

המלצות לערעור מקצועית א' – 29.6.2017

ניסן סרויה

נוסח השאלה

חברת "האחים" הציעה לציבור בשני מכרזים אג"ח באותו דירוג, למח"מ 5 שנים, נושאת ריבית שנתית של 3.25%, במכרז על מחיר כל איגרת. סדרה אחת שקלית ואילו הסדרה השנייה צמודה לשער הדולר. במכרז נקבע כי מחיר האיגרת השקלית יהיה גבוה ב- 1.75% ממחיר האיגרת הדולרית.

בנסיבות המתוארות, איזו מן הטענות הבאות היא הנכונה ביותר?

א. המשקיעים בהנפקה מעריכים כי שער הדולר ייחלש מול השקל במהלך חיי האיגרת. - התשובה הנוספת אותה נרצה שיקבלו

ב. המרווח (מול אג"ח ממשלתית) של האיגרת הדולרית, גבוה מהמרווח של האיגרת השקלית.

ג. בהנפקה נקבע כי התשואה הדולרית השנתית לפידיון של האיגרת גבוהה מהתשואה השקלית השנתית לפידיון של האיגרת השניה.

ד. התשואה השנתית לפידיון של האיגרת השקלית נמוכה מ- 3.25%.

ה. המרווח (מול אג"ח ממשלתית) של האיגרת השקלית גבוה יותר מהמרווח של האיגרת הדולרית.

תשובת הרשות:

ג. בהנפקה נקבע כי התשואה הדולרית השנתית לפידיון של האיגרת גבוהה מהתשואה השקלית השנתית לפידיון של האיגרת השניה

הסבר לערעור:

ראשית נבין את הרקע: 2 אג"ח של אותה חברה (אותו סיכון קרדיט) ובעלי אותו מח"מ (אותו סיכון של אי ודאות) אם שתיהן היו שקליות אזי היו צריכות להיסחר בתשואה זהה. מאחר ואחת צמודה ואחת שקלית ומאחר ונתון בשאלה כי שער השקלית גבוה משער הצמודה אזי ניתן להסיק כי לפי יחס של שער ותשואה אם השער של הצמודה נמוך יותר אזי התשואה גבוהה יותר.

להערכתי זו הסתכלות סתמית על הנתונים מאחר ואין שום אזכור לתזרים אג"ח : יתכן ואחת נושאת ריבית כל חצי שנה או שאחת נפדית לשיעורין, העובדה שהמח"מ והתשואה זהה אינה מספיקה על מנת לקבוע שיש להם תזרים שונה ולכן לא בכל מצב זו עם השער הגבוה תהיה עם התשואה הנמוכה.

יתרה מכך חייב התלמיד הסביר לנתח ולהבין מהי הסיבה להבדל בתשואה ובשער, מדוע שתי אג"ח של אותה חברה ואותו מח"מ נסחרות בתשואות שונות, התשובה היא בציפיות של המשקיעים. אם התשואה הדולרית גבוה יותר מהשקלית זה בגלל שהשוק צופה ירידה בשער החליפין (ההצמדה).

אי לכך אני חושב שהתשובה המשקיעים בהנפקה מעריכים כי שער הדולר ייחלש מול השקל במהלך חיי האיגרת. היא נכונה יותר או לכל הפחות יש לקבל גם אותה כתשובה נכונה.

נוסח השאלה

חברת ההשקעות "שום שמיר" הודיעה על כוונתה "לקפל שכבה" ולמחוק את חברת הבת הציבורית שלה "דיבור ישיר" מהמסחר בבורסה ע"י הצעת רכש לבעלי המניות מן הציבור, המחזיקים כ- 10% מהון המניות של החברה.

כחלק מהתהליך, מתכוונת "דיבור ישיר" להקצות מניות בהיקף של 30% למשקיעים חדשים בהנחה של 25% על מחיר השוק.

בנסיבות המתוארות, איזו מהטענות הבאות היא הנכונה ביותר בהתייחס לעסקה המתוכננת?

א. העסקה מגלמת הפסד כלכלי לבעלי מניות המיעוט ב"דיבור ישיר".

ב. העסקה מגלמת הפסד כלכלי לבעלי המניות של "שום שמיר".

ג. מדובר ברווח ארביטרז' מובטח לבעלי המניות ב"שום שמיר".

ד. מי שרכש מניית "דיבור ישיר" מיד לאחר פרסום ההודעה – ירוויח בוודאות.

ה. מי שמכר מניית "דיבור ישיר" מיד לאחר פרסום ההודעה – ירוויח בוודאות.

תשובת הרשות:

העסקה מגלמת הפסד כלכלי לבעלי המניות של "שום שמיר".

הסבר לערעור:

לפי תשובת הרשות, אינני מבין את כוונת המשורר. כיצד ניתן לקבוע כי הקצאה משמעותית של 30% למשקיעים חדשים בהנחה של 25% לא תוביל לפגיעה בבעלי מניות המיעוט בחברת הבת. הרי לפי המתואר בשאלה ולפי ניסוחה ברור כי ההקצאה תבוצע טרם הצעת הרכש ומסיבה זו יתרחשו שני דברים, ראשית היצע המניות יגדל – דבר שידחוף להורדת שער המניה ובמקביל ההצעה עצמה הינה נמוכה יותר משמעותית ממחיר השוק אשר יוביל גם הוא להורדת מחיר.

על כן להערכתי יש לקבל גם את התשובה העסקה מגלמת הפסד כלכלי לבעלי מניות המיעוט ב"דיבור ישיר".