל לפרסם עד לתאריך 21.9.22.¹⁸
- 3.23. ביום 28.8.22 מידרוג הורידה את דירוג האשראי של החברה ל-Ca ומשנה את הבחינה מבחינה עם השלכות שליליות, לבחינת דירוג ללא כיוון וודאי.¹⁹
- 3.24. ביום 31.8.22 פרסמה החברה דיווח מיידי בדבר הפרשה חזויה להפסדי אשראי בסכום של 80 - 100 מיליון ₪.²⁰
- 3.25. ביום 1.9.22 הגישה החברה תביעה ובקשה לעיקול נכסים נגד נושאי משרה בחברה לשעבר: אייל רוזן, יורם אליאב, רן קאירי וגילי שאמה.²¹
- 3.26. ביום 11.9.22 בית המשפט אישר למנות מומחה לבחינת הסדר חוב.²²
- 3.27. ביום 13.9.22 רשות ניירות ערך פתחה בחקירה בנוגע לחברה.²³
- 3.28. ביום 20.9.22 פרסמה החברה כי אין ביכולתה לפרסם דוחות לרבעון השני עד לסוף ספטמבר, וכי היא פועלת לפרסם במהלך חודש אוקטובר 2022.²⁴
- 3.29. ביום 21.9.22 הודיעה הבורסה כי ביום 3.10.22 תחל השעיית מסחר בניירות הערך של החברה.²⁵
- 3.30. ביום 6.10.22 החליטו מחזיקי האג"ח להעמיד את האג"ח לפירעון מיידי.

¹⁶ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.8.22, אסמכתא 2022-01-106957.

¹⁷ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.8.22, אסמכתא 2022-01-106966.

¹⁸ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.8.22, אסמכתא 2022-01-088374.

¹⁹ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.8.22, אסמכתא 2022-15-108970.

²⁰ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.8.22, אסמכתא 2022-01-112384.

²¹ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.9.22, אסמכתא 2022-01-112471.

²² ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.9.22, אסמכתא 2022-01-115927.

²³ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.9.22, אסמכתא 2022-01-117109.

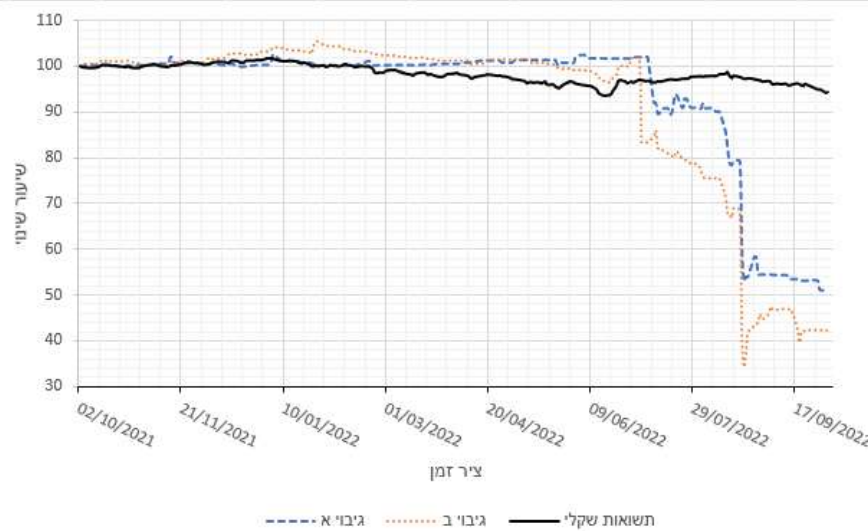
²⁴ ראה: דיווחי חברות, גיבוי אחזקות מיום 22.9.22, אסמכתא 2022-01-119791.

²⁵ ראה: הודעת בורסה מיום 21.9.22, מספר 417903.

- 3.31 ביום 6.10.22 הגיש בנק לאומי בקשה דחופה למינוי כונס נכסים זמני ובקשה לאכיפת שעבודים ולמינוי כונס נכסים נגד חברות בשליטת החברה, בגין אשראי של כ- 55 מיליון ש"ח.
- 3.32 ביום 12.10.22 הגיש בנק דיסקונט בקשה לכינוס נכסים ואכיפת שעבוד כנגד חברת בת - גיבוי איתן בע"מ, בגין חוב של למעלה מ- 25 מיליון ש"ח.
- 3.33 בעקבות האירועים האמורים ירד שער אגרות החוב של החברה בעשרות אחוזים. להלן טבלה המציגה את מחירי (שערי) אגרות החוב של החברה בימים רלוונטיים טרום הדיווחים ולאחריהם ביחס למדדי ייחוס:

אירוע	תאריך	גיבוי א	גיבוי ב	אגח כללי	תל בונד שקלי ריבית קבועה	תל בונד שקלי 0-3	תל בונד תשואות שקלי
טרום אירוע ראשון	29/06/2022	101	98.88	360.41	383.8	405.83	366.95
סוף אירוע ראשון	17/07/2022	89.89	78.60	361.64	385.59	406.99	368.54
טרום אירוע שני	11/08/2022	89.2	73.40	365.07	389.74	408.47	372.95
סוף אירוע שני	25/08/2022	53.53	40.48	363.76	384.31	406.46	369.78

- 3.34 להלן גרף המתאר את שיעור השינוי בשער אג"ח גיבוי ביחס למדד תל בונד תשואות שקלי בשנה האחרונה:



שיעור שינוי מגילוי ראשון עד הפסקת המסחר	אירוע ראשון	אירוע שני	תל בונד תשואות שקלי
-49.80%	-11.00%	-39.99%	גיבוי א
-58.63%	-20.51%	-44.85%	גיבוי ב
-2.31%	0.43%	-0.85%	תל בונד תשואות שקלי

4. הגדרת הקבוצות

- 4.1. לצורך חישוב הנזק נגדיר ראשית את הקבוצות אשר ניזוקו מהאירועים. **קבוצה ראשונה** הינה משקיעים אשר רכשו את אגרות החוב של החברה טרום ה- 30.6.22 והחזיקו בהן לאחר ה- 30.6.22, אך מכרו טרום ה- 14.8.22. קבוצה זו ניזוקה אך ורק מהאירוע הראשון (להלן: "**הקבוצה הראשונה**"). מחזור המסחר בטווח התאריכים האמור עמד על 16.2 מיליון ע.נ.. לצורך הערכת הנזק אנו מניחים כי 80% מהמחזור היה של מוכרים אשר רכשו טרום האירוע הראשון (20% מהמחזור היה של מוכרים אשר קנו לאחר האירוע הראשון) על כן קבוצה זו הינה בעלת 12.96 מיליון ע.נ..
- 4.2. **קבוצה שנייה** הינה משקיעים אשר רכשו את אגרות החוב של החברה לאחר 30.6.22 והחזיקו בהן לאחר 14.8.22. קבוצה זו ניזוקה אך ורק מהאירוע השני (להלן: "**הקבוצה השנייה**"). מחזור המסחר בטווח התאריכים האמור עמד על 16.2 מיליון ע.נ.. לצורך הערכת הנזק אנו מניחים כי 20% מהמחזור היה של קניה ומכירה בתוך אותו טווח תאריכים. על כן קבוצה זו הינה בעלת 12.96 מיליון ע.נ.. בסדרת אג"ח ב' של החברה.
- 4.3. **קבוצה שלישית** הינה משקיעים אשר רכשו את אגרות החוב של החברה טרום ה- 30.6.22 והחזיקו בהן לאחר ה- 14.8.22. קבוצה זו ניזוקה משני האירועים (להלן: "**הקבוצה השלישית**"). קבוצה זו הינה כלל בעלי האג"ח שאינם בקבוצה הראשונה או השנייה המהווים בעלי אג"ח בסך כולל של 114.4 מיליון ע.נ..
- 4.4. הקבוצה השנייה והשלישית מהווה למעשה את כלל מחזיקי האג"ח שרכשו במהלך אי הגילוי ועד הגילוי המלא. קבוצה זו מתחלקת ל**שתי תתי קבוצות** מבחינת הנזק:
- 4.4.1. בעלי האג"ח אשר מימשו את אחזקתם טרום הפסקת המסחר בניירות הערך של החברה ב- 3.10.22 (להלן: "**קבוצת המממשים**"). לפי היקפי המסחר, אנו מעריכים שקבוצה זו מורכבת מ- 90% משקיעים אשר נמנים על הקבוצה השלישית ו- 10% ממשקיעים הנמנים על הקבוצה השנייה.
- מחזור המסחר באגרות החוב של החברה הסתכם לאחר הגילוי ב- 14.8.22 ב- 32.72 מ' ע.נ..
- 4.4.2. בעלי האג"ח אשר לא מימשו את אחזקתם (להלן: "**קבוצת המחזיקים**").

5. מתודולוגיה בחוות הדעת

בחוות דעת זו אנו בוחנים את השפעת האירועים על אגרות החוב של החברה במהלך ימי המסחר שלאחר הדיווחים. לצורך האמור אנו משתמשים במתודולוגיה לנטרול השפעת שינויים אקסוגניים לחברה (השפעת השוק). הבחינה מבוצעת עבור כל אחד מהאירועים עבור אג"ח ב' של החברה (שמהווה כ- 92.6% מהחוב המונפק של החברה) באמצעות מודל Event Study של מקינלי²⁶ אשר מקובל בפסיקה ובספרות המקצועית לחקר השפעת אירועים.

²⁶Event studies in economics and finance – A.craig MacKinly Journal of economic literature

המודל מתחלק לשלושה חלקים :

- תקופת האמידה (estimation window) (להלן : "תקופת האמידה")²⁷ זוהי תקופה טרום האירוע שבה מבצעים הערכה של ההשפעה ה"רגילה" של השוק על ניירות הערך של החברה.
- 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.

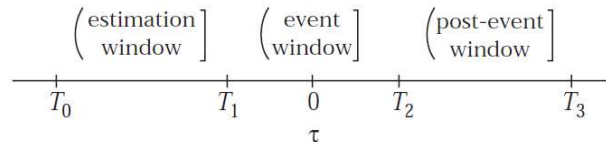


Figure 1. Time line for an event study.

5.1. אופן האמידה על פי שיטת חסרון הכיס המקורבת

על פי שיטת חסרון הכיס המקורבת, בשיטה זו הנזק מחושב ע"י השינוי במחיר האג"ח בעקבות גילוי ההטעיה, או גילוי של מידע אחר אשר היה אמור להיוודע לציבור עוד קודם לדיווח. מכיוון שהשינוי בעקבות האירוע יכול להיות מושפע גם משינויים אחרים בשוק, בפסיקה אומץ מודל Event Study אשר מפריד בין תשואות השוק לבין השינויים בעקבות אירוע מסוים. על פי מודל זה מחשבים את "קו המחיר" טרום האירוע, קו המחיר הוא רגרסיה (לינארית) באמצעותה מוסברים השינויים במחיר המניה כפונקציה של גורם מסביר אחר (מדד הייחוס).

לאחר האירוע בודקים את סכום הסטיות מ"קו המחיר" עד הגעת המניה אל "קו הערך", סכום הפער המצטבר הינו הנזק שנגרם בעקבות האירוע. אירוע חסר משמעות – לא יוביל לסטיות השונות באופן מובהק סטטיסטית מקו הערך ועל כן לא ניתן להצביע על נזק. אירוע בעל משמעות יוביל לסטיות מצטברות שונות באופן מובהק סטטיסטי וכך יהיה ניתן לכמת את הנזק שנגרם בעקבות האירוע.

על פי תקופת האמידה (טרום האירוע) אנו מחשבים את אשר מכונה בפסיקה "קו המחיר". קו זה הוא למעשה רגרסיה לינארית שבה המשתנה המוסבר הינו התשואה היומית של האג"ח והמשתנה המסביר הינו תשואת מדד הייחוס הרלוונטי.

המודל המתקבל מתאר למעשה את הקשר בין תשואת המניה לבין תשואת מדד הייחוס

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

²⁷ מכיוון שהאירוע החל למעשה ב- 30.6.22, נבחרה תקופת אמידה של חצי שנה לפני תחילת האירוע הראשון על מנת לוודא שאין השפעה כלשהי של האירוע על האמידה. האמידה אומתה גם חודש לפני ישיבת הדירקטוריון ב- 29.6.22.

כאשר :

R_{it} – תשואת האג"ח i ביום t .

R_{mt} – תשואת מדד הייחוס ביום t .

α_i – תשואת האג"ח שאינה קשורה לתשואת מדד הייחוס.

β_i - המקדם של מדד הייחוס שהינו הגורם המסביר.

על מנת למצוא את עוצמת ההשפעה של האירוע על החברה או 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 או סוכמים את הפערים הנ"ל לאורך הימים ובודקים האם הם שונים באופן מובהק מהמודל. חישוב הפער המצטבר מהמודל :

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

באמצעות מבחן t או 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.

רמת הסמך המתקבלת מהמבחן היא למעשה ההסתברות לכך שהתוצאה שקיבלנו אינה תוצאה מקרית.

מודל האמידה : מודל האמידה בו השתמשנו הינו מודל השוק (OLS); במודל זה או מודלים את שיעורי השינוי של האג"ח ביחס לשיעורי השינוי של מדד הייחוס שנבחר. אמידה זו מתבצעת לפני קרות האירוע, אך סמוכה דיה על מנת להימנע משינויים במבנה החברה.

הגדרת האירועים : האירועים שהתגלו בדיווחי החברה החל מיום 30.6.22 (להלן: "הדיווח הראשון") ומיום 14.8.22 (להלן: "הדיווח השני") ועד ליום 3.10.22 בו הפסיק המסחר בניירות הערך של החברה.

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 :

"קו 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 בפיסקה 87 לפסק הדין בע"א 345/03 רייכרט נ' שמש).

קו הערך במקרה זה הינו השווי של אג"ח החברה כשהמידע על האירועים מתומחר בשווי האג"ח וקו המחיר הינו שווי האג"ח בפועל כאשר לא היה ידוע לציבור מכלול האירועים שאירועו טרום 30.6.22.

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

6.1. מדד הייחוס: מדד הייחוס שנבחר הינו מדד תלבונוד-תשואות שקלי (להלן: "מדד הייחוס" ו/או "המדד") שהינו המדד המסביר בצורה הטובה ביותר את התנהגות אגרת החוב שנבדקה ביחס למספר מדדי ייחוס רלוונטיים שנבדקו (תל בונד שקלי ריבית קבועה, תל בונד שקלי 0-3 ותל בונד כללי).

6.2. תקופת האמידה: בחרנו להשתמש בתקופות אמידה של שישה חודשים טרום האירוע הראשון, כלומר החל מ- 1.1.22 ועד 28.6.22. את המודלים תיקפנו על פני תקופות זמן שונות על מנת לחזק את ממצאנו.

6.3. חלונות האירועים: השפעות של אירועים מהותיים בד"כ מתפרסים על מספר ימים עד מספר שבועות. כאן מדובר במקרה יוצא דופן שכן מדובר בצבר אירועים מתמשך ובאירוע מתגלגל אשר נעצר בסופו של דבר, בשל הפסקת המסחר.

עבור כל אחד מאירועי הדיווח (החלקי והמלא) בדקנו על פני שלושה ימי מסחר לפני האירוע, על מנת לוודא שהמודל הנאמד עדיין מתקיים והאם יש זליגת מידע, וכך עשרה ימים לאחר האירוע, על מנת לבחון האם ישנה סטייה מובהקת מהמודל הנאמד ומה גודלה של סטייה זו.

6.4. בחירת אגרת החוב לבדיקה
לצורך הוכחת הנזק אנו החלטנו לבצע בדיקה על אגח ב' של החברה שהינה האג"ח הסחירה יותר של החברה ומהווה כ- 92.7% מהחוב המונפק של החברה. נציין כי שתי האגרות דומות מבחינת הביטחונות (שעבוד שלילי), מבחינת הצמדה (שקליות ואינן צמודות למדד המחירים לצרכן) וההבדל ביניהן הוא לוח הסילוקין שהינו קצר יותר באג"ח א שאמור להיפרע במלואו ב- 4.12.22 לעומת אג"ח ב' שצפוי להיפרע לשיעורין עד 28.12.25.

6.5. תוצאות המודל הנאמד

להלן טבלה המתארת את תוצאות המודל הנאמד:

Regression Statistics	
0.438213988	Multiple R
0.192031499	R Square
0.185354074	Adjusted R Square
0.003061601	Standard Error
123	Observations

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
0.8236122	-0.22338548	0.000278255	-6.2158E-05	Intercept
3.9953E-07	5.362677829	0.091433231	0.490326962	X Variable 1

על פי המודל האלפא אפסית (כמקובל בספרות) והביטא שהינה המתאם למדד היחוס עומדת על 0.49.

7. הנזק לחברי הקבוצות המיוצגות

באמצעות המודלים אותם אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של השפעת השוק על אגרת החוב של החברה, לאחר הדיווח. הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי האג"ח בפועל, הוא למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהאירוע שהתגלה לציבור המשקיעים בדיווח אמור. אנו מוודאים באמצעות מבחן t כי ההפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד. על פי המודל אותו אמדנו, הפער המצטבר מהמודל מובהק החל מהיום הראשון לאחר האירוע ומגיע לרמת סמך של 100% (!) בכל אחד משני האירועים, נתון המוכיח באופן מוחלט הן את קיום הנזק והן את הקשר הסיבתי בין הנזק לבין חשיפת האירועים האמורים ואי הגילוי.

להלן אמידת שיעור הנזק בעקבות האירוע הראשון

האירוע הראשון הוביל, על פי המודל, לפגיעה בשער אגרות החוב של החברה בשיעור מצטבר של כ-20.45% בעשרת הימים שלאחר האירוע המהווים 20.21 אגורות ליחידה.

אומדן נזק באגורות	פער					תאריך	ימים מהאירוע
	רמת סמך	t-stat	סטטיית תקן	מהמודל מצטבר	מהמודל פער		
	29.46%	0.38	0.53%	0.20%	0.13%	26/06/2022	-3
	13.68%	0.17	0.43%	0.07%	0.21%	27/06/2022	-2
	34.11%	-0.44	0.31%	-0.14%	-0.14%	28/06/2022	-1
-17.80	100.00%	-58.79	0.31%	-18.00%	-18.00%	04/07/2022	1
0.00	100.00%	-41.58	0.43%	-18.00%	0.00%	05/07/2022	2
0.10	100.00%	-33.76	0.53%	-17.90%	0.12%	06/07/2022	3
-0.04	100.00%	-29.30	0.61%	-17.94%	-0.05%	07/07/2022	4
1.38	100.00%	-24.17	0.68%	-16.54%	1.70%	10/07/2022	5
1.25	100.00%	-20.37	0.75%	-15.27%	1.52%	11/07/2022	6
-3.82	100.00%	-23.64	0.81%	-19.15%	-4.57%	12/07/2022	7
0.10	100.00%	-21.99	0.87%	-19.04%	0.13%	13/07/2022	8
-0.45	100.00%	-21.23	0.92%	-19.50%	-0.57%	14/07/2022	9
-0.94	100.00%	-21.12	0.97%	-20.45%	-1.18%	17/07/2022	10
-20.21				-20.45%			סה"כ נזק

להלן אמידת שיעור הנזק בעקבות האירוע השני

האירוע הראשון הוביל, על פי המודל, לפגיעה בשער אגרות החוב של החברה בשיעור מצטבר של כ-44.53% בעשרת הימים שלאחר האירוע המהווים 32.62 אגורות ליחידה.²⁸

²⁸ ראוי להבהיר בהקשר זה כי שיעור הנזק באירוע השני יותר מכפול באחוזים וגדול רק ב-61.4% באגורות משום ששיעור הנזק באירוע השני מחושב על מחיר האג"ח לאחר הירידה באירוע השני, כלומר מהשער טרום האירוע השני ב11.8.22 שעמד על 73.4 אגורות.

אומדן נזק באגורות	פער מצטבר					תאריך	ימים מהאירוע
	רמת סמך	t-stat	סטיית תקן	מהמודל	פער מהמודל		
	18.29%	-0.23	0.53%	-0.12%	-0.01%	09/08/2022	-3
	20.29%	-0.26	0.43%	-0.11%	0.01%	10/08/2022	-2
	31.77%	-0.41	0.31%	-0.13%	-0.13%	11/08/2022	-1
-3.93	100.00%	-17.50	0.31%	-5.36%	-5.36%	14/08/2022	1
-3.59	100.00%	-23.68	0.43%	-10.25%	-5.17%	15/08/2022	2
0.15	100.00%	-18.96	0.53%	-10.05%	0.22%	16/08/2022	3
-0.88	100.00%	-18.38	0.61%	-11.26%	-1.34%	17/08/2022	4
1.99	100.00%	-12.48	0.68%	-8.54%	3.06%	18/08/2022	5
-0.54	100.00%	-12.38	0.75%	-9.29%	-0.81%	21/08/2022	6
-27.54	100.00%	-57.93	0.81%	-46.93%	-41.50%	22/08/2022	7
-5.55	100.00%	-62.97	0.87%	-54.53%	-14.32%	23/08/2022	8
3.17	100.00%	-54.63	0.92%	-50.18%	9.57%	24/08/2022	9
4.12	100.00%	-46.00	0.97%	-44.53%	11.33%	25/08/2022	10
-32.62				-44.53%			סה"כ נזק

מסקנתנו היא שבעקבות האירועים ניזוקה אגרת החוב בסך כולל של 52.83 אגורות בנטרול השפעת השוק וזאת באופן מובהק כתוצאה מהאירועים האמורים. ללא נטרול השפעת השוק ירדה אגרת החוב ב- 58.4 אגורות, משער של 98.88 ביום 29.6.22 לשער של 40.48 ביום 25.8.22.

8. כימות הנזק לקבוצות המיוצגות

8.1. להלן טבלה המציגה את הערכת הנזק למחזיקי אג"ח ב' לקבוצות 1-3:

קבוצה	נזק באגורות ליחידה	כמות אחזקה בע.נ.	סך נזק
קבוצה ראשונה	20.21	12,960,000	2,619,216
קבוצה שניה	32.62	12,960,000	4,227,552
קבוצה שלישית	52.83	114,473,950	60,476,588
סה"כ בעלי אג"ח ב'	52.83	127,433,950	67,323,356

מממצאנו עולה כי לכלל משקיעי אג"ח ב' נגרם נזק כולל של כ- 67.3 מיליון ₪.

8.2. על מנת להעריך את הנזק לכלל בעלי האג"ח, הנחנו כי הנזק ליחידה זהה אצל מחזיקי אג"ח א' כמו אצל מחזיקי אג"ח ב' שהיא האג"ח הנסחרת יותר. להלן טבלה המציגה את הערכת הנזק לכלל בעלי האג"ח של החברה:

קבוצה	נזק באגורות ליחידה	כמות אחזקה בע.נ.	סך נזק
בעלי אג"ח א'	52.83	10,160,700	5,367,898
בעלי אג"ח ב'	52.83	127,433,950	67,323,356
סה"כ בעלי אג"ח	52.83	137,594,650	72,691,254

מממצאנו עולה כי לכלל משקיעי האג"ח של החברה נגרם נזק כולל של כ- 72.7 מיליון ₪.

8.3. על מנת להעריך את הנזק לקבוצה המממשים, בעלי האג"ח אשר מימשו את אחזקתם לאחר הדיווח ב- 14.8.22 אשר מחזיקים ב- 32.72 מיליון ע.ג. באגרות החוב של החברה, ביצענו חישוב דיפרנציאלי לפי תאריכי המימוש ושערי הסגירה טרום הדיווחים כאשר הנחנו כי 90% מהמממשים בתאריכים אלו רכשו את אגרות החוב טרום האירוע הראשון. להלן טבלה המציגה את הערכת הנזק לקבוצת המממשים:

קבוצה רביעית (המממשים)	כמות אחזקה בע.ג.	סך נזק
בעלי אג"ח א	31,243,989	15,371,501
בעלי אג"ח ב	1,480,410	473,371
סה"כ בעלי אג"ח	32,724,399	15,844,872

מממצאנו עולה כי לקבוצת המממשים לאחר הדיווח ב- 14.8.22 נגרם נזק כולל של כ- 15.8 מיליון ₪ וכי הנזק לקבוצת המחזיקים עומד על כ- 56.8 מיליון ₪.

8.4. לגבי קבוצת המחזיקים, שטרם מכרו, את הנזק הכולל והמדויק בשל האירועים יהיה ניתן להעריך אך ורק לאחר פרסום כלל הממצאים, פרסום הדוחות הכספיים ודאיות רבה יותר לגבי גורל אגרות החוב של החברה כמו גם חזרה למסחר או מחיקה מהמסחר, שכן אין בידינו מידע אם החברה תמשיך להתקיים כעסק חי ואם אגרות החוב ישובו להיסחר בבורסה או שהחברה תגיע לחדלות פירעון, ובמקרה כזה עלול להיות נזק שלא ניתן לחשבו כעת, אלא בהתאם להתפתחויות (חזרה למסחר או הסדר חוב או כל אירוע דומה). מטעמים של חישוב הנזק הנוכחי לקחנו את שער האג"ח ביום הגשת הבקשה לאישור, לצורך חישוב אומדן הנזק, אך נדגיש כי זהו נזק שאינו סופי ויהיה ניתן להתאים אותו לשער האג"ח במועד התגבשות הנזק הסופי.

9. כימות הנזק לתובע המייצג

- 9.1. המבקש, ביצע רכישותיו לאחר 30.6.22 וטרום האירוע השני שהחל ב- 14.8.22.
- 9.2. המבקש מימש חלק מאחזקותיו לאחר ה- 14.8.22.
- 9.3. סה"כ נכון ליום 14.8.22 החזיק המבקש 66 א' ע.ג. באג"ח ב' של החברה וב- 86 א' ע.ג. באג"ח א של החברה.
- 9.4. הנזק באג"ח ב' כתוצאה מהאירוע השני הסתכם ב- 32.62 אגורות לכל 1 ע.ג. והנזק הכולל למבקש כתוצאה מהאירוע השני מסתכם ב- 21,529.20 ש"ח.
- 9.5. בהנחה כי נגרם נזק דומה גם באג"ח א' בעקבות האירוע השני, הנזק למבקש בעקבות אחזקותו באג"ח א מסתכם ב- 28,053 ₪ נוספים.
- 9.6. ביום 1.9.22 מכר המבקש כ- 40 אלף ע.ג. מאחזקותו באג"ח ב' עליהם רשם הפסד בפועל של 13,232.80 ₪. מתוכו נזק בעקבות האירועים בנטרול השפעת השוק של 13,048 ₪.
- 9.7. סה"כ הנזק למבקש באג"ח המוחזקות מוערך ב- 49,582 ₪.

10. סיכום

- 10.1. נחזור ונדגיש כי לאור חוסר הבהירות במצב החברה ולאור העובדה כי עד עתה לא פורסמו מלוא ממצאי הבדיקה על כן השלכותיו המלאות של האירוע לא הסתיימו בהכרח.
- 10.2. לגבי מי שכבר מכר את האג"ח, הנזק לגביו גובש.
- 10.3. לגבי מי שמחזיק את האג"ח, כעת קיים נזק למול שער האג"ח, אך כאמור אין מתקיים מסחר. במידה של אי תשלום האג"ח או תשלום בעתיד של סכום נמוך יותר מאשר השער כיום, הרי הנזק למחזיקי האג"ח יעמוד על הנזק שהוערך בחוות דעת זו בתוספת הפער בין מחיר הסגירה ביום הפסקת המסחר למחיר המימוש.

11. מקורות מידע

- 11.1. גיבוי אחזקות, דוחות כספיים לשנת 2021.
- 11.2. דיווחים מיידיים של החברה לבורסה באמצעות מערכת מאי"ה.
- 11.3. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 11.4. טיוטת הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה.

12. 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 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 בעמיתים'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.
- כתיבת חוות דעת רבות בתחום הערכת הנזק באמצעות מודל Event Study במסגרת תביעות ייצוגיות.