

**נוסח השאלה:**

בהנפקת אג"ח של חברת "סמוך" שנערכה בתאריך 30.6.18 הוצעה לציבור חבילה הכוללת:

100 איגרות חוב שקליות לפידיון בעוד 5 שנים, הנושאות ריבית שנתית 8% במחיר מינימלי של 100 שקל. 1 אופציה לאג"ח ללא תמורה. האופציה ניתנת למימוש ל- 100 איגרות חוב תמורת 100 שקל עד 31.12.18 .

במחיר המינימום, מהי בקירוב התשואה האפקטיבית בה הונפקו איגרות החוב, בהתחשב בכל מרכיבי החבילה?

א. 8%

ב. 8.5%

ג. 9%

ד. 9.5%

ה. 10%

**תשובת הרשות:**

ג. 9%

**רקע לערעור:**

על פי "מדריך לחברות רישום ניירות ערך למסחר - הנחיות על פי החלק השני לתקנון" נקבע כי מחירו האפקטיבי של נייר ערך יהיה מחיר יחידת ההנפקה בהצעה לציבור, בניכוי ערכם של כתבי האופציה ואופציות הרכישה הכלולים בה. בנוסף קבע התקנון כי יש לתמחר את ערכם של האופציות על פי נוסחת בלאק אנד שולס.

בהעדר נתונים המאפשרים חישוב מדויק של ערך האופציה כנדרש בתקנות ולאור בקשת השאלה לחשב בקירוב את התשואה האפקטיבית, נדרשים התלמידים לבצע הערכה המבוססת על הגיון וסבירות.

במבחן ההיגיון ברור כי קיים ערך כלכלי לאופציה ועל בסיס תמחורה ותוספת המימוש שלה, ערך זה מתאפשר רק בהנחה שאג"ח נסחרת בניכיון. על כן התשואה לפדיון חייבת להיות מעל 8%.

במבחן הסבירות יש להעריך מהי פרמיית המימוש הסבירה שבגינה יתכן ותסחר האופציה בהנפקה. בתשואה של 8.5%, מחיר כתב האופציה משקף פרמיית מימוש של 4% בעוד שבתשואה של 9% הוא משקף פרמיית מימוש של 8%. אך מאחר ואורך חיי האופציה היא לחצי שנה, תיאום שנתי של פרמיית המימוש יהיה 8% ו 16% בהתאמה.

פרמיית מימוש שנתית של 8% בהחלט עומדת במבחן הסבירות ובוודאי לא באופן פחות מפרמיית מימוש של 16%

על כן, אבקש לקבל גם את תשובה ב' – 8.5% כתשובה נכונה.

### נוסח השאלה:

**בהנחת LTV קבוע ואחיד, איזה מהבאים מייצג מדרג נכון של ביטחונות עבור בעלי האג"ח, מהביטחון החזק ביותר לגרוע ביותר?**

- א. שיעבוד קבוע על מניות לא סחירות - שיעבוד שלילי על כל נכסי החברה - שיעבוד קבוע על נכס נדל"ן מניב.
- ב. שיעבוד קבוע על עודפים מפרויקט גז - שיעבוד קבוע על מניה סחירה - שיעבוד קבוע על עודפים מפרויקט נדל"ן.
- ג. שיעבוד קבוע על נכס נדל"ן מניב - שיעבוד קבוע על מניה לא סחירה - שיעבוד שוטף על נכסי החברה.
- ד. שיעבוד שלילי על כל נכסי החברה - שיעבוד שוטף על נכסי החברה - שיעבוד קבוע על נכס נדל"ן יזמי.
- ה. שיעבוד קבוע על מניות לא סחירות - שיעבוד קבוע על מניות סחירות - שיעבוד קבוע על נכס נדל"ן מניב.

### תשובת הרשות:

- ג. שיעבוד קבוע על נכס נדל"ן מניב - שיעבוד קבוע על מניה לא סחירה - שיעבוד שוטף על נכסי החברה.

### רקע לערעור:

שאלה זו עוסקת בהגדרת מדרגי הביטחונות שקבעה חברת מעלות, יש לציין כי הגדרות אלו הן של חברת מעלות כפי שהיא עצמה מעידה ובשאלה אין כל התייחסות בכלל לעניין ונשאלת שאלה כללית כאילו קביעתה של מעלות היא הקביעה המוחלטת בהערכה של כל אג"ח וזאת אמת המידה הפיננסית היחידה – וזו כשלעצמו כבר שגיאה ועילה לערור.

להלן המדרג שנקבע ע"י מעלות

#### בחינת איכות הביטחונות

איכות הביטחונות ממשיכה להיות מגוונת וללא קו אחיד, וזאת בעיקר עקב ההבדלים הקיימים באופי הפעילות של החברות המנפיקות. לצורך בחינת טיב הביטחונות, ביצענו חלוקה של הביטחונות המטריאליים לשניים: ביטחונות דרג א' וביטחונות דרג ב'. הביטחונות מדרג א' כוללים מבחינתנו שעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים (נכסי נדל"ן, רכבים וכו') ושעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות, והינם איכותיים יותר. הביטחונות מדרג ב' כוללים שעבוד שני על נכסים ריאליים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות. התפלגות הביטחונות נבדקה הן לפי מספר הסדרות החדשות שהונפקו (לוח 1) והן לפי שווי הסכומים שגויסו באמצעות הסדרות החדשות (לוח 2).

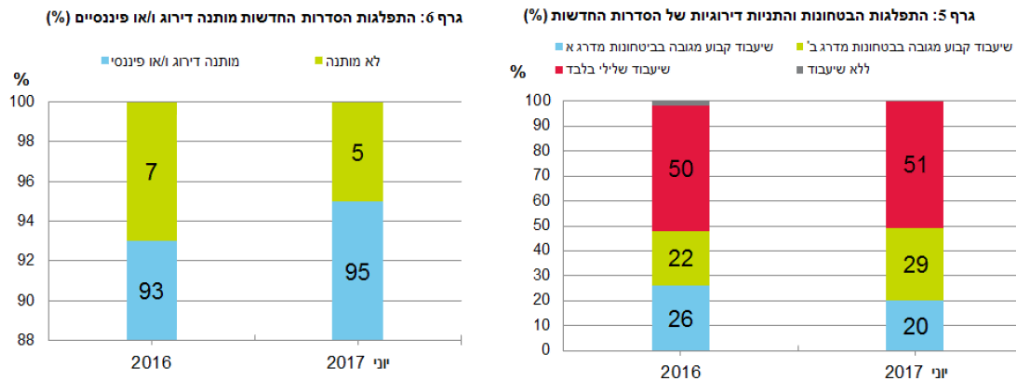
השאלה אינה מפרטת את סוגי השעבודים, כך שהיא לדוגמא מתעלמת לחלוטין מדרגת השעבוד. ניתן לשים לב ששעבוד קבוע ראשון נכס נדל"ן מניב הוא מדרג א' בעוד ששעבוד קבוע שני על נכס הוא מדרג שני. בטענות אין התייחסות כלל לסוג השעבוד ומכאן שהיא חסרה.

בנוסף השאלה מבקשת לדרג באופן היררכי שלוש דרגות בעוד קיימים שתי דרגות בלבד, בכך שהיא מבקשת לדרג מהביטחון החזק לגרוע, כך שאם טענת הרשות אכן נכונה המשמעות היא ש שיעבוד

קבוע על נכס נדל"ן מניב הו בדרגה גבוהה משעבוד קבוע על מניה לא סחירה וזה לא נכון אלו נמצאות באותה רמה ויש לדרגם באופן ספציפי.

לאור העובדה שהשאלה אינה מפורטת ונתוניה חסרים עד כדי כך שלא ניתן לבחור באף טענה כנכונה תמיד, יש לפסול את השאלה

להלן התייחסות נוספת ממאמר של מעלות בנוגע לדירוג משנת 2017



\* ביטחונות דרג א': שעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים, ושעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות.  
ביטחונות דרג ב': שעבוד שני על נכסים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות.

**על בסיס אלו אבקש לפסול את השאלה**

**נוסח השאלה:**

איזה מן המונחים הבאים קיים בבורסות ואינו קיים בשוק OTC , בהקשר לאופציות מט"ח?

א. מועד פקיעה ( Expiry Date ).

ב. מכפיל ( Multiplier ).

ג. ערך נקוב ( Notional ).

ד. פרמיה ( Premium ).

ה. כל התשובות האחרות שגויות.

**תשובת הרשות:**

ב. מכפיל ( Multiplier ).

**רקע לערעור:**

ההבדל בין המסחר באופציות בבורסה לבין מסחר באופציות ב OTC הוא בעובדה שבעוד התנאים למסחר בבורסה נקבעים מראש ע"י הבורסה ואינם ניתנים לשינוי. התנאים ב OTC נקבעים ע"י הצדדים אשר מנהלים משא ומתן ישיר על תנאים אלו. בין היתר יכולים הצדדים לקבוע מועד פקיעה המותאם להם , לקבוע את הערך הנקוב, את הפרמיה לתשלום וגם יכולים לקבוע את המכפיל.

המונח מכפיל , כמונח , קיים גם קיים בעולמות ה OTC הוא פשוט מוגדר ע"י הצדדים ולא קבוע, אך כמונח הוא בהחלט קיים

לראייה להלן הנחיות ה CESR לאופן הדיווח ב OTC



**COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS**

Date: 8 October 2010  
Ref.: CESR/10-661

**GUIDANCE**

**How to report transactions on OTC  
derivative instruments**

**OTC derivative specific requirement** – This would be the six characteristics of the contract as decided in CESR decision on the technical standards on classification and identification of OTC derivatives for the purpose of exchange of transaction reports amongst CESR members:

1. Ultimate Underlying ISIN – this is the ISIN of the ultimate equity or bond instrument underlying the derivative. For example, if the derivative is an option on a future on a share (if exists), this is the ISIN of the share.
2. Derivative type – this is the classification of the OTC derivative instrument defined in this chapter. In the example above, this would be an option.
3. Put/call identifier – in case of an option.
4. Price multiplier.
5. Strike Price.
6. Expiration date.

וכפי שניתן לראות , לא רק שהמונח Multiplier קיים , הוא גם נחוץ לדיווח .

על כן אבקש לקבל את תשובה ה' – כל התשובות האחרות שגויות כתשובה נכונה