

חוות דעת משלימה

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם
לבעלי מניות האב אבטחת מידע



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, להגיש חוות דעת משלימה זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה **האב אבטחת מידע בע"מ** (להלן: "**המשיבה**" או "**האב**" או "**החברה**") בעניין נזק שנגרם לרוכשי ובעלי מניות בחברה, בעקבות הסתרת המידע בדבר ביטול זכייתה של חברת הבת, קיופוינט טכנולוגיות בע"מ (להלן: "**קיופוינט**" או "**חברת הבת**") במכרז משרד הביטחון, ואיחור בדיווח האמור, יחד עם מספר דיווחים מתקנים, הכל כמפורט בבקשה לאישור שהועברה לעיוני, וכן בהתייחס לחוות דעת של מר זליכה שהגישו המשיבים במסגרת התשובה לבקשה לאישור (להלן: "**חו"ד זליכה**").

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.

להלן חוות דעתי.



חתימה

6.10.22
תאריך

תוכן העניינים

1. כללי
2. אקדמת מלין
3. תמצית חוות הדעת המשלימה
4. חוות הדעת המשלימה
 - 4.1. העיסוק בהיבטים משפטיים
 - 4.2. עיוות מועד הדיווח ביחס לסדרי המסחר
 - 4.3. השפעת הכתבה בגלובס
 - 4.4. מכירת הפניקס כתגובה להודעת החברה ולא בתגובה לכתבה
 - 4.5. מימושים לאחר ההודעה על הספאק
 - 4.6. מהותיות הדיווח
 - 4.7. מובהקות הנזק
 - 4.8. חלון האירוע
 - 4.9. אירועים נוספים סביב האירוע
 - 4.10. מדד הייחוס ומודל האמידה
 - 4.11. שעות המסחר
5. סיכום
6. מקורות מידע
7. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

1. כללי

נתבקשתי לכתוב חוות דעת משלימה זו שתתייחס לטענות אשר הועלו בחוות דעת המומחה מטעם המשיבה פרופ' ירון זליכה (להלן: "המומחה שכנגד" ו/או "זליכה"), וכן בתשובת המשיבים, בעניין הנזק שנגרם לבעלי מניות האב, בעקבות מידע שנחשף, ביום 27.3.21, למחזיקי מניות האב ולמי שרכש מניות האב, בשל איחור בדיווח ובעקבות מידע שנחשף, ביום 27.3.22, במסגרת דיווח מידי של חברת האב אבטחת מידע בע"מ (אסמכתא: 2022-01-035074) (להלן: "הדיווח") על ביטול זכייתה של חברת הבת קיפוינט במכרז של משרד הביטחון.

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, לפרק זמן מסוים, אשר נוצר רק ואך ורק עקב מעשי ההטעיה ואי הגילוי שלהם.

2. אקדמות מילין

- 2.1. בתלמוד נאמר "כל הפוסל במומו פוסל". זליכה בחוות דעתו מוציא דיבתי בביטויים כגון: "מניפולטיביות", "שגיאות מקצועיות קשות" ו"מופרכות" וביטויים נוספים שלדעתי אין להם מקום בחוות דעת מקצועית לבית משפט. ניתן לחלוק על מומחה בצורה מכובדת יותר גם עם ישן מחלוקת מקצועיות. שימוש בביטויים אלו, הוא חסר טעם במיוחד כאשר הם מתארים היטב דווקא את חוות דעתו של כותב חוות הדעת הנגדית ממנה עולה מניפולציה קשה, ניסיון להטעות את בית המשפט ובעיקר שגיאות מקצועיות יוצאות דופן ואי היכרות עם עולם התוכן אותה היא מבקשת לבחון.
- 2.2. הפרופסור עומר מואב, אשר לו הכרות רבת שנים עם ירון זליכה, תאר את כותב חוות הדעת הנגדית בין היתר כך: "אצל זליכה האמת חסרת כל משמעות". זליכה, לא רק בוטה ומכפיש, אלא גם כדרך עבודה, מעוות לאורך כל חוות דעתו את העובדות הברורות וממציא "עובדות" חלופיות ללא כל ראיה או אסמכתא להן.
- 2.3. עיוות העובדות נעשה בצורה קשה וחמורה עד כדי ניסיון לייצר מציאות מקבילה שבה לוח הזמנים של הדיווחים שונה, לוח זמני המסחר של כל הבורסה שונה, הגדרת "מהותיות" לדיווח היא מעוותת, דיווחי החברה שגויים וגופים מוסדיים סוחרים על פי כתבות בעיתונים ולא על פי אנליזה ומדיניות השקעות ברורה. מציאות זו הינה רק פרי דמיונו של כותב חוות הדעת הנגדית. למציאות חלופית זו אין כל בסיס במסמכים והיא נסתרת על פניה קודם לכל מדיווחי החברה ומאשר אירע בזמן אמת ומסדרי המסחר בבורסה.
- 2.4. מכיוון שהתשתית העובדתית עליה הסתמך זליכה, הינה רק פרי דמיונו - חוות דעתו פסולה מהיסוד. אין לה קיום אמיתי והיא רלוונטית רק בעולם הדמיון בו בוחר לפעול זליכה אשר מושתת על הנחות יסוד הסותרות את דיווחי החברה ומסמכיה.
- 2.5. לעניין זה יפים דבריו של המלומד י' קדמי בספרו "על הראיות - הדין בראי הפסיקה", חלק שני, עמ' 670: "חוות דעת של מומחה כוללת את התשתית העובדתית המוצגת בפני המומחה לצורך הכנת חוות דעתו. כאשר התשתית העובדתית שנויה במחלוקת, לא ניתן להוכיחה באמצעות הצגתה על ידי המומחה ויש להוכיחה בראיות קבילות. השמטת הבסיס מתחת לקיומן של "עובדות התשתית" עשויה להשמיט את הבסיס מתחת למסקנותיו של המומחה".
- 2.6. כך ניסיונו של זליכה לטעון כי לא היה עיכוב בדיווח מגוחך באשר הוא סותר את הדיווח של החברה עצמה שציינה בדיווחה כי היה עיכוב בדיווח. לאחר מכן בחר זליכה לעוות את סדרי המסחר בבורסה ולהטעות את בית המשפט לגבי הזמנים. בהמשך לכך, ניסיונו של זליכה לטעון שאין מהותיות באירוע, מגוחך אף יותר, באשר החברה עצמה מצהירה על מהותיות במקרה דנן.
- 2.7. התשתית העובדתית שעמדה ועדיין עומדת מולי עת הכנתי את חוות דעתי, לא יכולה להיות שנויה במחלוקת שכן היא מתבססת על דיווחים של החברה עצמה במערכת ההודעות של הבורסה. מדובר בדיווחים מזמן אמת שמעולם לא הוכחו בדיווח מתאים ע"י המשיבים ואשר מדברים בעד עצמם. החברה מעידה בעצמה על עיכוב בפרסום הדיווח והכל בזמן אמת.

2.8. בהתאם, זמני ההודעות ברורים, זמני המסחר קבועים, הגדרת "מהותיות" המחייבת דיווח נקבעה ע"י רשות ניירות ערך, וגם החברה עצמה קבעה כי האירוע מהותי ומכירת המניות ע"י הפניקס נובעת ממדיניות השקעות ברורה של הפניקס ולא מניחויי זליכה. סופו של דבר, התשתית העובדתית עליה הסתמך זליכה הינה שגויה ועל כן חוות דעתו פסולה וחסרת תוקף.

3. תמצית חוות הדעת המשלימה

3.1. חוות דעת זליכה רצופה סתירות פנימיות כה רבות וקשות אשר מרוקנות אותה מתוכן לחלוטין, ואף עולות עד כדי מבוכה קשה לקורא ובמיוחד לכותב אשר מכנה עצמו "מומחה".

3.2. מתוך חוות דעתו המגמתית והמניפולטיבית של זליכה עולה **בעיקר חוסר יושר המקצועי**, ובנוסף לזאת חוסר היכרותו עם הפסיקה הכלכלית, חוסר הבנה בסיסי של השתלשלות האירועים, חוסר היכרותו עם תקנון הבורסה ולוח הזמנים למסחר (נספח א'), חוסר היכרותו עם תהליכי קבלת החלטות בגופים מוסדיים, חוסר יכולתו להתמודד עם עובדות מותאמות דיווחים, ויתרה מכך, חוסר היכרותו עם המודל הכלכלי בו עסקה חוות דעתנו המקורית.

3.3. אך למרות חוסר היושר המקצועי של זליכה ושימוש בעובדות חלופיות ללא ביסוס, גם לאחר המניפולציות ועיוותי העובדות, זליכה לא סותר את עצם קיום הנזק, לא מציג מודל חלופי לבחינת גובה הנזק ורק קובע ללא אסמכתאות ברורות לכך כי הנזק "מוגבל לכל היותר לסכום של 2,147,700 ש"ח".

3.4. 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. חוות דעת זליכה מלאה באמירות פשטניות, ריקות מתוכן, ללא גיבוי ונוגדת את 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).

3.5. חוות דעתנו המקורית, הציגה את הממצאים האמפיריים המובהקים על היפגשות קו המחיר עם קו הערך לאחר הירידות בשער המניה מיד לאחר פסילת החברה במכרז וההודעה לבורסה.

3.6. לעומת זאת, זליכה לא הציג מודל חליפי בו הציג עובדות אמפיריות בהתאם לקבוע בפסיקה על נזק קטן יותר (שזליכה לא חלק על קיומו), וכל חוות דעתו הינה אמירות חסרות בסיס ומשוללות כל יסוד.

4. חוות הדעת המשלימה

4.1. העיסוק בהיבטים משפטיים

4.1.1. בסעיפים 4 ו-5 לחוות הדעת הנגדית מציין זליכה כי:

4. חוות דעתי תתייחס להיבטים הכלכליים של הבקשה, לשאלת הקשר הסיבתי הנטען בה, וכן לחוות דעת

המומחה מטעם המבקשים שצורפה כנספח 6 לבקשה.

5. יודגש, כי חוות דעת זו היא אפוא כלכלית והיא אינה עוסקת בהיבטים משפטיים הכרוכים בתביעה.

4.1.2. בסעיף 23 מצטט זליכה עמדה משפטית של רשות ניירות ערך וקובע **לפי פרשנותו המשפטית** כי "לא נרשם איחור בדיווח".

4.1.3. לאחר מכן, בסעיף 25, שכולו עוסק בהיבטים משפטיים, קביעות משפטיות וציטוט של יועציה המשפטיים של החברה, קובע זליכה (בסתירה לסעיף 23) כי החברה "איחרה בכארבע וחצי שעות במתן ההודעה".

4.1.4. לאחר בדיקה מעמיקה שערכנו – לא מצאנו ממצאים לרקע משפטי של זליכה. אך מעבר לחוסר העובדתי, מצד אחד טוען זליכה כי הינה כלכלית ואינה עוסקת בהיבטים משפטיים, אולם מנגד, כחצי מחוות הדעת הינה פרשנויות משפטיות, מגמתיות, מוטעות ולא נכונות בעליל, המציפות בפני הקורא את בורותו המשפטית של הכותב, והנסמכת כביכול על ייעוץ משפטי שקיבל המומחה מבאי כוח החברה.

4.1.5. בהמשך לכך, ואלו רק דוגמאות, בסעיף 29 קובע זליכה כי "על פי היעוץ המשפטי שקיבלתי מבאי כוחה של החברה, כאשר נזק נטען נגזר מנזקה של חברה הוא אינו עומד בפני עצמו...". איני בא להתווכח עם זליכה וזאת יעשו באי הכוח המלומדים, אך ברי כי מדובר בטענה משפטית טהורה שאין מקומה בחוות הדעת של זליכה.

4.1.6. לאור העובדה שחוות דעת זו, בדומה לחוות הדעת המקורית הינה חוות דעת כלכלית, לא נגיב לאמירותיו המשפטיות של זליכה ונותיר את הדין המשפטי לעורכי הדין ולבית המשפט הנכבד.

4.2. עיוות מועד הדיווח ביחס לסדרי המסחר

4.2.1. בסעיף 24 קובע זליכה כי ה"חברה דיווחה במועד ולמען הזהירות, בחוות דעתי זו אתייחס לדיווח השגוי ואנתח את המידע כאילו נודע לחברה אודות ביטול המכרז עוד ב- 23.3.22 בשעה 17:00 (ולא כפי שאירע בפועל)" (ההדגשה אינה במקור)

4.2.2. אולם, זליכה מזלזל בזיכרונו של הקורא ומקווה שישכח את התחייבותו לשמרנות וזהירות בנוגע למועד הדיווח כבר לאחר קריאת מספר סעיפים.

4.2.3. בסעיף 25 קובע זליכה כי "מאחר והידיעה על ביטול המכרז התקבלה בחברה לאחר תום יום המסחר של ה- 23.3.22...". אך יום המסחר של ה- 23.3.22 הסתיים בשעה 17:25 ולא בשעה 17:00. ההצגה של זליכה כי הדיווח שהתקבל בשעה 17:00 הינו דיווח שהתקבל לאחר יום המסחר, הינה על פי לשונו ושפתו: "הצגה מגמתית ומניפולטיבית" שכל מטרתה הינה הטעיה מכוונת של הקורא ושל בית המשפט הנכבד, או לחילופין חוסר הכרות בסיסית (ומביכה יש לציין) עם סדרי המסחר¹.

להלן טבלה עם שערי המסחר ומחזורי המסחר באינטרוול של 5 דקות במניית האב בשעת המסחר האחרונה ב- 23.3.22:

VOLUME	Low	High	Close	Open	Time	Date
11349	788.1	789.8	789.8	788.1	16:30	23/03/2022
20798	788.4	790.5	789.1	788.4	16:35	23/03/2022
89344	787.4	791	790.5	789.1	16:40	23/03/2022
1217	790.4	790.4	790.4	790.4	16:45	23/03/2022
24368	787.6	790.4	788	790.3	16:50	23/03/2022
10000	787.2	787.6	787.2	787.6	16:55	23/03/2022
19566	787.3	790.9	790.9	787.4	17:00	23/03/2022
10140	790	790.9	790	790.9	17:05	23/03/2022
52998	787.8	791	787.8	790	17:10	23/03/2022
100124	791.5	791.5	791.5	791.5	17:20	23/03/2022

בטבלה ניתן לראות כי המסחר נמשך גם לאחר השעה חמש (17:00) וכי מחיר המניה אף נסחר במגמת עליה קלה בשעה האחרונה למסחר.

¹ "מדריך המסחר בבורסה – החלטות דירקטוריון והחלטות מנכ"ל" עדכון 114 ליום 7.12.21 פרק ראשון עמוד ו-1

4.2.4. על בסיס הטעיה זו בחוות דעתו בנה זליכה תאוריה שלמה כי האיחור בדיווח הינו של 4 שעות בלבד, אך משהצפנו את ההטעיה ואת העובדה שמדובר בשעות מסחר קבועות וידועות, קרסה כל התיאוריה בחוות דעתו.

4.2.5. נציין כי בסעיף 40 שוב סותר זליכה את קביעתו בסעיף 24 ועמדתו "השמרנית" מסעיף 24 הופכת ל"כאמור לא נרשם כל איחור בדיווח של החברה". אך אין מדובר בשמרנות. מדובר בטעות מביכה למדי ואי היכרות את זמני המסחר וסדרי המסחר בבורסה.

4.3. השפעת הכתבה בגלובס

4.3.1. בסעיפים 30-35 מנסה זליכה באופן מניפולטיבי להציג כתבה בעיתון גלובס כגורם לירידות במניית החברה.

4.3.2. יובהר מראש כי מעבר לאמירה סתמית של זליכה אין לכך כל ראיה.

4.3.3. מר זליכה, מנסה בדרכים עקלקלות ומניפולטיביות לנתק את הקשר בין הודעת פסילת החברה לבין הירידות. טיעונו, המופרכים יש לציין, מעלים שאלות קשות מאוד בהקשר הכתבה האמורה שכן:

- אם הדברים האמורים בכתבה כה מהותיים לחברה ("פיגוע" במילותיו) – מדוע לא הגיבה החברה בהודעה רשמית לבורסה על הנאמר בכתבה עד היום?
- אם הדברים האמורים בכתבה מהותיים ואינם נכונים – איך יתכן שהחברה לא דחתה אותם באופן רשמי?
- אם הדברים האמורים מהותיים ונכונים – מדוע החברה לא דיווחה עליהם במאיה עוד טרם פרסום הכתבה או לפחות לאחר פרסום הכתבה?
- ובהתאם הפוך: אם ביטול המכרז לא מהותי (ורק הכתבה בגלובס מהותית), איך ייתכן שהחברה כן מצאה לנכון להגיב על ירידת המניה ולקשור אותה - בשני דיווחים מתקנים באותו היום - ישירות לביטול המכרז? נציין כי מכך בחר זליכה להתעלם.

4.3.4. בסעיף 32 כותב זליכה על השפעות עקיפות של הקשר בין החברה לרייפמן, וקשר של רייפמן לחברה שלישית בשם ננוקס, ולכך שלננוקס תביעות ייצוגיות כנגדה. זליכה מנסה לקשור את הקשר בין תביעות ייצוגיות נגד ננוקס המשליכות על רייפמן ובעקיפין על האב. אך קשר עקיף זה הינו קלוש מאוד וכלל לא מוכח.

4.3.5. נציין כי בימים שלאחר הפרסום האמור מניית ננוקס זינקה בעשרות אחוזים, וזליכה בחר שלא לציין זאת, ושוב זלזל בקורא כשחשב שלא יבדוק את אמירותיו. כך, כל התיאוריה שהכתבה היא זו שגרמה לנפילה במניית החברה – הינה תיאוריה הקורסת לתוך עצמה ואין בה לא אמת, לא רלוונטיות ולא קשר לעובדות.

להלן גרף חברת ננוקס סביב פרסום הכתבה:



4.4 מכירת הפניקס כתגובה להודעת החברה ולא בתגובה לכתבה

4.4.1 עודד מנסה זליכה לעוות את המציאות ומנסה באופן מגמתי בסעיף 35 להציג מצג שווה לפיו בעקבות

הכתבה מכרה חברת הפניקס אחזקות את אחזקותיה בחברה.

4.4.2 ראשית נבהיר. כל שאומר זליכה הוא אומר מליבו. אין ראשית ראייה לטענותיו הכאילו-עובדתיות לגבי

דרך פעולת הפניקס.

4.4.3 אך אולם, ושוב, מבדיקת העובדות, הפניקס החלה למכור את אחזקותיה ולרדת משליטה רק בתאריך

27.3.22 לאחר הפרסום על פסילת החברה במכרז משרד הביטחון. ולא ב- 24.3.22 בעקבות פרסום הכתבה

בגלובס.

4.4.4 עוד אציין, שמניסיוני רב השנים כמנהל השקעות בגופים מוסדיים שונים מעולם לא נתקלתי במקרה בו

בוצעה קניה או מכירה של ני"ע בגוף מוסדי על בסיס כתבה בעיתון. לעומת זאת במקרים של חשד לאי

סדרים ו/או במקרים של בעיות קשות בממשל תאגידי, משקיע מוסדי (ולו רק בשל אחריותו על כספי

ציבור) מעדיף, באופן טבעי, לנקוט בגישה שמרנית ולצאת מאחזקה בחברה מיד עם גילוי הבעיה בממשל

התאגידי וזאת במיוחד כאשר מקרים אלו אינם עומדים בקנה אחד עם "אמות המידה להשקעה"

המפורסמות לציבור ע"י הגוף המוסדי.

4.4.5 מר זליכה לא הציג אסמכתאות לכך שהפניקס ביצעו את המכירה בעקבות הכתבה. לעומת זאת מתוך

בחינה של מסמך "השקעות אחראיות"² (ESG³) שמפורסם באתר הפניקס עולה כי הפניקס מייחסת

חשיבות רבה לממשל תאגידי בחברות בהן היא משקיעה:

² https://www.fnx.co.il/sites/docs/genery/mediniut_ashkaa_tzfuia/hashkaotachraiot2022.pdf

³ ESG - Environmental, Social and Governance factors

ככלל, קבוצת הפניקס רואה חשיבות בביצוע השקעות המתחשבות בשיקולי ESG והיא תביא שיקולים אלה בחשבון בטרם תתבצע החלטות השקעה. שיקולי ESG הינם רבים כאשר קיימת נבדלות בין השיקולים השונים והמשקל שיש לתת להם ביחס להשקעות השונות הנבחנות. שיקולים אלה יילקחו בחשבון הן מבחינה איכותית והן מבחינת המשקל שיש לתת להם, וזאת לצד הערך הכלכלי הטמון בביצוע ההשקעה.

4.4.6. עוד מקפידה הפניקס לפרסם מדי שנה "דוח אחריות תאגידי" ⁴ בו בין היתר ישנה התייחסות מעמיקה להיבטי דיווח וממשל תאגידי. בעמוד 104 לדוח לשנת 2021 מציינת הפניקס כי:

" כדי לקבל תמונה שלמה של ביצועי החברה ולבדוק היטב את הממשל התאגידי, קבוצת הפניקס התקשרה גם עם חברת ייעוץ מתמחה בנושאי ממשל תאגידי בישראל. ההערכות נעשות לפי מודל המבוסס על בדיקה סטטיסטית של 450 חברות לאורך שלוש שנים. המודל כולל פרמטרים שונים, ובהם מבנה הדירקטוריון, איכות ביקורת הפנים, שקיפות כלפי המשקיעים, מדיניות התגמול ועוד. "

4.4.7. מכאן גם ניתן ללמוד, כי הנזק הינו לא רק נזק בשל אובדן המכרז אלא הדיווח המאוחר כשלעצמו פגע במוניטין החברה בעיני המשקיעים שכן האיחור בדיווח מתפרש כממשל תאגידי לקוי וחוסר שקיפות נאות, במיוחד במקרה זה שבו הסיבות לפסילת החברה נותרו עלומות.

4.4.8. בהתבסס על כך, מסקנתי היא שמכירת הפניקס ב 27.3.22 הינה כתוצאה מהדיווח של החברה על פסילתה במכרז והדיווח המאוחר בבוקר 27.3.22 ולא בשל הכתבה שפורסמה בגלובס ב- 24.3.22.

4.4.9. לסיכום, סעיפים אלו שנכתבו בחוות דעתו של זליכה, מוטב היה שלא היו נכתבים, שכן הם מציפים את חוסר ניסיונו וחוסר היכרותו של זליכה בהליכי קבלת החלטות בגופים מוסדיים ומציפים את המניפולטיביות שכה מזוהה איתו.

4.5. מימושים לאחר ההודעה על הספאק

4.5.1. בהתאם הטענה של זליכה כי היו מימושים בעקבות ההודעה על הספאק הינה סתמית וחסרת הוכחה. ראשית כבר חלף זמן משמעותי מאז ההודעה והיה כבר מסחר ולא הייתה סיבה כי המימושים יהיו דווקא ביום ראשון (27.3.22) הוא יום המסחר בו התמוטטה המניה ולא במסחר קודם לכן. אין כל ראיה לקשר סיבתי דמיוני זה. ושוב, העובדה שהדיווח על ביטול המכרז קדם לירידות והעובדה שהחברה מגיבה רק לעניין המכרז ובקשר לירידות מעידה שהיא עצמה רואה בביטול המכרז את הסיבה לירידות.

4.6. מהותיות הדיווח

4.6.1. בסעיף 38 מציין זליכה כי "החברה ציינה בהודעתה כי להערכתה תהיה למכרז השפעה מהותית על התוצאות הכספיות בשנת 2022". בסעיף 39 לחוות דעתו מציג זליכה את הטעות שנפלה בדיווחיה המאוחרים ב- 27.3.22.

4.6.2. בסעיף 40 לחוות דעתו קובע זליכה כי "אין חולק כי מוטב היה שהדיווח יינתן באופן מדויק (הינו ירשם בו מלכתחילה כי אין לביטול השפעה מהותית וכי היקפו הוא 0.32% מההכנסות)". עוד הוא קובע בסעיף זה "ממלא כאמור לא נרשם כל איחור בדיווח של החברה" (דבר שכמובן אינו אמת וסותר את דיווחי החברה,

⁴ https://www.fnx.co.il/sites/docs/genery/for_new_site/esg/fnx-full-esg-2021-he.pdf

בו נדון בהמשך) ובהמשך הסעיף 'לביטול המכרז אין השפעה מהותית על תוצאותיה הכספיות של האב, ובהתאם לאופן בו דיווח החברה על ביטול המכרז אין כל השלכה מהותית'.

4.6.3. שוב, עולה מסעיפים אלו המניפולטיביות הקשה של זליכה:

- זליכה מנסה לסתור את טענת החברה בדבר מהותיות האירוע, עובדה שהחברה הבהירה מספר פעמים בדיווחים רשמיים.
- זליכה משנה את "פסילת החברה במכרז" – הנובעת ממעשה החברה למצב כאילו מדובר רק ב- "ביטול המכרז".

4.6.4. זליכה מסב את הדיון בדבר "מהותיות" המחייבת דיווח מיידי העולה מהחלטת הרשות "הקפדה על גילוי נאות בדוחות מיידיים"⁵, לדיון ב"מהותיות של טעות בדוחות כספיים" – הטעיה מכוונת של הקורא ושל בית המשפט.

4.6.5. על פי החלטת הרשות: "הגילוי הנדרש בגין אירוע המחייב דיווח, צריך להיבחן, בין היתר, בהתאם לנסיבותיו ולמידת מהותיותו ביחס לתאגיד המדווח. על הדוחות המיידיים המוגשים לכלול כל מידע שהינו מהותי למשקיע הסביר בכפוף להוראות הדין". [ההדגשה במקור]

4.6.6. אליבא רשות ניירות ערך ה"מהותיות" הינה בהתאם לכל מה שמהותי למשקיע הסביר, ולא רק נושאים מהותיים מבחינת הדוחות הכספיים. שכן נושאים מהותיים מבחינת הדוחות הכספיים הינם נושאים הכלולים בקבוצה של נושאים המהותיים למשקיע הסביר, אולם כל הנושאים שמהותיים למשקיע הסביר הינם קבוצה המכילה נושאים נוספים מעבר לנושאים המהותיים מבחינת הדוחות הכספיים.



4.6.7. כלומר, מהותיות מבחינת חובת דיווח רחבה בהרבה ממהותיות של טעויות בדוחות כספיים על פי תקנים חשבונאיים.

4.6.8. על כן, בסתירה גמורה לקביעתו של זליכה בסעיף 42 לחוות דעתו, האירוע הינו **אירוע מהותי** על פי מסמך הרשות שכן, פסילה במכרז, ועוד במכרז מול גוף בטחוני הינו מידע מהותי למשקיע הסביר, גם מעבר לערך המכרז עצמו. שעליו לדעת כי החברה נפסלה ולעניות דעתי גם לדעת את הנסיבות לפסילתה. שכן המשקיע הסביר צריך להיות מודע בזמן שהוא מבצע השקעה בחברה לכך שהצעתה נפסלה בלי קשר להיקף המהותיות על דוחותיה הכספיים.

4.6.9. עוד נוסף, שעסקה אשר הוגדרה מהותית ע"י החברה בעת שנרקמה - כלומר כוללת מידע שהינו מהותי למשקיע הסביר, לא יכולה להשתנות בעת ביטולה לעסקה שאינה מהותית. לא כל שכן שהחברה עצמה בעצם הדיווח מעידה כי מדובר בעסקה מהותית ובדיווח מהותי (הן בזכיה והן בביטול).

4.6.10. בסעיף 44 כותב זליכה, לאור חוסר בקיאותו בפסיקה כי 'כדי לתמוך בתזה המופרכת לפיה האירוע השולי של ביטול הזכייה במכרז הוא מהותי היה על מר מנו, המומחה מטעם המבקשים, להצביע על יצירת ערך מובהק לאירוע הזכייה במכרז'. מדובר כמובן בדבר שאינו נכון. מהות לא נמדדת לפי כללים אלו ודי

⁵ רשות ניירות ערך החלטה 104-3 (אפריל 2004): הקפדה על גילוי נאות בדוחות מיידיים

בכך שהחברה הצהירה כי מדובר באירוע מהותי בזכיה ובביטול. מבחינה כלכלית כמובן שהדבר אינו נכון שכן אמירה זו עומדת בסתירה מוחלטת לפסיקת בית המשפט בעניין רייכרט שקבע כי אומדן נזק יש לבצע בשיטת אקס פוסט ולא אקס אנטה, כלומר על פי הנזק שנגרם ביום הגילוי ולא על פי הערכת הנזק ביום היווצרות העסקה.

4.6.11. בנוסף נציין כי בניגוד להצגתו של זליכה, טענתי למהותיות האירוע נסמכה בראש ובראשונה על הצהרת

החברה בדיווחיה שלה ובמילותיה שלה ולא רק על הערך שיצר האירוע בעת התהוותו או בעת ביטולו, ערכים אלו הינם תוצאתיים לאירוע. מהותיותם כתוצאה, אינה מוטלת בספק גם כן.

4.6.12. עוד אציין כי הצבעתי על ערך מובהק גם בעת הזכייה וזאת על מנת לערוך נטרול ערך זה לקבוצה השנייה.

4.7. מובהקות הנזק

4.7.1. חוסר היכרותו, המבישה יש לציין, של זליכה עם הפסיקה או לחילופין המשך ניסיונו להטעות את הקורא, מובילה את זליכה לכתוב בסעיף 44 כי רמת המובהקות הנדרשת על פי המחקר האקדמי היא 95% וכי התוצאה אינה מובהקת.

4.7.2. הכרות עם המודל Event Study המקובל בפסיקה, הייתה מובילה אותו למסקנה כי יש לבדוק את מובהקותה של ההשפעה המצטברת ולא של ימים בודדים.

4.7.3. כך, מצטט זליכה ציטוט חלקי ומנסה לעוות את המוסבר מאמר בסעיף 48, כשהציטוט הרלוונטי בהקשר זה הינו בעמוד 21 למאמר:

The concept of a cumulative abnormal return is necessary to accommodate a multiple period event window. Define $\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2)$ as the sample cumulative abnormal return (CAR) from τ_1 to τ_2 where $T_1 < \tau_1 \leq \tau_2 \leq T_2$. The CAR from τ_1 to τ_2 is the sum of the included abnormal returns,

$$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau = \tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i\tau} \quad (10)$$

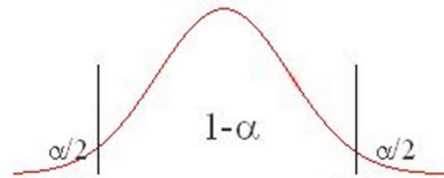
4.7.4. הכרות עם הפסיקה הייתה מלמדת אותו כי בשונה מהמקובל במחקר האקדמי הפסיקה לא קבעה רף מסוים כנהוג באקדמיה, וכי ישנם מחקרים אשר תוקפים את "אימוץ" הנוהג האקדמי.

4.7.5. טענתו של זליכה טועה ומטעה ומובילה להטעיה 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. המלומדים פיש, גלדבך וקריג במאמר The Logic and Limits of Event Studies Jill E. Fisch Jonah B. Gelbach מסבירים כי ככל שהדברים נוגעים לליטיגציה יש לבחון השערות על דרך הבדיקה המכונה בעגה הסטטיסטית בדיקת השערות חד צדדית.

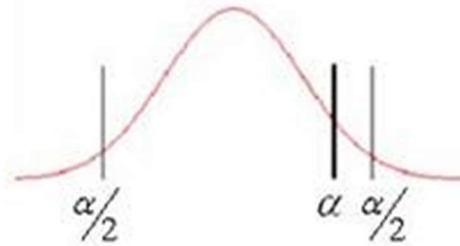
אפרט לשם ההסבר:

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 הייתה 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 5% (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.

4.7.6. בנוסף נציין כי הפסיקה אשר דנה ברמת המובהקות הנדרשת במשפט (ה"ע 2/96 הממונה על ההגבלים

ני 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 1282 (1984) 738 F. 2d. 1249 (Segar V. Smith)). 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 אקונומטריות, ניתן יהיה להסתפק ברמת מובהקות חלשה יותר".

4.7.7. 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.¹¹

4.7.8. זליכה, מבקר את תוצאותינו הסטטיסטיות. אך מנגד לא הציג תוצאות סטטיסטיות כלשהן על פי המודל המקובל בפסיקה הסותרות את תוצאותינו. מכך אנו למדים שהמומחה זליכה חסר בידע הדרוש ליישום המודל.

4.7.9. עם זאת נבהיר: זליכה לא הציג מודל חלופי או בדיקה חלופית כך שכל טענותיו הינן לשלילה אך אין הוא מציג כל תזה נגדית מוכחת שנבדקה על ידו.

4.8. חלון האירוע

4.8.1. ממשיך זליכה ומצטט באופן שגוי מתוך המאמר של מקינלי, בטענה כביכול שחלון אמידת הנזק הינו רק יום אחד, בעוד מקינלי באותו מאמר בדיוק השתמש בבחינה של 20 ימים. עוד שגיאה מביכה במקרה הטוב או ניסיון הטעיה של בית המשפט במקרה הטוב פחות.

להלן גרף מתוך מאמר של מקינלי בו הוא מציג את הפערים מהמודל 20 ימים לאחר האירועים שבחן

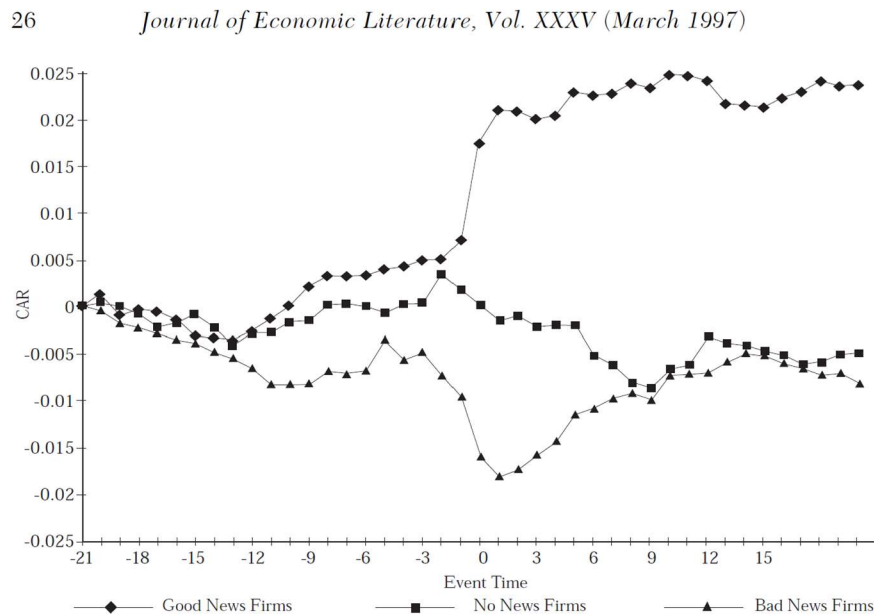


Figure 2b. Plot of cumulative abnormal return for earning announcements from event day -20 to event day 20. The abnormal return is calculated using the constant mean return model as the normal return

- 4.8.2. בסעיף 47 לחוות הדעת הנגדית טוען זליכה כי "משכנו" אירוע על פני חמישה ימים וכי זו טעות מתודולוגית גסה ולא פחות מניסיון מניפולציה", אולם כפי שהצגנו בסעיפים הקודמים, יש לבדוק את הפער **המצטבר** מהמודל (CAR) ולא AR כפי שמנסה זליכה, באופן מניפולטיבי להציג.
- 4.8.3. חישוב התשואה האב-נורמאלית (AR) הינו רק חלק מהתהליך, כפי שהוסבר בפרק המתודולוגיה בחוות דעתנו המקורית ובסעיפים הקודמים. יש לבדוק בסופו של התהליך את האם התשואה האב-נורמאלית המצטברת (CAR) שונה מאפס, בדיוק כפי שעשינו.

4.9. אירועים נוספים סביב האירוע

- 4.9.1. בסעיפים 49-51 מנסה זליכה להציג כביכול שלושה אירועים שהיו צריכים להיות מנוטרלים: הכתבה בגלובס שאליה התייחסנו בפרק הקודם, "התנפחות שער המניה במרץ", ומכירה של משקיע מוסדי גדול – שהינו תוצאתי להודעת החברה על פסילתה במכרז. שלושת "האירועים" אינם אירועים שיש לנטרל, וזאת ממגוון סיבות.
- 4.9.2. הכתבה בגלובס הינה זניחה לדעת החברה שהחברה כלל לא התייחסה אליה בדיווחיה. בעצם אי ההתייחסות הוכיחה החברה כי אינה רואה בזמן אמת כל חשיבות לכתבה.
- 4.9.3. עליית מחיר המניה במרץ הייתה במקביל לעליות במדד כולו ולכן מנוטרלת ע"י המודל.
- 4.9.4. לעניין, המכירה של הפניקס, הרי הינה תוצאה של האירוע ולא ניתן להפוך את הקערה על פיה.
- 4.9.5. אך שוב: מאידך גיסא ומכך מתעלם זליכה, החברה התייחסה רק לביטול המכרז, בארבעה דיווחים שונים כולל שני דיווחים מתקנים, והכריזה על מהותיות המכרז והצהירה כי הירידה קשורה בדיווח על הביטול. כל אלו מוכיחים ההיפך: רק ביטול המכרז הביא לירידה.

4.10. מדד היחוס ומודל האמידה

- 4.10.1. סעיף 54 הינו גיבוב מילים חסר כל משמעות. מצד אחד טוען זליכה כי צריך לבחור מדד לפי משקל המניה במדד (טענה מופרכת שלא מופיעה בשום מקום מוכר בספרות המקצועית) ובאותה נשימה שמדד זה אינו מסביר טוב את התנהגות המניה (אלפא וביטא אינם מובהקים). נבהיר מראש: זליכה אינו מביא כל ראיה לטענותיו ולא כל עובדה או אסמכתא. נציין שישנם עוד מדדים רבים אחרים שאינם מסבירים את התנהגות המניה ועל כן לא ניתן לעשות בהם שימוש לבניית "קו המחיר".
- 4.10.2. בחירת מדד ייחוס מבין מדדי הייחוס הרלוונטיים למניה מבוצעת לפי טיב האמידה המעידה על יכולת לבנות גרסיה שתהווה את "קו המחיר" ולא לפי שום פרמטר אחר. מצורף בזאת כנספח לעבודה – פלטים של גרסיות שונות שהורצו מול מדדי יחוס שונים בעבור תקופות זמן שונות (נספח ב)
- 4.10.3. ואז, לאחר שקובל זליכה כך שהאינדקס הנבחר הינו היחיד המוביל לאלפא אפסית וביטא מובהקת, כלומר היחיד שאכן מסביר את התנהגות המניה, טוען הוא באותה הנשימה ובאותו סעיף ממש, באופן תמוה ביותר, כי האינדקס נבחר באופן מגמתי. מדובר בטענה מוטעית שכמובן אין כל ראיה להצדקתה.
- 4.10.4. בסעיפים 52-55 טוען זליכה למניפולציות במודל. אלא שבעוד הוא מעלה טיעונים חסרי כל שחר דווקא מכך מתגלה כי זליכה כלל לא מכיר את המודל. זליכה מעלה טענות מביכות על כך שהיה צורך להשתמש במדד שמסביר פחות טוב את התנהגות המניה – טענה מביכה. מהות המודל היא למצוא מדד המסביר את התנהגות הטבעית של המניה בצורה הטובה ביותר על מנת שנוכל לאמוד את "קו המחיר".
- 4.10.5. לאחר מכן טוען זליכה שהמודל שלנו הסביר בצורה לא מספיק טובה ואם היינו משתמשים במודל פחות טוב אזי התוצאות לא היו מובהקות. שוב הסתירות הפנימיות של זליכה לא פחות ממביכות: אם המודל שלנו לא טוב – לא הייתה תוצאה מובהקת. אם היינו משתמשים במודל פחות טוב עם מדד שמסביר פחות את "קו המחיר" ברור שהתוצאות היו

פחות מובהקות.

והתהייה הגדולה שלנו היא – אם הצדק עם זליכה (והוא לא) מדוע לא הציג זליכה מודל חלופי.
 4.10.6. ובהתאם זליכה טוען בסי' 54 לתוצאות רגרסיה מול מדד ת"א טק עלית אך לא מציג את הרגרסיה או את החישוב האמור. לא ניתן להעלות טענה מסוג זה בלי להביא ראיה חישובית ומחקרית לכך.

4.11. שעות המסחר

בסעיף 56, מטעה מר זליכה בצורה בוטה את בית המשפט בקביעתו "לראיה שער הפתיחה של יום המסחר, שמפורסם החל משעה 9:00 (לפני פרסום ההודעה) עמד על 626 נקודות, בהשוואה לשער הסגירה של יום המסחר של ה- 24.3.22 שעמד על 701.7..." חמור מכך מצהיר זליכה כי **"וב- 27.3.22 לפי בפרסום ההודעה על ביטול המכרז ירד שער המסחר ב-10.8% נוספים"**. זאת אי אמת מוחלטת כי אין כלל שער מסחר טרם הפתיחה! ואין בכלל מסחר! מכאן הוא ממשיך ואומר **"...מוביל מסקנה ברורה וחד משמעית כי אין כל קשר בין ההודעה על ביטול המכרז לבין צלילת שער המניה בימים אלו"**. **סעיף זה מעיד על בורותו של זליכה בסדרי המסחר בבורסה המקומית, או לחילופין על ניסיון תרמית של ממש את בית המשפט. כידוע שערי הפתיחה בכל יום מפורסמים רק בין 9:55 לשעה 10:15.**
 להלן טבלה של שעות המסחר הנהוגות בבורסה:

שוקי האג"ח, המק"מ, תעודות התחייבות מוסדיים, קרנות סל בשוק האג"ח וקרנות חוץ נסחרות בשוק האג"ח	שוק המניות		
	קבוצה א' ²	קבוצה ב' ³	
9:25	9:25	9:25	שלב טרום הפתיחה
09:56 – 09:55	10:15	10:00 – 09:59	שלב מסחר הפתיחה
17:15 – 17:14	17:15 – 17:14	17:15 – 17:14	שלב טרום הנעילה
17:25 – 17:24	17:25 – 17:24	17:25 – 17:24	שלב מסחר הנעילה

להלן טבלה של המסחר במניה בסוף יום המסחר 24.3.22 ובתחילת 27.3.22 באינטרוול של 5 דקות:

VOLUME	Low	High	Close	Open	Time	Date
6702	726	728.9	728.9	726	16:30	24/03/2022
20803	720.9	730	720.9	726.1	16:35	24/03/2022
29503	718.9	724.2	718.9	724.2	16:40	24/03/2022
56031	710	718.9	711	718.9	16:45	24/03/2022
62553	692.3	712	705.5	711	16:50	24/03/2022
10497	700.4	704.3	701.9	702.7	16:55	24/03/2022
12601	700.1	704	703	701.9	17:00	24/03/2022
55193	702	713	713	702	17:05	24/03/2022
5267	705	712.3	708	712	17:10	24/03/2022
16254	701.7	701.7	701.7	701.7	17:20	24/03/2022
208608	570	626	570	626	10:05	27/03/2022
114082	532.3	549.9	532.3	545	10:10	27/03/2022
238033	535.2	560	547	539.9	10:15	27/03/2022
245197	535	559.7	552	547	10:20	27/03/2022
157409	515	557.9	515	547.4	10:25	27/03/2022
159223	496	514	496	514	10:30	27/03/2022
187726	470	495	478.8	495	10:35	27/03/2022
48354	455	479.9	455	474.5	10:40	27/03/2022
313657	430	454	445.9	454	10:45	27/03/2022

4.11.1. ניתן לראות כי המסחר ב- 27.3.22 התחיל, כפי שקבוע בתקנות, בשעה 10 בבוקר, ושער הפתיחה בחמש הדקות הראשונות למסחר עמד על 626. ניתן לראות כי בשעה 9:00 ביום 27.3.22 כלל לא היה שער פתיחה כי בשעה זו עדיין לא התקיים מסחר.

4.11.2. כמובן שמדובר בטיעון כל כך מוטעה, שהרי אם הייתה הודעה מתפרסמת מיד בפתיחת המסחר הייתה הפסקת מסחר מיד לאחריה. ועל כן עוד יותר חמור, הרי בעקבות דיווח מתקיימת הפסקת מסחר קצובה, כך שממילא לא הייתה פעילות בחצי השעה שלאחר מכן, ומר זליכה, בכל הכבוד ממציא שעות מסחר שלא היו ומעלים שעות מסחר שכן התקיימו הכל על פי פרי דימונו בלבד וכדי לשטות בבית המשפט.

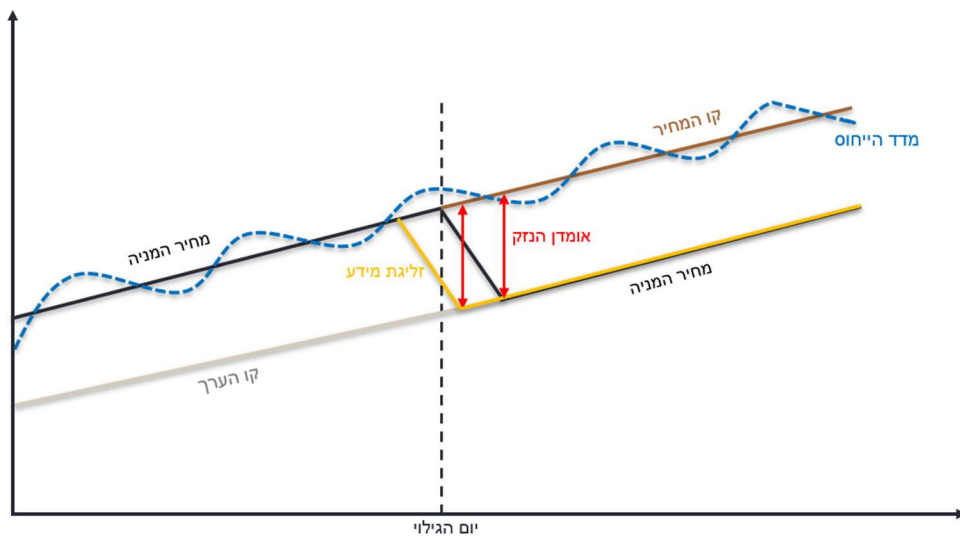
4.11.3. באופן **עובדתי** הירידות בפתיחת המסחר ב- 27.3.22 היו **לאחר** פרסום ההודעה וכתוצאה ישירה ממנה. בהמשך לכך נציין כי דווקא חוות דעתו המטעה של זליכה טוענת את אשר אנו טוענים בדבר הקשר הסיבתי. אם היינו מקבלים את דברי זליכה כאמת למרות שהם המצאה גמורה שלו עצמו, הרי דווקא לפי חוות דעתו בסי' 56, עד לדיווח האמור ירד שער המניה ב- 10% (ושוב, זאת המצאה של זליכה שלא מבוססת על מציאות או עובדות כלשהן), הרי באותה העת מגולם כל המידע שיש בשוק והוא כולל גם את הכתבות בעיתון. והנה, גם לפי דעתו (המוטעה בשל חוסר ההבנה שלו), מיד לאחר הדיווח ורק בשל הדיווח כי אין מידע חדש נוסף, חוץ מהדיווח, יש ירידה נוספת של מעל 25%. מדובר בהוכחת קשר סיבתי ישירה לפי חוות דעתו של זליכה! אבל שלושה דברים הוכיח זליכה בסעיף 56 זה: ראשית הוכיח את העובדה שחוות הדעת מבוססת על עובדות שגויות, שנית הוכיח את חוסר הבנתו בתחום ושלישית שחוות דעתו מוטה, מגמתית ועל כן פסולה לחלוטין.

זליגת המידע

4.12

בסעיף 58, מר זליכה שוב מנסה לעוות את אשר כתבנו בחוות דעתנו בנוגע לזליגת המידע. הממצאים האמפיריים מצביעים על סטייה מהותית ומובהקת מהמודל הנאמד כבר החל מה- 24.3.22. הממצא האמפירי מתיישב עם העובדה כי כבר היה בידי החברה את המידע והוא זלג לשוק שלא דרך מערכת מאיה. כפי נמסר לי מבא כוחי עולה כי ידיעה על ביטול המכרז ופסילת החברה כבר הייתה לפני כן והייתה בידי גורמים רבים בחברה וכן במשרד הבטחון. הממצא האמפירי בתמיכת הממצא העובדתי שהמידע היה קיים טרום הגילוי בדיוק במועד הזליגה מוביל לקביעה נחרצת כי הייתה זליגת מידע במקרה זה.

4.12.1. לגבי הערכת הנזק – אנו מתחשבים גם ביום הזליגה לתמחור הנזק הכולל ועל כן כתבנו "מניחים זליגת מידע" להערכת הנזק ויתכן שהיה מדויק יותר לכתוב כי אנו מתחשבים ביום הזליגה לצורך הערכת הנזק. שכן לעצם זליגת מידע אין השפעה על גובה הנזק אלא רק על תזמונו, לשם ההסבר נציג את הגרף הבא:



בגרף ניתן לראות כי גובה הנזק אינו מושפע מעצם זליגת מידע, הנזק בשל פסילת החברה במכרז הינו אותו נזק, רק תזמונו זמן המדידה הינו שונה במקרה של זליגת מידע.

4.12.2. כפי שנקבע בפסק דין רייכרט, את אמידת הנזק יש לבצע אקס פוסט ולא אקס אנטה. זליכה למעשה מנסה בסעיפים 59-60 לחלוק על הנחיית בית המשפט ולטעון מחדש לכך שיש לבצע את התמחור אקס אנטה.

5. סיכום

חוות דעת זליכה פסולה ממספר טעמים:

- 5.1. חוות הדעת מבוססת על עובדות שגויות. זליכה קבע קביעות "עובדתיות" ביחס לזמני תחילת וסיום המסחר על מנת לנסות ולמזער את תקופת ההפרה של החברה, ומשם התיימר להגיע למסקנות שונות על בסיס שגיאות אלו.
- 5.2. חוות הדעת שמתיימרת להיות חוות דעת כלכלית, עוסקת ברובה בנושאים משפטיים וכפי שהצגנו לזליכה בורות גדולה בתחום המשפטי ואף בפסיקה הכלכלית הרלוונטית לנושא תמחור נזק.
- 5.3. חוות הדעת מגמתית, מניפולטיבית ונטולת כל יושרה מקצועית בסיסית.
- 5.4. זליכה אינו מבין את המשמעות של "מהותיות" לשם דיווח מיידי ומערבב (ככל הנראה בכוונת מכוון) עם מונחים של מהותיות חשבונאית.
- 5.5. אך מעבר לכך שהיא פסולה בשל התנהלותו ואי הבנתו והרי היא מוטעית על פניה, מבוססת על עובדות מומצאות ורצון שדברים יראו אחרת, ומנותקת מהמציאות של המניה עצמה.
- 5.6. ועל כל אלו חוות הדעת לא הביאה כל נתונים נגדיים או חישוב אחרים ולכן אין בה למעשה דבר.

6. מקורות

- 6.1. הודעות ודוחות כספיים של האב טכנולוגיות מידע בע"מ
- 6.2. הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה וטיוטת התשובה.
- 6.3. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 6.4. פרסומים של חברת הפניקס באתרה.
- 6.5. מאמרים אקדמיים המצורפים לחוות דעת זו כנספחים.

7. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

- 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.

נספח ב

להלן פלטי הרגרסיות שהורצו על מדדים שונים בתקופות זמן שונות והגרסיה הנבחרת המסבירה בצורה הטובה ביותר את קו המחיר (בצבע ירוק)

צמיחה 90 יום								
SUMMARY OUTPUT								
<i>Regression Statistics</i>								
		0.039541 Multiple R						
		0.001564 R Square						
		-0.00978 Adjusted R Square						
		0.020719 Standard Error						
		90 Observations						
<i>ANOVA</i>								
			Significance F	MS	SS	df		
			0.711365	0.137805	5.92E-05	5.92E-05	1 Regression	
					0.000429	0.037777	88 Residual	
						0.037836	89 Total	
	Upper 95.0%	Lower 95.0%	Upper 95.0%	Lower 95.0%	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
	0.007299	-0.00141	0.007299	-0.00141	0.181916	1.345514	0.00219	0.002947 Intercept
	0.733244	-0.50242	0.733244	-0.50242	0.711365	0.371222	0.310893	0.11541 X Variable 1

תקשורת 90 יום								
SUMMARY OUTPUT								
<i>Regression Statistics</i>								
		0.117805 Multiple R						
		0.013878 R Square						
		0.002672 Adjusted R Square						
		0.020591 Standard Error						
		90 Observations						
<i>ANOVA</i>								
			Significance F	MS	SS	df		
			0.268802	1.238443	0.000525	0.000525	1 Regression	
					0.000424	0.037311	88 Residual	
						0.037836	89 Total	
	Upper 95.0%	Lower 95.0%	Upper 95.0%	Lower 95.0%	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
	0.006949	-0.00182	0.006949	-0.00182	0.24867	1.161276	0.002207	0.002563 Intercept
	0.647943	-0.18276	0.647943	-0.18276	0.268802	1.112854	0.209004	0.232591 X Variable 1

יתר 90 יום SUMMARY OUTPUT							
<i>Regression Statistics</i>							
0.041535 Multiple R							
0.001725 R Square							
-0.00962 Adjusted R Square							
0.020717 Standard Error							
90 Observations							
<i>ANOVA</i>							
	<i>Significance</i>	<i>F</i>	<i>MS</i>	<i>SS</i>	<i>df</i>		
	0.697504	0.152073	6.53E-05	6.53E-05	1	Regression	
			0.000429	0.037771	88	Residual	
				0.037836	89	Total	
<i>Upper 95.0%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>P-value</i>	<i>t Stat</i>	<i>Standard Error</i>	<i>Coefficients</i>
0.007263	-0.00159	0.007263	-0.00159	0.205701	1.274898	0.002226	0.002838 Intercept
0.782973	-0.5261	0.782973	-0.5261	0.697504	0.389965	0.32936	0.128439 X Variable 1

גלובל טק 90 יום SUMMARY OUTPUT							
<i>Regression Statistics</i>							
0.057665 Multiple R							
0.003325 R Square							
-0.008 Adjusted R Square							
0.020701 Standard Error							
90 Observations							
<i>ANOVA</i>							
	<i>Significance</i>	<i>F</i>	<i>MS</i>	<i>SS</i>	<i>df</i>		
	0.58929	0.293603	0.000126	0.000126	1	Regression	
			0.000429	0.03771	88	Residual	
				0.037836	89	Total	
<i>Upper 95.0%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>P-value</i>	<i>t Stat</i>	<i>Standard Error</i>	<i>Coefficients</i>
0.007479	-0.00123	0.007479	-0.00123	0.157935	1.424165	0.002192	0.003122 Intercept
0.603593	-0.34496	0.603593	-0.34496	0.58929	0.541852	0.238655	0.129316 X Variable 1

תקשורת חצי שנה מ 19.7.21 SUMMARY OUTPUT							
<i>Regression Statistics</i>							
0.205091373 Multiple R							
0.042062471 R Square							
0.034210524 Adjusted R Square							
0.021897182 Standard Error							
124 Observations							
<i>ANOVA</i>							
	<i>Significance</i>	<i>F</i>	<i>MS</i>	<i>SS</i>	<i>df</i>		
	0.022312	5.356948	0.002568585	0.002568585	1	Regression	
			0.000479487	0.058497363	122	Residual	
				0.061065947	123	Total	
<i>Upper 95.0%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>P-value</i>	<i>t Stat</i>	<i>Standard Error</i>	<i>Coefficients</i>
0.004992	-0.00289	0.004992	-0.00289	0.597787	0.52897097	0.00199007	0.001052689 Intercept
0.812711	0.063385	0.812711	0.063385	0.022312	2.314508149	0.189261849	0.438048093 X Variable 1

יתר חצי שנה							
SUMMARY OUTPUT							
Regression Statistics							
0.13194904 Multiple R							
0.017410549 R Square							
0.009356537 Adjusted R Square							
0.022177147 Standard Error							
124 Observations							
ANOVA							
Significance	F	MS	SS	df			
0.14406	2.161724	0.001063192	0.001063192	1	Regression		
		0.000491826	0.060002756	122	Residual		
			0.061065947	123	Total		
Upper 95.0%	Lower 95.0%	Upper 95%	Lower 95%	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
0.005301	-0.00268	0.005301	-0.00268	0.516048	0.651346579	0.002014771	0.001312314 Intercept
0.96807	-0.14292	0.96807	-0.14292	0.14406	1.47028018	0.280609865	0.412575122 X Variable 1

גלובל טק חצי שנה							
SUMMARY OUTPUT							
Regression Statistics							
0.167208629 Multiple R							
0.027958726 R Square							
0.019991174 Adjusted R Square							
0.022057789 Standard Error							
124 Observations							
ANOVA							
Significance	F	MS	SS	df			
0.063427	3.509074	0.001707326	0.001707326	1	Regression		
		0.000486546	0.059358621	122	Residual		
			0.061065947	123	Total		
Upper 95.0%	Lower 95.0%	Upper 95%	Lower 95%	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
0.005918	-0.00194	0.005918	-0.00194	0.318175	1.002315063	0.001984603	0.001989198 Intercept
0.774402	-0.02138	0.774402	-0.02138	0.063427	1.873252186	0.200994374	0.376513151 X Variable 1