

# **ניתוח ההסדרים באג"ח קונצרני בשנת 2011 ומבט צופה פני עתיד**

15 ליולי 2012

הוכן ע"י: אסף דהן ונועה צבי

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

15 ביולי 2012

**הנדון: ניתוח ההסדרים באג"ח קונצרני בשנת 2011 ומבט צופה פני עתיד**

מסמך זה מייצג את חוות דעתנו המקצועית כפי שהוסקה בהתאם לניתוח המידע הגלוי הקיים על, בהתאם למתודולוגית העבודה שעוצבה בחברת אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ ובהתאם לשיקולים מקצועיים אשר נלקחו במהלך ניתוח הנתונים השונים על החברה.

מטרת דו"ח זה הינה לספק אינפורמציה בלבד למזמין העבודה, אין בו כדי להחליף את שיקול דעתו של מזמין העבודה בנוגע לעניינים נשוא הדו"ח, ובשום אופן אין לראות בו חוות דעת, ייעוץ משפטי, המלצה ו/או רעיון ו/או הצעה ו/או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך שהונפקו בידי התאגיד הנסקר ו/או לנקוט בפעולה כלשהי. הניתוח מתבצע בהתבסס על מידע גלוי אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר (ככל שקיים). אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ מניחה כי המידע עליו מתבסס דו"ח זה הינו מהימן, וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע.

המידע המופיע בדו"ח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש לגופים המוסדיים וכן איננו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו ואנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ אינה נושאת באחריות כלשהי לנכונותם או לדיוקם של הפרטים המופיעים בדו"ח זה.

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ, עובדיה וכן בעלי מניותיה ועובדיהם לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדו"ח זה, אם יגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח זה.

דו"ח זה מיועד אך ורק לנמען, והעברתו או העברת חלקים ממנו לאחרים, או פרסומו בדרך כלשהי ללא קבלת אישור מראש ובכתב מאנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ הינה אסורה.

בברכה

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

## תוכן עניינים

4.....	תמצית מנהלים.....	.1
10.....	התפתחות האשראי במגזר העסקי והעליה במשקל האג"ח.....	.2
14.....	התפתחות הנפקות האג"ח הקונצרני.....	.3
19.....	שווי שוק אג"ח קונצרני.....	.4
20.....	ניתוח אג"ח בעייתי.....	.5
27.....	השוואה למצב בגל ההסדרים הראשון (2008-2009).....	.6
29.....	ניתוח הסדרים קיימים במונחי Recovery.....	.7
29.....	7.1 מתודולוגיה.....	
32.....	7.2 ממצאים עיקריים ביחס להסדרי חוב בשנים 2011-2012.....	
37.....	חלופת הפירוק.....	.8
38.....	מבט צופה פני עתיד.....	.9

## 1. תמצית מנהלים

בעבודה זו בחנו את מצב ואיכות החוב הנובע מאג"ח הקונצרני תוך ניתוח הסדרים קיימים בשוק. מטרת העבודה לבחון את היקף החוב הבעייתי וכן לנסות ולאמוד את שיעור ה-Recovery בהסדרים/פירוקים שאושרו בתקופה הנבדקת ואשר קיים לגביהם אישור סופי.

בהגדרת "אג"ח בעייתי"<sup>1</sup> סיווגנו את כל הסדרות הנסחרות בתשואה של 8% ומעלה<sup>2</sup>, וכן את כל החברות הנמצאות בשלבים שונים של הסדר שבין 'קיום אסיפה' ועד ל'הסדר/פירוק' - חתום ומאושר ע"י בית משפט ומחזיקי האג"ח (קיימת חפיפה בין שתי הקבוצות).

תחת ההגדרה הנ"ל, נמצאו 180 חברות, מתוכן 78 נכללו באחת מארבע הקטגוריות הבאות: (א) פירוק, (ב) הסדר, (ג) הסדר מתגבש, (ד) קיום אסיפה. יתר 102 החברות, נכללו בקטגוריות שונות של 'תשואה גבוהה', אשר כאמור, בעבודה זו הוגדרה החל מ-8%.

ביחס לכל 180 החברות, נבחנו נתונים סטטיסטיים שונים, כגון ערך פארי, שיוך ענפי, מספר חברות לפי הקטגוריות המפורטות לעיל, קיומו של דירוג, רמת הדירוג וכד'. **מתוך כלל החברות שנבחנו, נמצאו 39 חברות לגביהן נחתם הליך של הסדר או פירוק אשר מרכיביו ידועים.** ביחס לחברות אלו נעשה ניתוח מקיף, בדגש על שיעור ה-Recovery (ראה פרק 7).

**להלן פירוט הממצאים העיקריים:**

### היקף חוב המגזר העסקי ומשקלו של חוב האג"ח הקונצרני

סך יתרות החוב של המגזר העסקי, נכון למרץ 2012, הסתכמו בכ- 777 מיליארד ש"ח, והן משקפות גידול שנתי ממוצע (נומינאלי) של כ- 4.6% ב-13 השנים האחרונות. בעוד החוב לבנקים צמח בתקופה האמורה בכ- 2.3% בממוצע שנתי, **גדל חוב האג"ח הקונצרני בשיעור שנתי ממוצע של כ- 13.6% ומשקלו בחוב הכולל של המגזר העסקי עלה לכ- 29% לעומת 7% בדצמבר 1999.**

שילוב של מספר גורמים הוביל לשינוי במבנה החוב של המגזר העסקי, ולצמיחה חדה באשראי החוץ בנקאי ובהם: רפורמת בכר, הגאות בשוק ההון וצמיחה מואצת בכלכלות השווקים המתעוררים שהובילה לגידול חד בהשקעות ישראלים בחו"ל.

משקל המוסדיים באג"ח הקונצרני הגיע לשיא בשנים 2007-2008, אך עם ההכרה בירידה החדה ביכולת הפירעון של לא מעט חברות במשק הישראלי וחדירתם של כלים לניהול סיכונים, תרמו לירידה במשקל המוסדיים באג"ח הקונצרני.

<sup>1</sup> יודגש כי אין בהגדרה זו משום הבעת עמדה לגבי יכולת הפירעון של המנפיק, אלא כלי מתודולוגי בלבד למיפוי האוכלוסייה הנבדקת.

<sup>2</sup> בהתאם לתשואה ליום ה-25 ליוני 2012

## התפתחות היקף ההנפקות

בהשפעת האירועים המתוארים, חלה עליה חדה בהיקף ההנפקות בשנים 2006-2007, עם שיא של כ- 66 מיליארד ₪ (ללא מגזר פיננסי) בשנת 2007. בהשפעת האירועים בעולם, חלה ירידה דרסטית בשנת 2008 לרמה של כ- 10 מיליארד ₪. בשנת 2011 עמד ההיקף על כ- 26 מיליארד ₪ ומחצית ראשונה של 2012 משקפת רמה שנתית דומה. אנו מעריכים כי תנאי השוק במחצית השנייה של 2012 ייקשו על שמירת הקצב הנוכחי, ובסך הכל צפויה להירשם ירידה בשנה זו במונחי היקף הנפקות. כמו כן, המחצית הראשונה של 2012 מאופיינת במספר מצומצם יחסית של הנפקות גדולות של חברות גדולות המאופיינות באיכות אשראי גבוהה יחסית, בעוד שלחברות בינוניות ומטה, שאינן בדירוגי אשראי גבוהים, אין כיום כמעט נגישות לשוק.

בפילוח ענפי, עולה כי מגזר הנדל"ן והבינוי מהווה כ- 34% מכלל ההנפקות בין השנים 2007 עד מחצית 2012, מגזר המסחר והשירותים כ- 32% ומגזר חברות האחזקה והשקעות כ- 20%. מגזר המסחר והשירותים בלט במיוחד בשנת 2011 בשל הנפקות בהיקף של כ- 8.4 מיליון ש"י, אשר מימנו את הרכישות הממונפות של גרעיני השליטה של חברות בתחום. מבחינת הנפקות של חברות השקעה ואחזקות, בולטת קבוצת דלק עם כ- 5.9 מיליארד בתקופה האמורה ולאחריה אי.די.בי. עם כ- 5.6 מיליארד ₪ והחברה לישראל עם 4.5 מיליארד ₪.

## צרכי חוב בשנה הקרובה

נראה כי קיים פער גדול בין צרכי מחזור החוב בשנה הקרובה לבין היקף גיוסי האג"ח, בעיקר במגזר חברות השקעה וכן בנדל"ן ובמסחר ושירותים. נתוני הגיוס החלשים יחסית במגזר חברות ההשקעה עולים בקנה אחד עם התשואות הגבוהות המאפיינות מגזר זה. תופעה זו בולטת גם בענף הנדל"ן. חלק מהפער צפוי להיסגר בדרך של הסדרי חוב וחלק בדרך של מימושי נכסים ע"י החברות.

## עמידה בדרישות חודק

כתוצאה מהחלת תקנות חודק, חלה עלייה חדה במשקל הגיוסים באמצעות הרחבת סדרות קיימות - כ- 55% וכ- 77% בשנת 2011 וברבעון הראשון של 2012, בהתאמה, לעומת כ- 30% בשנת 2010. מגמה זו התמתנה ברבעון השני של 2012 (49%), ככל הנראה בשל מח"מ קצר של סדרות קיימות והגברת הדרישה מצד המוסדיים לחוב המגובה בביטחונות/התניות פיננסיות.

## שווי שוק עדכני של החוב הקונצרני (נכון ליוני 2012)

שווי השוק של אגרות החוב הקונצרניות בבורסה בת"א, עמד ביוני 2012 על כ- 240 מיליארד ₪ (במחירי דצמבר 2011), והוא משקף גידול ריאלי של כ- 1.8% ביחס לשווי בסוף 2011. נכון ליוני 2012, הענף העיקרי הנו נדל"ן ובינוי עם נתח של כ- 25% מכלל האג"ח הקונצרני. לאחריו חברות השקעה ואחזקות עם כ- 16%, תקשורת עם כ- 8% ומסחר ושירותים עם כ- 6%

## היקף האג"ח הבעייתי

180 חברות מתוך כ- 330 מנפיקים (כ- 54% נכללים, נכון ליוני 2012, תחת ההגדרה "אג"ח בעייתי", אשר מוגדר החל מ- 8% תשואה ועד להסדר/פירוק. אם מנפים את החברות שבתשואה גבוהה אך טרם הוחל בהם בהליך כלשהו, הרי שמדובר ב- 78 חברות אשר נמצאות באחת מהקטגוריות הבאות: פירוק, הסדר, הסדר מתגבש ואסיפה (78 חברות מתוך כ- 330 מנפיקים).

לצורך השוואה, גל ההסדרים השני (זה המסוקר במסמך זה ומתייחס לשנים 2011-2012) כולל 59 חברות לעומת 29 חברות בלבד בגל ההסדרים הראשון שבוצע בשנים 2008-2009. גם במונחי סך ערך נקוב של חברות שבשלב הסדר שונים, בגל השני עומד על כ- 12.4 מיליארד ₪ לעומת כ- 4.3 מיליארד ₪ ביגל הראשון.

כ- 25% מערך הפארי הכולל של האג"ח הציבורי הנסחר כיום בבורסה בת"א (כ- 67.9 מיליארד ₪), נכלל תחת ההגדרה "אג"ח בעייתי" וכ- 7.5% ממנו (כ- 20.1 מיליארד ₪), נכלל בקטגוריות של החל מ'קיום אסיפה' ועד ל'פירוק/הסדר'. ב'תשואה גבוהה' - מעל 20%, נסחרות סדרות של 26 חברות (שעדיין אינן בהליך כלשהו), בערך פארי כולל של כ- 14.3 מיליארד ₪. אנו מעריכים, כי חלק גדול מחברות אלו יכנסו להליך של הסדר בשנים הקרובות.

## דירוג האג"ח הבעייתי

ל- 73 חברות הנכללות תחת ההגדרה "אג"ח בעייתי" קיים דירוג, שהן כ- 41% מכלל החברות הנכללות בהגדרה זו. מטבע הדברים, מרבית החברות בעלות הדירוג, הן מקטגוריית התשואה הנמוכה יחסית של 8% עד 10%. כמו כן, ניתן לומר כי באופן כללי קיים מתאם הפוך בין רמת הבעייתיות לבין שיעור החברות המדורגות בקטגוריה. עם זאת, יוצאת דופן קטגוריית החברות שנסחרות בתשואה מעל 30%, שמאופיינת בשיעור גבוה של חברות מדורגות, וזאת בשל הכללתן של חברות גדולות כגון אי.די.בי. אחזקות ופיתוח, ישראלום, פטרוכימים וקרדן אן.וי, שהן חברות מדורגות. מבחינת רמת הדירוג, יש לשים לב כי כ- 58% מהחברות שנסחרות בתשואות של 10%-8% וכ- 50% מהחברות הנסחרות בתשואה של 20%-10%, הן בעלות דירוג A- ומעלה. על פניו, נראה כי ביחס לחברות אלו (בעיקר אלו הנסחרות בטווח שבין 10% ל- 20%), רמת הדירוג אינה תואמת את מצב החברה ואת יכולתה לשרת את החוב.

## פילוח ענפי של אג"ח בעייתי

כ- 56% מערך הפארי של סדרות אג"ח שהנן באחת מארבע הקטגוריות של 'אסיפה' עד הסדר/פירוק, מקורו בענף הנדל"ן והבינוי, בעוד שמשקלו של הענף בכלל האג"ח הקונצרני הנו כ- 25%. בכלל ה"אג"ח הבעייתי" (לרבות "תשואה גבוהה") מהווה ענף הנדל"ן והבינוי כ- 38%. משקלן של חברות השקעה ואחזקות (ערך פארי) גבוה בעיקר בקטגוריות של 'תשואה גבוהה', 'אסיפה' ו'הסדר מתגבש', כך שבסיכום כולל, חלקן בכלל "האג"ח הבעייתי" הנו הגבוה ביותר – כ- 39%, זאת לעומת משקלן בכלל האג"ח הקונצרני של כ- 16% בלבד. חברות אחזקה בולטות

בהיקף חובן ובתשואה הגבוהה בה הן נסחרות הן אי.די.בי. אחזקות, אי.די.בי. פיתוח, אלביט הדמיה, אמפל וקרדן אן.וי.

מבחינת מספר חברות, מהווה ענף הנדל"ן והבינוי כ- 47% מכלל החברות שנכללות בקטגוריית "האג"ח הבעייתית" בעוד שמשקלו בסך החברות בעלות חוב אג"ח הנו כ- 37%. בתחומי התקשורת/מדיה ומסחר/שירותים, משקלן של החברות באג"ח בעייתי דומה למשקלן בכלל האג"ח המונפק. בענף התקשורת והמדיה, עיקר החוב הבעייתי נובע מסקיילקס וסאני, ותשואות גבוהות בחברות אינטרנט זהב, ביקום, הוט וסלקום.

### ממצאים עיקריים ביחס להסדרי חוב בשנים 2011-2012

**שיעור ה-Recovery הממוצע בכלל החברות במדגם (37 חברות) הנו כ- 42%**

שיעור ה-Recovery שנמצא בגל ההסדרים הנוכחי דומה לשיעור שנמדד במחקר שנעשה בעבר בארה"ב והצביע על שיעור Recovery של כ- 40%.

**מבחינת פילוח ענפי**, בולט לרעה מגזר חברות ההשקעה ואחזקות עם שיעור Recovery נמוך במיוחד של כ- 27%. אנו מניחים, כי הדבר נובע מכך שחברות אלו ירחוקות מהכסף. יתר הענפים הנם בעלי שיעור Recovery דומה לממוצע, כאשר ענף הנדל"ן והבינוי גבוה מעט מעל הממוצע וענף המסחר והשירותים נמוך במקצת בהשוואה לממוצע.

**בחינת שיעור ה-Recovery לפי סוג ההליך (הסדר או פירוק)**, מצביעה על שיעור Recovery נמוך יותר בפירוק (כ- 37%) בהשוואה להסדר (כ- 45%). על פניו תוצאה זו מצביעה על יתרון לחלופת ההסדר. יחד עם זאת, ניתן לומר כי מבחינה סטטיסטית התוצאה אינה מאוד מובהקת. בנוסף, אנו משערים כי בהליכי הפירוק שבוצעו, לא נעשה שימוש מלא באמצעים העומדים לרשות המחזיקים לצורך מקסום התמורה, כגון תביעות ישירות של בעלי השליטה, דירקטורים, נושאי משרה וצדדי ג' בגין התנהלות לא תקינה ו/או רשלנות, במסגרת פוליסת ביטוח D&O וכד'.

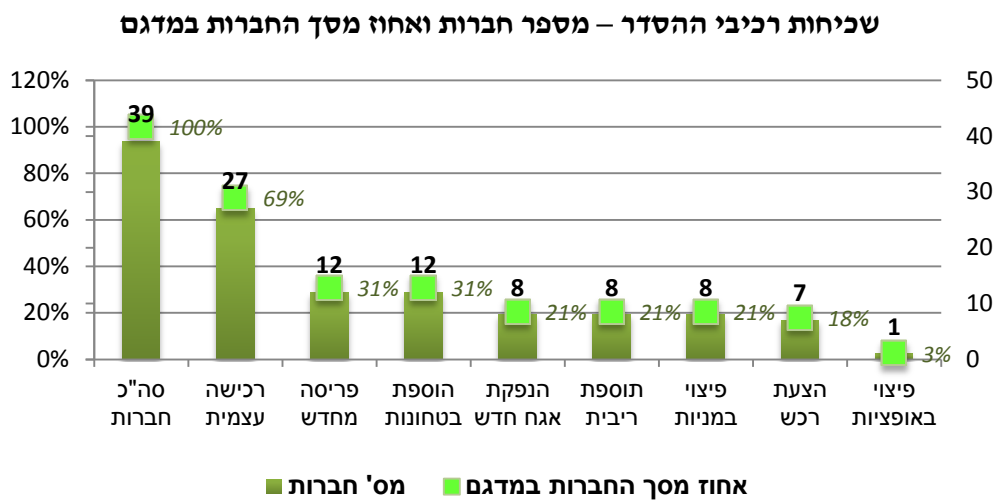
**בחינת שיעור ה-Recovery לפי קיומן של מגבלות/בטחונות/התניות** – ביחס לקבוצת החברות שנבחנה, נמצא כי לקיומם של התניות-פיננסיות/בטחונות, קיימת השפעה חיובית משמעותית על שיעור ה-Recovery (של כ- 13 עד 14 נקודות האחוז). ביחס למגבלת חלוקת דיבידנד, נמצא כי גם היא משפיעה באופן חיובי, אם כי בשיעור מתון יותר. יתכן שהסיבה לכך הינה איכות החברות שהציעו מגבלה זו ואשר ממילא מגבלה זו לא הייתה אפקטיבית עבורן. עוד נמצא, כי מגבלת שעבוד שלילי אינה אפקטיבית בשיפור שיעור ה-Recovery. ההערכה היא כי השעבוד השלילי אינו אפקטיבי ברוב המקרים כיוון שהחברה כבר שעבדה את מרבית נכסיה בשעבודים ספציפיים.

המרכיב הבלתי פורמאלי ב- Recovery (רכישות עצמיות) – מעבר לרכיבי ההסדר הפורמאליים, קיים גם הסדר דה פקטו הנובע מרכישות עצמיות של האג"ח בשערים נמוכים. רכישות אלו נעשות תחת לחץ (Distressed Exchange Offer) והנושים מסכימים לקבלן, בשל הסיכון כי ההתחייבויות המקוריות לא ימולאו. בעבודה זו בחרנו להתייחס לרכישות חוזרות בחברות שנכנסו לתהליכי הסדר/פירוק/חדלות פירעון, כעל הסדר חוב בלתי פורמאלי.

בקרב החברות שנבחנו, נמצא כי 70% מהחברות שבהסדר/פירוק ביצעו רכישה עצמית טרום ההסדר/פירוק. שיעור הרכישה הממוצע בקרב החברות שביצעו רכישה עצמית (27 חברות) עמד על 37% מהערך הנקוב של הסדרות.

בקרב חברות שנמצאות בהליך של הסדר (ואשר ביצעו רכישה עצמית), עמד שיעור הרכישה העצמית על כ- 42% מהערך הנקוב של הסדרות, בעוד שבקרב חברות שבהליך של פירוק עמד שיעור הרכישה העצמית על כ- 27% בלבד. השיעור הנמוך בקרב חברות שבפירוק נובע ככל הנראה מהיעדר מזומן לביצוע עסקאות מסוג זה.

**רכיבי ההסדר** - להלן תרשים המציג את שכיחות רכיבי ההסדר לפי מספר חברות ואחוז החברות במדגם:



**העילות לזימון אסיפת אג"ח ראשונה** - העילה הנפוצה ביותר לזימון אסיפת מחזיקי אג"ח ראשונה הנה 'דיווח על מצב החברה'. עילה זו אינה מאפשרת למחזיקים כניסה מיידית להסדר, כיון שעל פי רב טענת החברה היא כי הינה סולבנטית ואין סיבה להסדר.

**זמן ממוצע להגעה להסדר** - הזמן הממוצע ממועד זימון אסיפה ראשונה ועד לקבלת אישור בית משפט להסדר/פירוק, **הנו כ- 23 חודשים**. להערכתנו מדובר בפרק זמן ארוך שאינו מצדיק את לחץ הזמנים בו נדרשים המחזיקים לקבל החלטות.



## ממצאים נוספים :

- **דירוג** - כ- 10% מהחברות שנמצאות בהליך הסדר/פירוק הינן מדורגות
- **קיום חוב בנקאי** - בכ- 50% מההסדרים קיים גם חוב בנקאי בהסדר
- **שיוך ענפי** - כ- 50% מהחברות וכ- 63% מהחוב (ערך פארי) בקרב חברות שבהסדר/פירוק, מקורם בענף הנדל"ן. מגזר השקעה ואחזקות מהווה כ- 23% (בערך הפארי ובמספר החברות).
- **שימור שליטה של בעל השליטה** – בכ- 60% מהחברות בהסדר, בעל השליטה שימר את השליטה בחברה.

## חלופת הפירוק

נמצא כי שיעור החברות שבהליך פירוק הנו נמוך יחסית (אם לוקחים בחשבון גם את החברות הנמצאות בגיבוש הסדר שטרם אושר), מה שעשוי להעיד על הימנעות של המחזיקים להביא למצב של פירוק. לדעתנו, קיימת רמת Recovery מסוימת אשר ממנה ומטה (להערכתנו כ- 20-30 אג' לכל 1 ש ע.ג.), קיימת עדיפות לחלופת הפירוק על פני חלופת ההסדר, כיוון שלמחזיקים ישנם במצב זה "כיסים" נוספים שיכולים לשמש לצורך הגדלת שיעור ההשבה. **לדעתנו, כיום לא נעשה שימוש מספיק בחלופה זו ובכך נפגעות זכויות המחזיקים.**

**תביעה כנגד בעלי שליטה ונושאי משרה במסגרת פוליסת D&O** - לא נמצאו תביעות מסוג זה ביחס להסדרים שנבדקו (2011-2012). גם ביחס להליכי פירוק/הסדר שבוצעו בעבר, נמצא כי המחזיקים ממעטים לעשות שימוש בכלי זה.

## מבט צופה פני עתיד

במבט צופה פני עתיד, נעשה ניסיון לאמוד את היקף "הגל השלישי" של הסדרי החוב אשר עומד לפנינו. אומדן זה מתבסס על החברות שנסחרות כיום בתשואות גבוהות, ואשר עדיין אינן בתהליכי הסדר, הסדר מתגבש או כינוס אסיפות. ביחס לחברות אלו, נמצא כי :

- 31 חברות נסחרות כיום בתשואות של 15% עד 30%, בערך פארי כולל: כ- 29 מיליארד ש'.
- 17 חברות נסחרות בתשואות של 30% עד 50%, בערך פארי כולל של כ- 12 מיליארד ש"ח.
- 6 חברות נסחרות בתשואה של מעל 50%, בערך פארי כולל של כ- 1.2 מיליארד ש"ח. ביחס לחברות אלו, נמצא כי קיימת סבירות גבוהה להגעה להליך של הסדר.

- 6 חברות נסחרות בתשואה של מעל 50%, בערך פארי כולל של כ- 1.2 מיליארד ש"ח. ביחס לחברות אלו, נמצא כי קיימת סבירות גבוהה להגעה להליך של הסדר עם שיעור

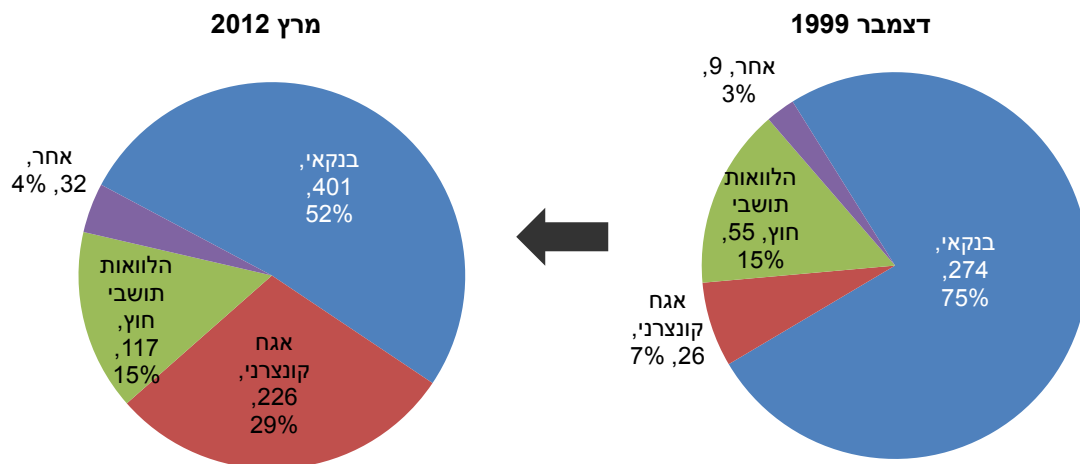
## Recovery נמוך.

בנוסף, ישנן חברות שכבר נמצאות בהליכי הסדר ואשר נסחרות בתשואות של מעל 50% (ערך פארי כולל של כ- 5.2 מיליארד ש'). ביחס לחברות אלו, נמצא כי קיימת סבירות גבוהה להגעה להליך של הסדר עם שיעור Recovery יהיה נמוך מהשיעור הממוצע של חברות המדגם.

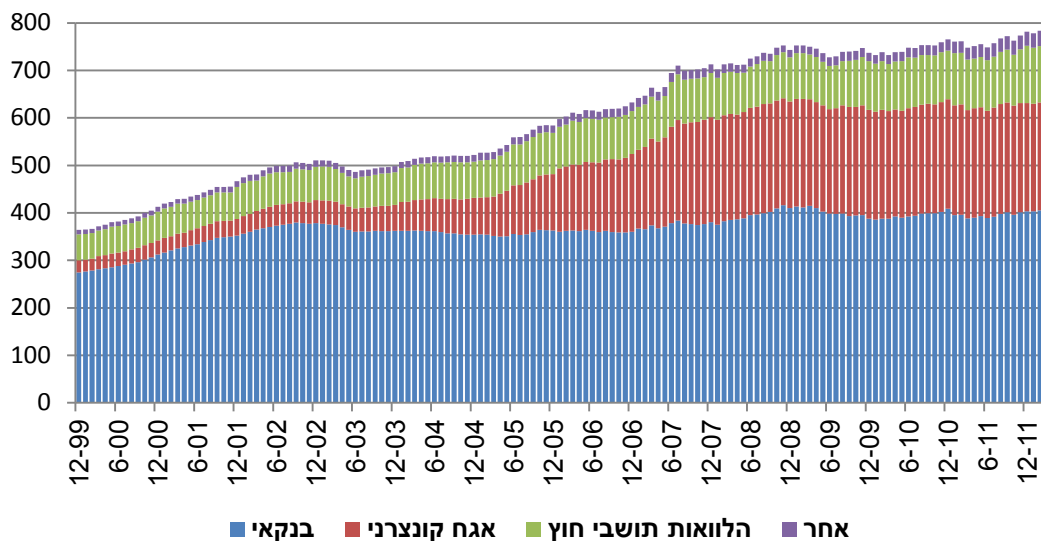
## 2. התפתחות החוב האשראי במגזר העסקי והעליה במשקל האג"ח

סך יתרות החוב של המגזר העסקי, נכון למרץ 2012, הסתכמו בכ- 777 מיליארד ₪ לעומת כ- 364 מיליארד ₪ בדצמבר 1999, גידול שנתי ממוצע (נומינאלי) של כ- 4.6%. בעוד החוב לבנקים צמח בתקופה האמורה בכ- 2.3% בממוצע שנתי, גדל חוב האג"ח הקונצרני בשיעור שנתי ממוצע של כ- 13.6% ומשקל חוב זה בחוב הכולל של המגזר העסקי עלה לכ- 29% לעומת 7% בדצמבר 1999. ובהתאמה משקל החוב לבנקים ירד מכ- 75% בדצמבר 1999 לכ- 52% במרץ 2012. משמעות המגמות הללו הינה הרחבה ניכרת במתן אשראי חוץ בנקאי ע"י גופים מוסדיים בהנפקות האג"ח - ציבוריות ופרטיות, במהלך השנים האחרונות. אשראי זה, מימן בין היתר התרחבות עסקית של חברות ציבוריות, אשר גיוסי האג"ח שימשו להם מנוף לגיוס אשראי בנקאי בחו"ל או בפרויקטים שונים בארץ.

התפלגות חוב המגזר העסקי לפי גורם מלווה – 1999 לעומת 2012



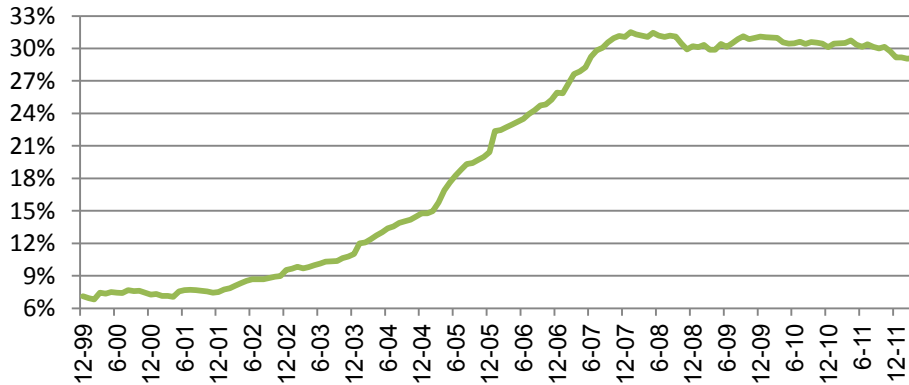
התפתחות החוב של המגזר העסקי, במיליארדי ש"ח



מקור: יתרות החוב במשק, מאי 2012, בנק ישראל

כפי שניתן לראות בתרשים הבא, משקלו של האג"ח הקונצרני בחוב המגזר העסקי הגיע לשיא בינואר 2008, עם נתח של כ- 31.5% מכלל החוב, ומאז ירד במקצת לרמה ממוצעת של כ- 30%.

### התפתחות משקל חוב האג"ח הקונצרני מסך האשראי של המגזר העסקי

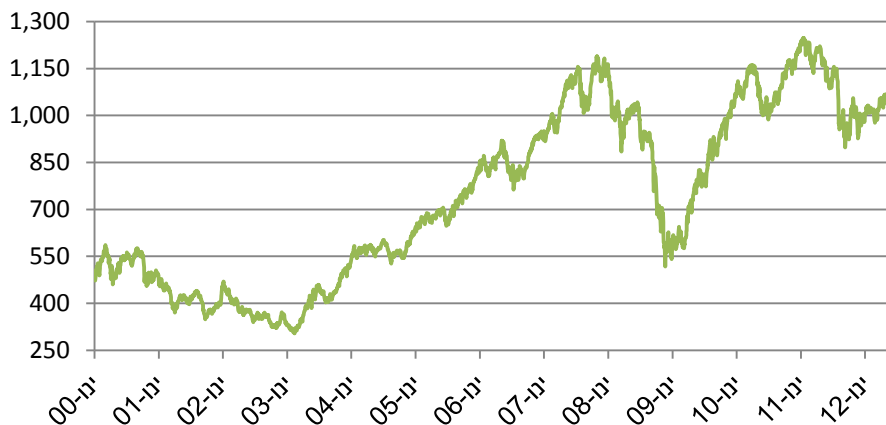


מקור: יתרות החוב במשק, מאי 2012, בנק ישראל

שילוב של מספר גורמים הוביל לשינוי במבנה החוב של המגזר העסקי, ולצמיחה חדה באשראי החוץ בנקאי:

- **רפורמת בכר** - עיקרי רפורמת בכר ובהם סיום הבעלות של הבנקים על קופות הגמל וקרנות הנאמנות, עידוד התחרות בתחומי השקעות אלה, הגברת התחרות בתחום החיסכון הפנסיוני והגברת הגיוון של אמצעי המימון במשק, ליצירת תחרות לאלו המוצעים על ידי הבנקים. כל אלה העלו מהותית את מספר השחקנים הרלוונטיים בשוק החוב לעניין העמדת אשראי, אשר לפני כן היה מעוזם הכמעט בלעדי של הבנקים.
- **גאות בשוק ההון** - לאחר מספר שנות שפל במסחר בבורסה בתל אביב, שמקורן ב'התפוצצות בועת הדוט-קום' (שהגיעה לשיאה במרץ 2000), לצד פרוץ האינתיפאדה ברבעון האחרון של שנת 2000 ואסון התאומים בספטמבר 2001, חל מפנה במסחר בבורסה, ומדד ת"א 100 עלה משפל של כ- 300 נקודות בפברואר 2003 לשיא של כ- 1,163 נקודות בינואר 2008, גידול של כ- 384%. האווירה בשוק הביאה לרוח גבית לגל של הנפקות חוב במהלך השנים הללו.

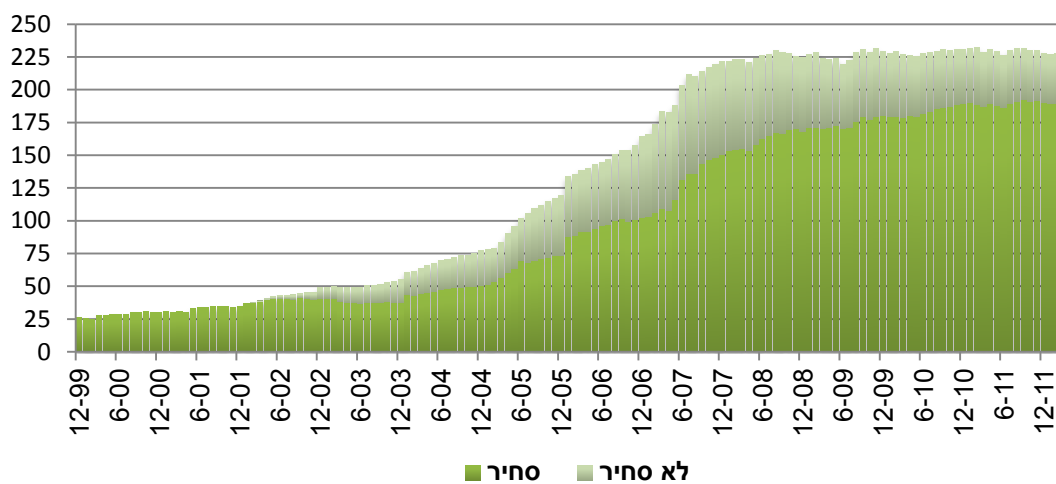
### התפתחות מדד 100 ת"א



- **צמיחת השווקים המתעוררים** – צמיחה מואצת בכלכלות השווקים המתעוררים (סין, מזרח אירופה, הודו וכד'), במהלך העשור הקודם, הובילה לגידול חד בהשקעות ישראלים בשווקים אלו.

כל אלו, הביאו לגידול חד בביקוש לאשראי החוץ בנקאי ובדגש על אשראי באמצעות אג"ח קונצרני, מרמה ממוצעת של כ- 40 מיליארד ₪ בשנים 2000-2003, לרמה ממוצעת של כ- 125 מיליארד ₪ בשנים 2005-2006 ולרמה של כ- 200 מיליארד ₪ בממוצע בשנת 2007, שנת השיא בהנפקות אג"ח קונצרני.

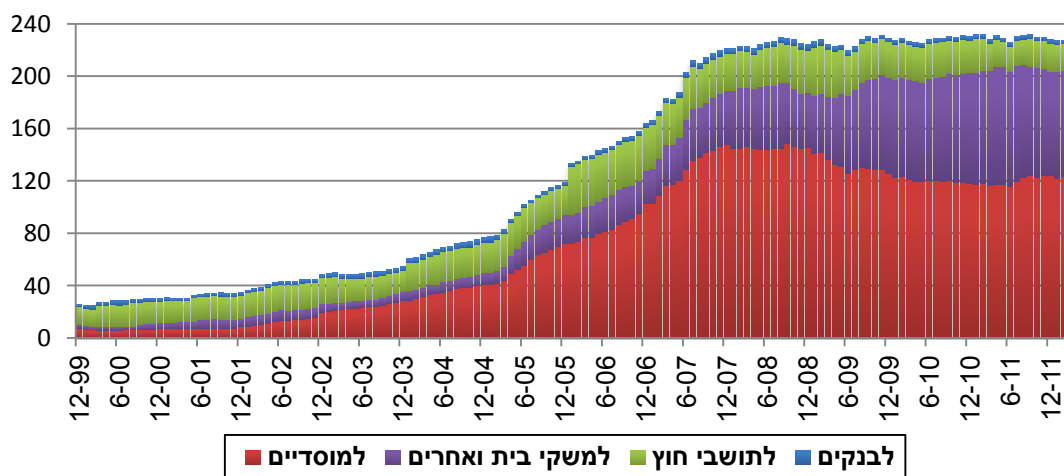
**התפתחות חוב אג"ח קונצרני במגזר העסקי, במיליארדי ש"ח**



מקור: יתרות האשראי במשק, מאי 2012, בנק ישראל

שנת השיא – 2007 אף אופיינה כשנת שיא באג"ח הלא-סחיר עם כ- 75 מיליארד ₪ וכ- 41% מכלל חוב האג"ח הקונצרני. כיום מהווה האג"ח הלא-סחיר כ- 36 מיליארד ₪ (מחצית מהשיא) ומהווה כ- 16% מכלל חוב האג"ח הקונצרני של המגזר העסקי.

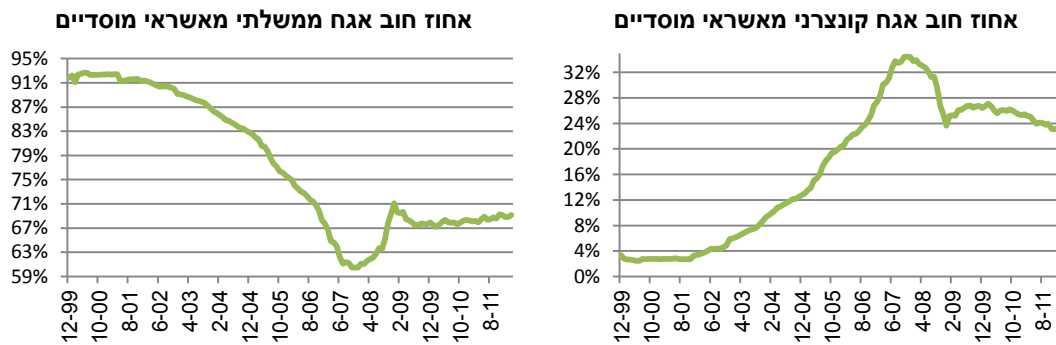
**התפתחות חוב אג"ח קונצרני לפי ייעוד החוב, במיליארדי ש"ח**



מקור: יתרות חוב במשק, מאי 2012, בנק ישראל

בתרשים לעיל ניתן לראות את השיא שנרשם בחלק המוסדיים בחוב האג"ח הקונצרני בשנים 2007-2008, טרום פרוץ המשבר הפיננסי וגל ההסדרים הראשון, עם ההכרה בירידה החדה ביכולת הפירעון של לא מעט חברות במשק הישראלי. כלים לניהול סיכוני אשראי ובהם גם מהלכים רגולטוריים, לרבות יישום המלצות ועדת חודק, החלו לבוא לידי ביטוי כפי שמשתקף מהתרשים לעיל, בעיקר מאז שנת 2010, שתרמו יחד לירידה במשקל המוסדיים באג"ח הקונצרני.

**התפתחות מרכיב האג"ח הקונצרני והאג"ח הממשלתי בתיק האשראי של המוסדיים**



מקור: יתרות האשראי במשק, מאי 2012, בנק ישראל

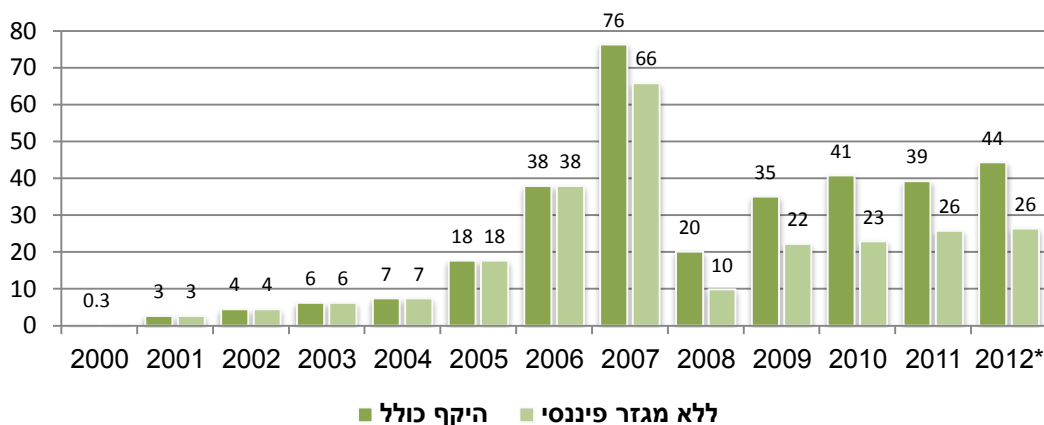
בתרשימים לעיל מוצגת תמונת הראי של מרכיב האג"ח הממשלתי ומרכיב האג"ח הקונצרני בתיק ההשקעות של המוסדיים. ההאצה בהיצע חוב האג"ח הקונצרני הביאה לשיעור שיא במשקלו בתיק השקעות המוסדיים בנובמבר 2007 (34%). המשבר בשווקים הפיננסיים והסדרי החוב של 'הגל הראשון', הביאו לשינוי במבנה התיק, עם עלייה במשקל האג"ח הממשלתי חסר הסיכון במקביל לירידה במשקל האג"ח הקונצרני. משנת 2009 ניכרת יציבות במבנה התיק המוסדי, עם התכנסות לנתח של כ- 70% אג"ח ממשלתי וכ- 24% אג"ח קונצרני.

### 3. התפתחות הנפקות האג"ח הקונצרני

השפעת האירועים המתוארים לעיל (רפורמת בכר, הגאות בבורסה וצמיחת השווקים המתעוררים), באה לידי ביטוי בולט במגמת הנפקות האג"ח של הסקטור העסקי, עם עלייה הדרגתית בשנים 2005-2006 והכפלה לרמת שיא בשנת 2007, עם הנפקות בהיקף כולל של כ- 76 מיליארד ₪ וללא מגזר פיננסי בהיקף של כ- 66 מיליארד ₪.

#### התפתחות היקף הנפקות אג"ח של הסקטור העסקי (כולל אג"ח למוסדיים)

במיליארדי ש"ח



\* 6 חודשים ראשונים במונחים שנתיים

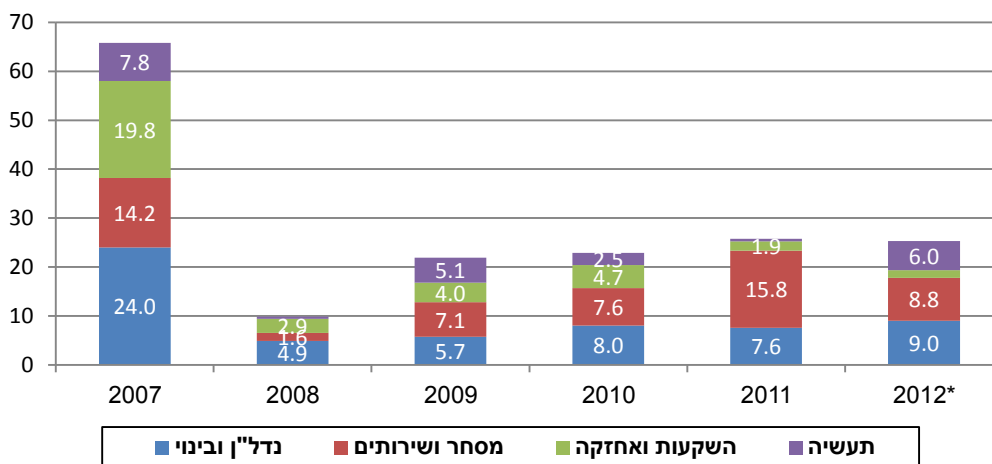
מקור: סטטיסטיקת הנפקות אג"ח, הבורסה לניירות ערך, יוני 2012

המשבר בשווקים הפיננסיים בעולם בשנת 2008, נתן את אותותיו באופן מיידי על שוק ההנפקות הישראלי, על אף שמבחינה ריאלית, נרשמה צמיחה בתוצר העסקי בשנה זו, של כ- 4.5%. עיקר ההשפעה של המשבר הפיננסי העולמי באה לידי ביטוי בישראל בשנת 2009 עם צמיחה מזערית בשיעור של כ- 0.3% בתוצר המגזר העסקי.

מבחינת שוק הנפקות האג"ח, מאז השפל שנרשם בשנת 2008 חלה עלייה הדרגתית בהיקף ההנפקות, אולם הרמה הכוללת הנוכחית (2010-2011) עדיין נמוכה משמעותית בהשוואה לשיא שנרשם בשנת 2007 (כ- 40%) ואף נמוכה בהשוואה לשנת 2006 (כ- 68%).

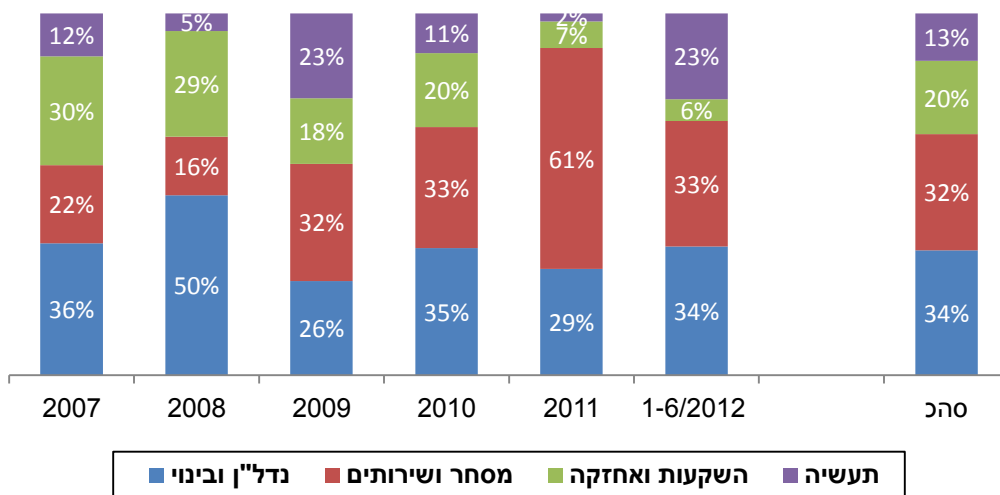
היקף ההנפקות בשנת 2011 הסתכם בכ- 25.8 מיליארד ₪ (ללא המגזר הפיננסי), גידול של כ- 13% ביחס להיקף ההנפקות בשנת 2010. ששת החודשים הראשונים של 2012 משקפים קצב דומה לזה שנרשם בשנת 2011 (גידול של כ- 2%), אולם אנו מעריכים כי תנאי השוק במחצית השנייה של 2012 ייקשו על שמירת הקצב הנוכחי, ובסך הכל צפויה להירשם ירידה בשנה זו במונחי היקף הנפקות (נתוני הגיוס של יוני 2012 מחזקים השערה זו). כמו כן, המחצית הראשונה של 2012 מאופיינת במספר מצומצם יחסית של הנפקות גדולות של חברות גדולות המאופיינות באיכות אשראי גבוהה יחסית, בעוד שלחברות בינוניות ומטה, שאינן בדירוגי אשראי גבוהים, אין כיום כמעט נגישות לשוק.

**התפתחות היקף הנפקות אג"ח קונצרני, בחלוקה לפי מגזרים עיקריים, ללא מגזר פיננסי  
2007 - 2012\*, במיליארדי ש"ח, כולל אג"ח למוסדיים**



\* 6 חודשים ראשונים במונחים שנתיים  
מקור: סטטיסטיקת הנפקות אג"ח, הבורסה לניירות ערך, יוני 2012

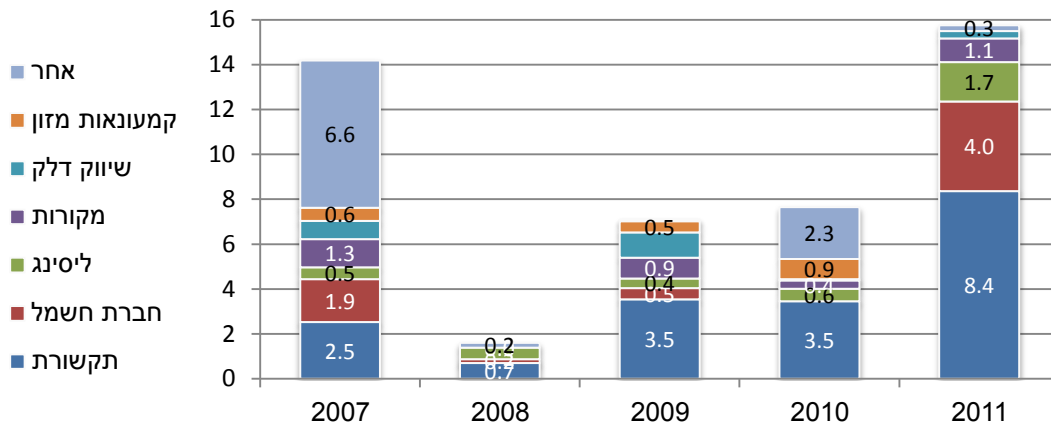
**התפלגות הנפקות אג"ח קונצרני לפי מגזרים, 2007-יוני 2012 וסה"כ לתקופה**



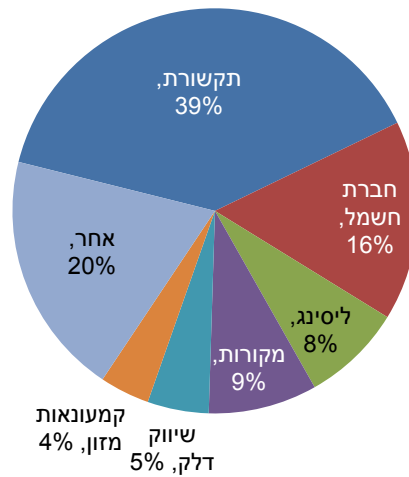
ניתוח שוק ההנפקות על פי מגזרי פעילות, מצביע על כך שענף הנדל"ן מוביל עם נתח כולל של כ- 34% מההיקף הכספי שגויס בין השנים 2007 ליוני 2012. לאחריו, מגזר מסחר ושירותים עם נתח כולל של כ- 32%, חברות השקעות ואחזקה עם כ- 20% מההיקף הכספי ומגזר התעשייה עם נתח כולל של כ- 13%. שנת 2012 בולטת אף היא מבחינת הנפקות מגזר הנדל"ן, עם היקף במונחים שנתיים (לפי 6 חודשים ראשונים) של כ- 9 מיליארד ש"ח וכ- 34% מכלל ההיקף הכספי.

בשנת 2011 בלט מגזר מסחר ושירותים, בשל הנפקות בהיקף נרחב של ענף התקשורת – כ- 8.4 מיליארד ש"ח (38% קבוצת בזק, 26% סלקום, 18% קבוצת פרטנר, 18% הוט) ושל חברת חשמל בהיקף של כ- 4 מיליארד ש"ח.

**התפתחות היקף הנפקות במגזר מסחר ושירותים לפי ענפים/חברות עיקריים, במיליארדי ש"ח**

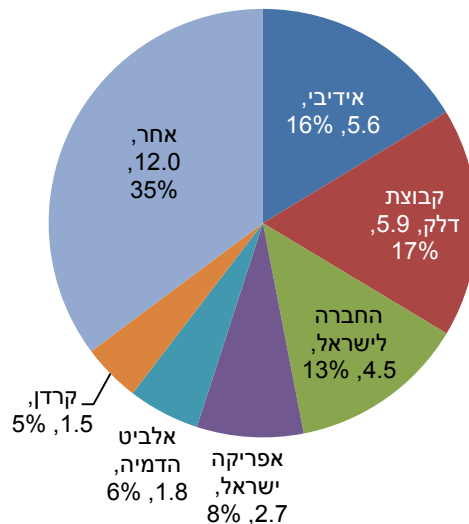


**התפלגות הנפקות מגזר מסחר ושירותים לפי ענפים/חברות עיקריים – מצטבר 2007 עד 6/2012**



הרכישות הממונפות של גרעיני השליטה בחברות התקשורת, באות לידי ביטוי בהיקף הנרחב של הנפקות האג"ח בשנים האחרונות, עם היקף כולל של כ- 20 מיליארד ש"ח בתחום התקשורת ונתח של כ- 40% מכלל הנפקות מגזר המסחר ושירותים.

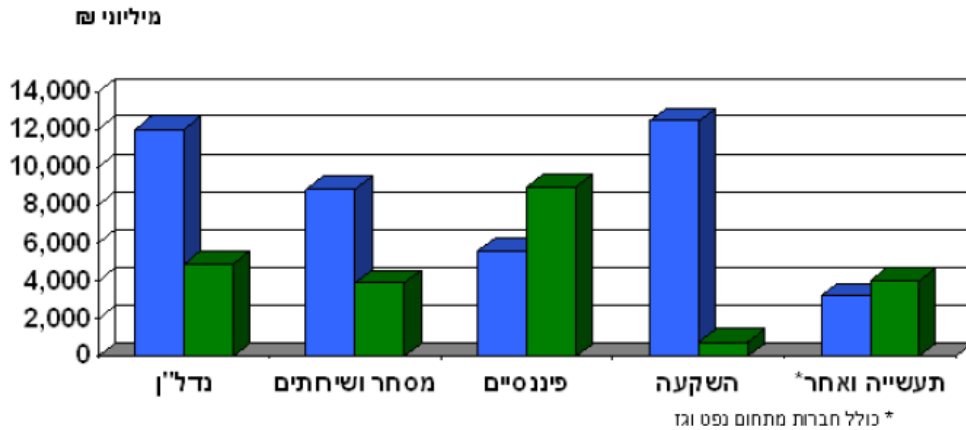
**התפלגות הנפקות מגזר השקעות ואחזקה, לפי קבוצות עיקריות, במיליארדי ש"ח, 2007 עד 6/2012**





קבוצת דלק הובילה בהיקף ההנפקות מאז 2007 (עד יוני 2012), עם כ- 5.9 מיליארד ₪. לאחריה קבוצת אי.די.בי. עם כ- 5.6 מיליארד ₪ והחברה לישראל עם כ- 4.5 מיליארד ₪.

■ היקף גיוסי אג"ח ינואר-יוני 2012 ■ אומדן לתחזית פדיונות אג"ח לשנת 2012

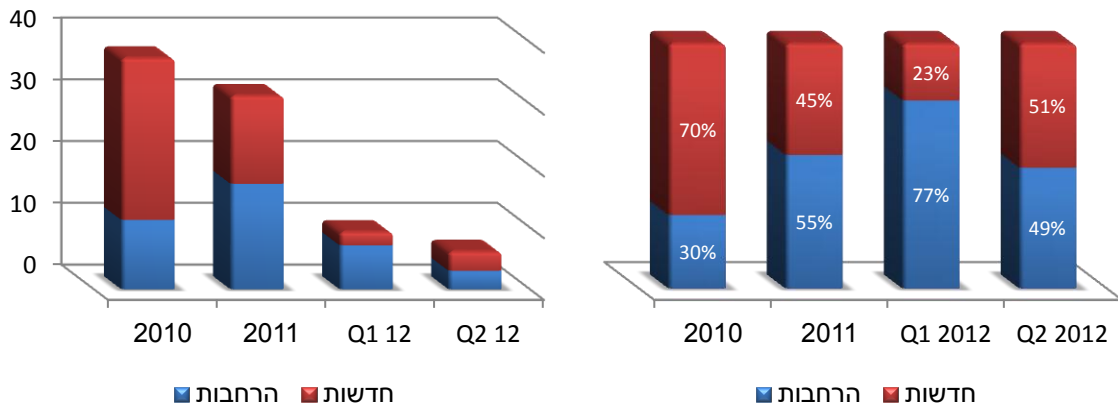


מקור: מעלות, סיכום פעילות בשוק האג"ח, יוני 2012

**צרכי מחזור חוב:** נראה כי קיים פער גדול בין צרכי מחזור החוב בשנה הקרובה לבין היקף גיוסי האג"ח, בעיקר במגזר חברות השקעה וכן בנדל"ן. בתחום המסחר והשירותים, עיקר הגיוסים הם של חברות ממשלתיות ולכן גם במגזר זה קיים פער משמעותי. נתוני הגיוס החלשים יחסית במגזר חברות ההשקעה עולים בקנה אחד עם התשואות הגבוהות המאפיינות מגזר זה. תופעה זו בולטת גם בענף הנדל"ן. חלק מהפער צפוי להיסגר בדרך של הסדרי חוב וחלק בדרך של מימושי נכסים ע"י החברות.

**עמידה בדרישות חודק:** מאז כניסת תקנות חודק, חברות רבות בחרו להימנע מהנפקה של סדרות חדשות הדורשות התניות פיננסיות ושעבודים, וביצעו גיוסי חוב על ידי הרחבה של סדרות קיימות. ההשפעה של דרישות ועדת חודק ניכרת בהיקפי הגיוסים, שהצטמצמו מאוד וכן במשקל הנפקת הסדרות החדשות שירד מהותית.

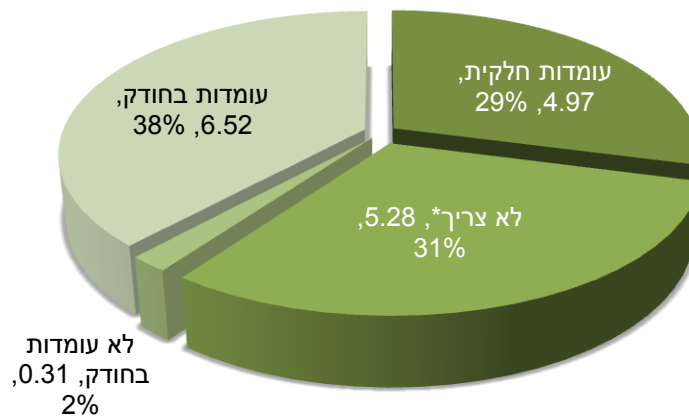
**התפלגות בין הנפקות של סדרות חדשות והרחבות סדרות קיימות, במיליארדי ש' ובאחוזים \***



מקור: מבוסס על נתוני ROSARIO CAPITAL LTD, \*ללא הרחבות פרטיות ב- 2012

את השפעת כניסת תקנות חודק רואים בבירור בשנת 2011, עם נתח של כ- 55% של הרחבת סדרות קיימות לעומת כ- 30% בלבד בשנת 2010 (מרביתה טרום חודק). ברבעון הראשון של 2012 מגמה זו אף התעצמה עם נתח של 77% של הרחבות מסך ההנפקות. מנגד, ברבעון השני של 2012 מסתמן שינוי מגמה, עם עליה במשקל הנפקת סדרות חדשות, אשר היוו מעל מחצית מכלל ההנפקות (ללא הרחבות פרטיות למוסדיים). ההערכה היא כי הסיבה לעליה בהנפקות של סדרות חדשות ברבעון זה נובעת משני גורמים עיקריים: (א) מח"מ קצר מדי של סדרות קיימות, (ב) מוסדיים רבים אינם מוכנים להסתפק יותר בהרחבות סדרה ללא התניות וללא שעבודים, ודורשים מהחברות להנפיק אגרות חוב המגובות בהתניות ושעבודים.

**התפלגות חוב שהונפק בסדרות חדשות בשנת 2011 לפי העמידה בדרישות חודק**



מקור: ROSARIO CAPITAL LTD

\* מגזר פיננסי ואג"ח להמרה פטורים מעמידה בתקנות

שנת 2011 היא השנה המלאה הראשונה בה יושמו תקנות חודק. מתוך מעל 50 הנפקות של סדרות חדשות רק הנפקה אחת לא עמדה בתנאי חודק, ויועדה לקרנות נאמנות, גופי נוסטרו והציבור הרחב. פרט לזו, כל ההנפקות (למעט מגזר פיננסי ואג"ח להמרה, שפטורים מעמידה בתקנות), עמדו באופן מלא או חלקי בתקנות חודק וזכו לאישור מצד המוסדיים אשר השתתפו בהן.

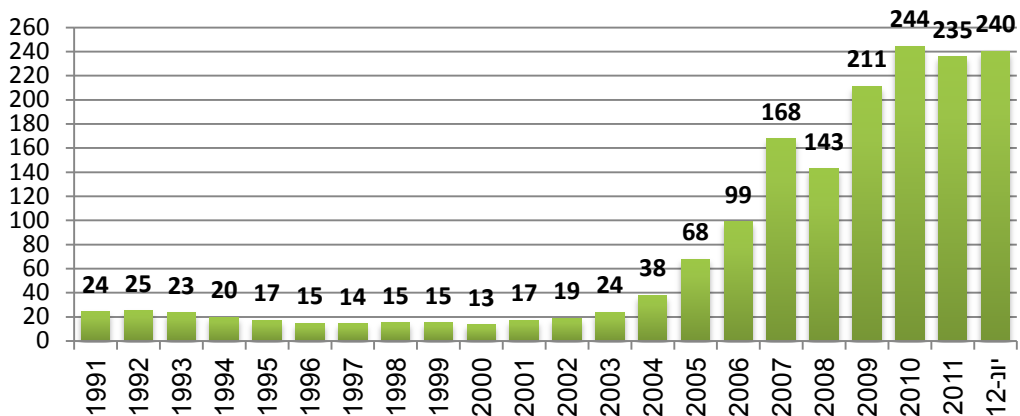
ברבעון השני של 2012, מתוך 19 הנפקות ציבוריות של סדרות אג"ח של חברות הנדרשות לעמוד בתקנות חודק, 12 היו "עוקפות חודק" ובוצעו ע"י הרחבות של סדרות שהונפקו לפני כניסת התקנות. הנפקות בולטות בקטגוריה זו: גב-ים (451 מ' ש'), נכסים ובנין (421 מ' ש') והחברה לישראל (570 מ' ש').

מתוך 16 הרחבות פרטיות של סדרות אג"ח של חברות הנדרשות לעמוד בתקנות חודק, שבוצעו ברבעון השני של 2012, כ- 12 היו "עוקפות חודק" ובוצעו ע"י הרחבות של סדרות שהונפקו לפני כניסת התקנות (עפ"י רוסאריו).

#### 4. שווי שוק אג"ח קונצרני

שווי השוק של אגרות החוב הקונצרניות הרשומות למסחר בבורסה בתל אביב, עמד ביוני 2012 על כ- 240 מיליארד ₪ (במחירי דצמבר 2011), והוא משקף גידול ריאלי של כ- 1.8% ביחס לשווי בסוף 2011. הירידה החדה בשווי השוק בשנת 2008, המוצגת בתרשים הבא, מבטאת העלייה החדה בתשואות האג"ח הקונצרני, עם החרפת המשבר הפיננסי בשווקים העולמיים בספטמבר-אוקטובר 2008, ותחילתו של הגל הראשון של הסדרי חוב של חברות שנקלעו לקשיי החזר.

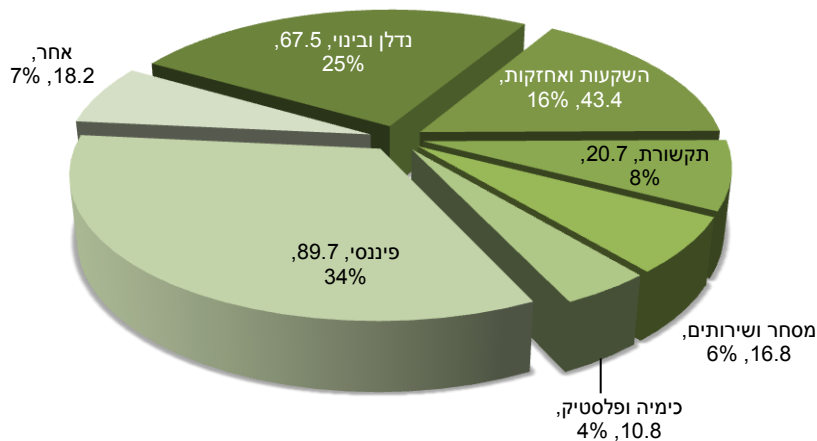
התפתחות שווי שוק אג"ח קונצרני, במיליארדי ש"ח



מקור: ערך שוק של ניירות הערך הרשומים בבורסה, 1991 עד יוני 2012, הבורסה לניירות ערך

#### התפלגות ערך פארי לפי מגזרי פעילות/ענפים עיקריים, במיליארדי ₪ ואחוזים מסה"כ

סה"כ 267 מיליארד ₪ ערך פארי, 25 ליוני 2012



נכון ליוני 2012, הענף העיקרי הנו נדל"ן ובינוי עם נתח של כ- 25% מכלל האג"ח הקונצרני. לאחריו חברות השקעות ואחזקות עם כ- 16%, תקשורת עם כ- 8% ומסחר ושירותים עם כ- 6%.

**5. ניתוח אג"ח בעייתי**

אג"ח בעייתי הוגדר על ידינו בהתאם לחמש קטגוריות עיקריות, כמפורט להלן:

- א. **פירוק** – ניתנה החלטת בית משפט למינוי כונס נכסים זמני/קבוע
- ב. **הסדר** – ההסדר אושר ע"י מחזיקי האג"ח ו/או בית משפט
- ג. **הסדר מתגבש** – בשלבי גיבוש מתווה ההסדר
- ד. **באסיפה** – התקיימו אסיפות מחזיקים, אך טרם מתגבש הסדר
- ה. **תשואה גבוהה** – 8% ומעלה

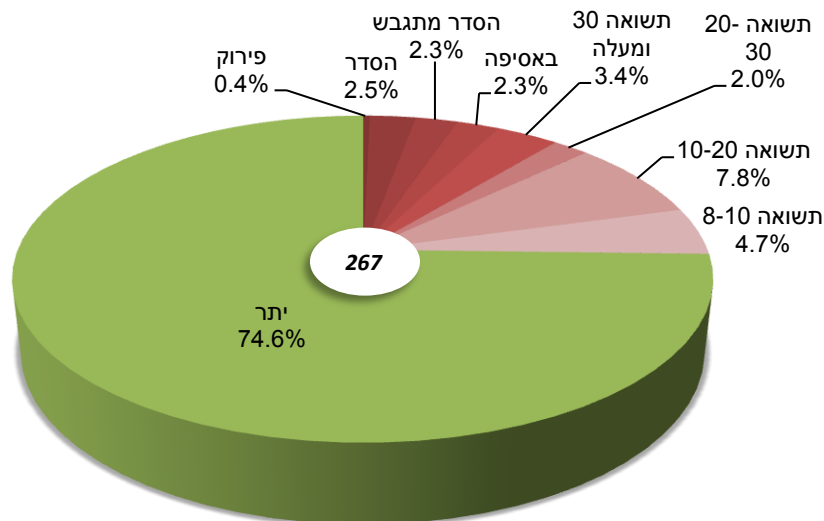
קטגוריית 'תשואה גבוהה' חולקה לארבע תת קטגוריות, כמפורט להלן:

- i. תשואה 8% עד 10%
- ii. תשואה 10% עד 20%
- iii. תשואה 20% עד 30%
- iv. תשואה 30% ומעלה

סך ערך הפארי של אג"ח בעייתי (כהגדרתו בסעיפים א'-ה' לעיל), עמד נכון ל- 25 ליוני 2012 על כ- 67.9 מיליארד ₪, שהם כ- 25.4% מערך הפארי הכולל של האג"ח הציבורי הנסחר בבורסה לני"ע בתל אביב למועד האמור (267 מיליארד ₪). קטגוריות א'-ד' מהוות כ- 7.5% מערך הפארי הכולל.

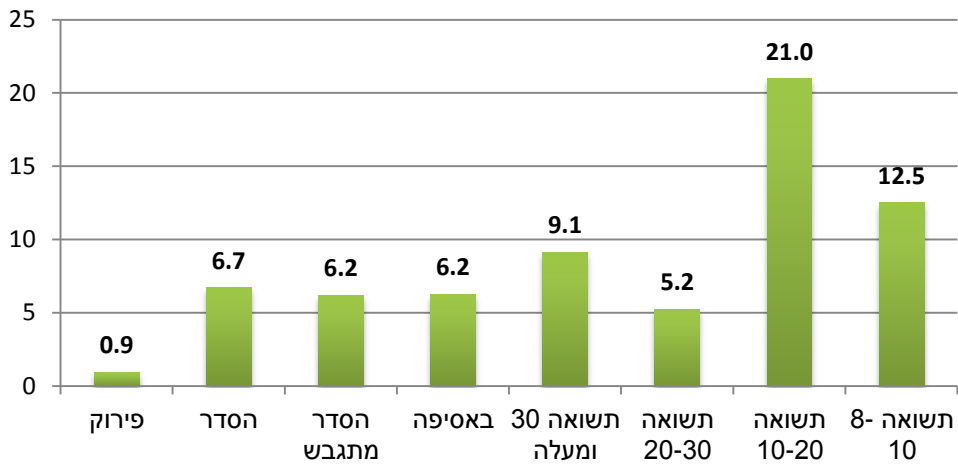
**התפלגות כלל האג"ח הקונצרני הציבורי לפי קטגוריות אג"ח בעייתי ו'יתר'\***

סה"כ ערך פארי 267 מיליארד ש"ח



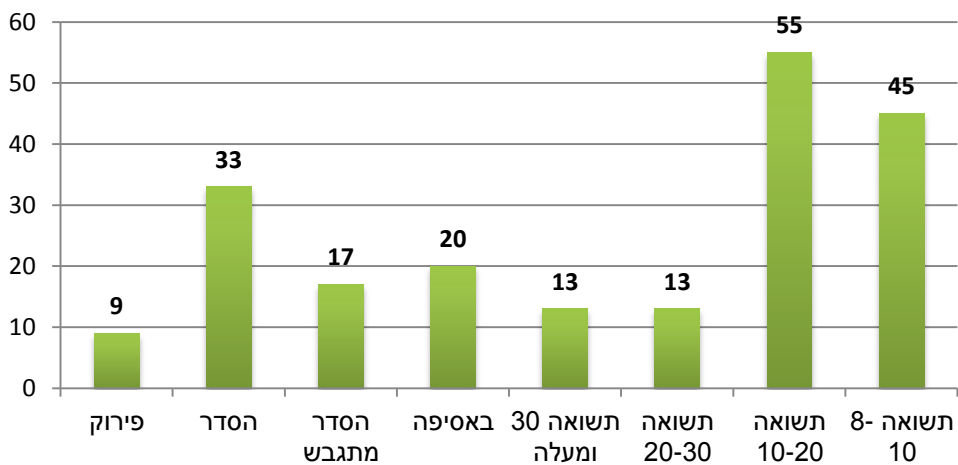
\* 'יתר' – מתייחס ליתר האג"ח הנסחר בבורסה בתל אביב, שאינו נכלל באחת מהקטגוריות שהוגדרו על ידינו כ"אגח בעייתי" (בהתאם להגדרות בסעיפים א'-ה' לעיל)

**ערך פארי במיליארדי ₪ לפי קטגוריות "אגח בעייתי" – סה"כ 67.9 מיליארדי ש'**



כ- 20 מיליארד ₪ ערך פארי נמצאים בשלבים שונים שבין קיום אסיפות מחזיקים ועד לפירוק/הסדר. יתר האג"ח הבעייתי, בהיקף של כ- 47.8 מיליארד ₪, נסחר בתשואות גבוהות של 8% ומעלה.

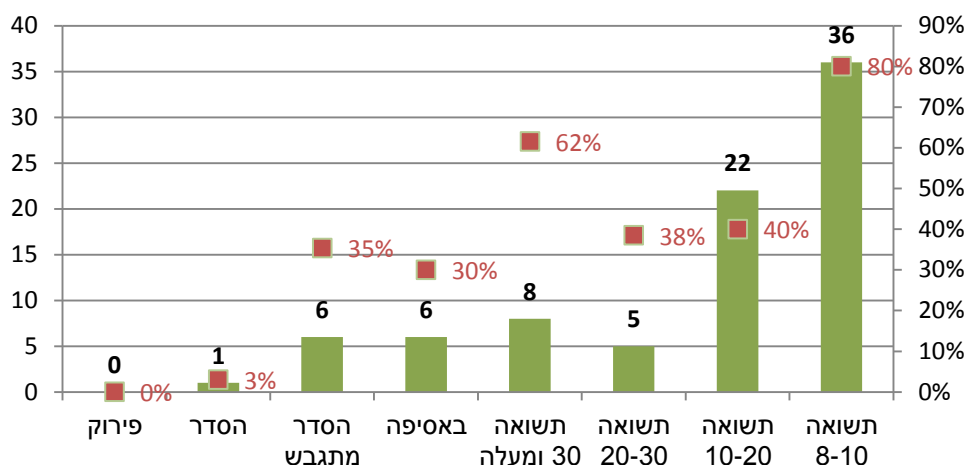
**מספר חברות לפי קטגוריות\* - סה"כ 180 חברות**



\* ישנן חברות המופיעות ביותר מקטגוריה אחת (בעיקר בתשואות הגבוהות), בשל קיומן של כמה סדרות והשתייכותן לקטגוריות נפרדות

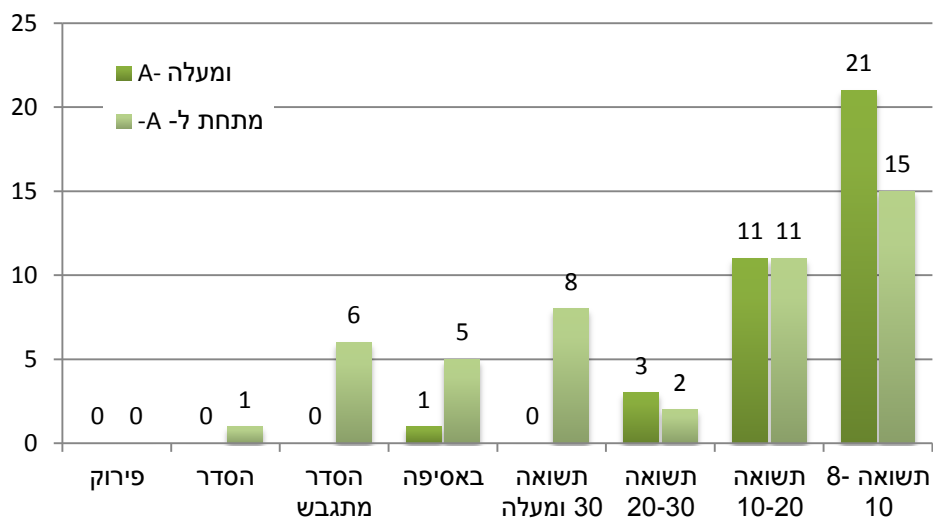
78 חברות נכללות בארבע הקטגוריות הראשונות (פירוק, הסדר, הסדר מתגבש ואסיפה) ו- 102 חברות נוספות נמצאות בקטגוריות של 'תשואה גבוהה' (8% ומעלה). סה"כ, נכללות בהגדרת 'אג"ח בעייתי' 180 חברות שהן כ- 54% מכלל המנפיקים (כולל אגח מובנה). **משקל החברות שנמצאות בארבע הקטגוריות הראשונות (פירוק, הסדר, הסדר מתגבש ואסיפה) הנו כ- 24% מכלל מנפיקי האג"ח הקונצרני.**

**מספר חברות מדורגות לפי קטגוריות ואחוז מתוך סך החברות באותה קטגוריה**



ל- 73 חברות מתוך 180 קיים דירוג חוב, שהן כ- 41% מכלל החברות הנכללות בקבוצת אג"ח בעייתי. באופן כללי קיים מתאם הפוך בין רמת הבעייתיות לשיעור החברות המדורגות (ככל שרמת הבעייתיות גוברת כך יורד שיעור החברות שהן בעלות דירוג). יוצאת דופן קטגוריית תשואה מעל 30%, הכוללת חברות כגון אי.די.בי. אחזקות ופיתוח, ישראלום, פטרוכימים וקרדן אן.וי, שהן חברות מדורגות.

**רמת הדירוג לפי קטגוריות**

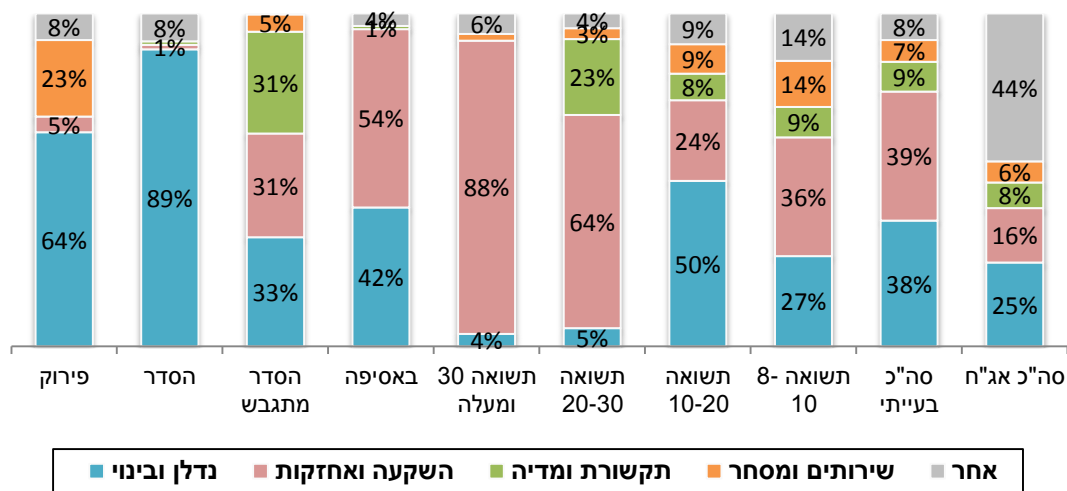


בקרב החברות בתשואה 8% עד 10%, 21 חברות מדורגות A- ומעלה שהן 58% מכלל החברות הקטגוריה זו. בקרב החברות בתשואה 10% עד 20% מחצית מהחברות מדורגות A- ומעלה. בתשואה 20% עד 30% שתי חברות בלבד הן בעלות דירוג A- ומעלה.

**פילוח ענפי של אג"ח בעייתי**

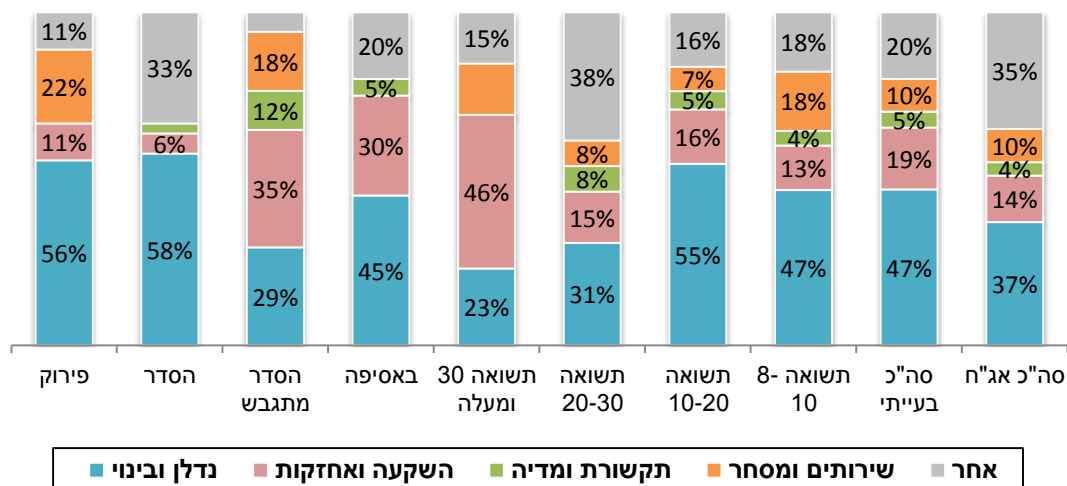
הענף הבולט ביותר בארבע הקטגוריות הראשונות של אג"ח בעייתי (פירוק, הסדר, הסדר מתגבש ובאסיפה), הנו ענף הנדל"ן והבינוי עם נתח של כ- 56% מערך הפארי של קטגוריות אלו. מסך האג"ח הבעייתי (לרבות תשואה גבוהה) מהווה ענף הנדל"ן 38% בעוד שחלקו בכלל ערך הפארי של האג"ח הקונצרני הנו כ- 25%. מגזר חברות השקעה ואחזקות מהווה כ- 39% מערך הפארי של כלל האג"ח הבעייתי לעומת כ- 16% מערך הפארי של כלל האג"ח הקונצרני. משקלו של מגזר חברות ההשקעה ואחזקות בולט בעיקר בקטגוריות התשואה הגבוהה, בעוד שחלקו המצרפי בארבע הקטגוריות הראשונות נמוך יותר ועומד על כ- 27%.

**התפלגות הקטגוריות של אג"ח בעייתי לפי מגזרים עיקריים – לפי ערך פארי**

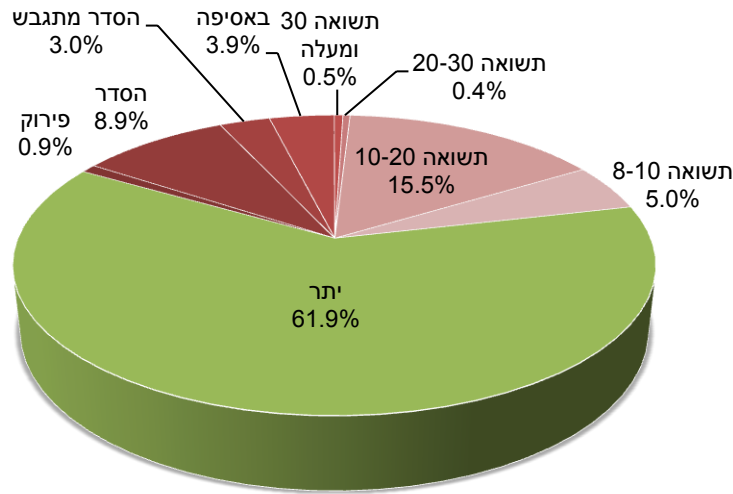


מבחינת מספר חברות, מהווה ענף הנדל"ן והבינוי כ- 47% מכלל האג"ח הבעייתי לעומת 37% בכלל האג"ח המונפק. גם בתחום מגזר חברות השקעה ואחזקות חלקן במונחי מספר חברות גבוה יותר באג"ח הבעייתי לעומת בכלל האג"ח. בתחומי התקשורת/מדיה ומסחר/שירותים, אחוז החברות באג"ח בעייתי ובכלל האג"ח דומה.

**התפלגות הקטגוריות של אג"ח בעייתי לפי מגזרים עיקריים – לפי מספר חברות**



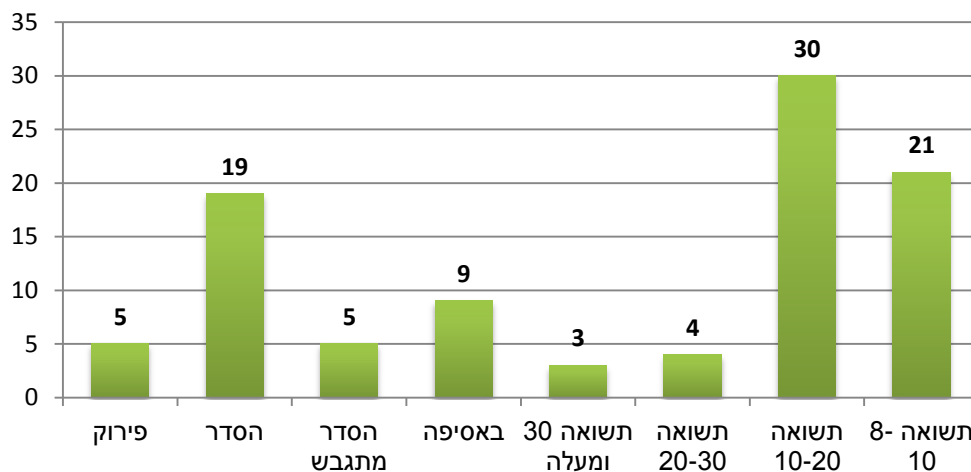
**התפלגות ערך פארי בענף הנדל"ן והבינוי לפי קטגוריות אג"ח בעייתי ו'יתר'**\*



\* 'יתר' – מתייחס ליתר האג"ח הנסחר בענף הנדל"ן והבינוי, שאינו נכלל באחת מהקטגוריות שהוגדרו על ידנו כ"אגח בעייתי".

בענף נדל"ן ובינוי, מהווה האג"ח בעייתי כ- 38% מערך הפארי הכולל של הענף. משקל גבוה ישנו למרכיב החברות שנמצאות בהסדר (כ- 9% מכלל ערך הפארי שהם קרוב ל- 6 מיליארד ₪). התשואות הגבוהות מהוות כ- 21% מערך הפארי של הענף, בעיקר בקטגוריית 10% עד 20%. שלבי אסיפה עד פירוק כוללים ערך פארי של כ- 11.2 מיליארד ₪, שהם כ- 17% מערך הפארי הכולל של הענף.

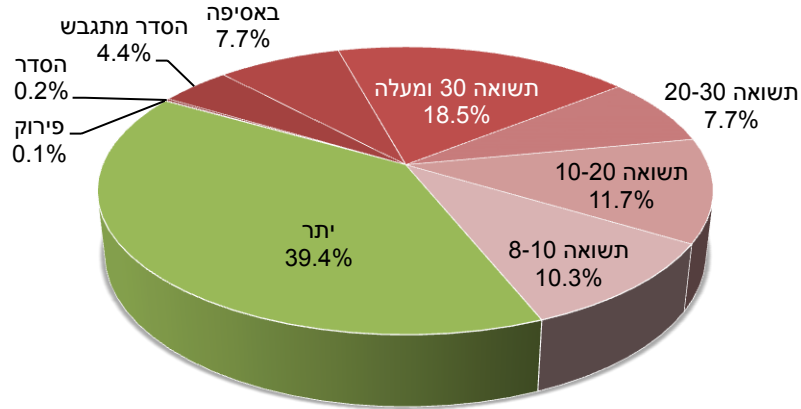
**מספר החברות לפי קטגוריות\* – ענף נדל"ן ובינוי**



\* כולל כפילויות, במקרה שסדרות של אותה חברה מסווגות בקטגוריות שונות (רלוונטי בעיקר בקטגוריות התשואה הגבוהה). לפירוט החברות ראה נספח א'.



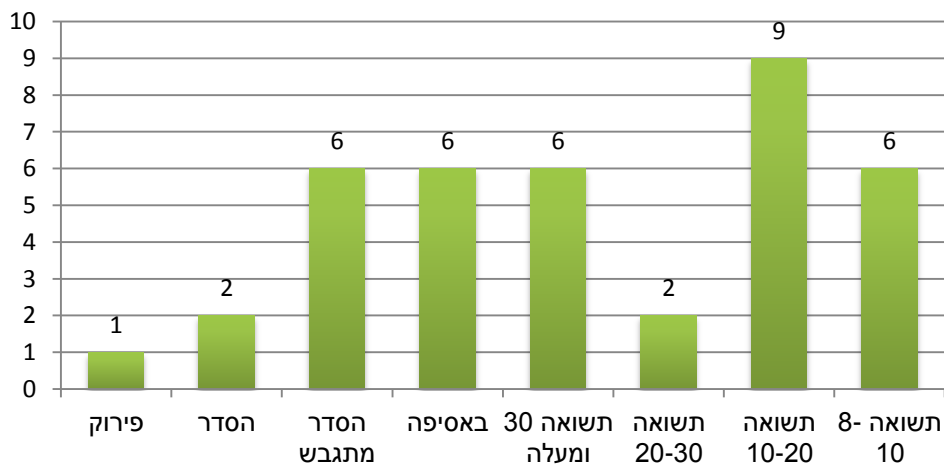
**התפלגות ערך פארי במגזר חברות השקעה ואחזקות לפי קטגוריות אג"ח בעייתי ו'יתר'**\*



\* 'יתר' – מתייחס ליתר האג"ח הנסחר במגזר חברות השקעה ואחזקות, שאינו נכלל באחת מהקטגוריות שהוגדרו על ידנו כ"אגח בעייתי".

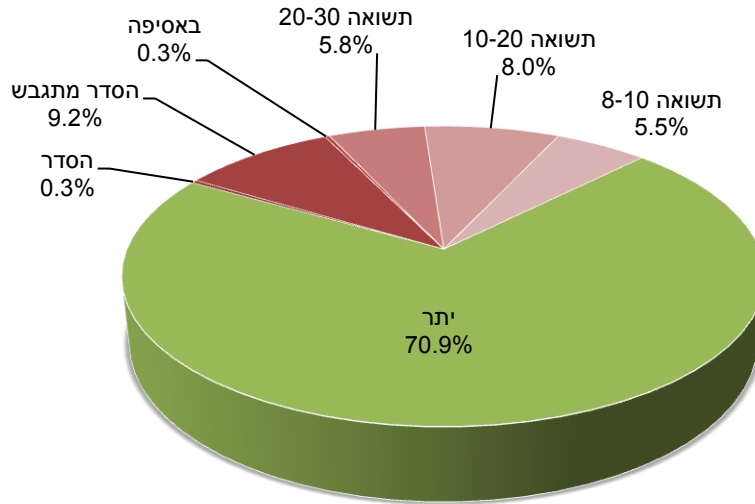
במגזר **חברות השקעה ואחזקות**, קיים משקל גבוה של אג"ח בעייתי, בעיקר בשל 'תשואה גבוהה' המהווה כמכלול קרוב ל- 50% מכלל ערך הפארי. בולטת קטגוריית התשואה של 30% ומעלה, עם ערך פארי של כ- 8 מיליארד ₪, שהם כ- 18.5% מערך הפארי הכולל של המגזר. שלבי אסיפה עד פירוק כוללים ערך פארי של כ- 5.4 מיליארד ₪, שהם כ- 12.5% מערך הפארי הכולל של המגזר.

**מספר החברות לפי קטגוריות\* – מגזר חברות השקעה ואחזקות**



\* כולל כפילויות, במקרה שסדרות של אותה חברה מסווגות בקטגוריות שונות (רלוונטי בעיקר בקטגוריות התשואה הגבוהה)

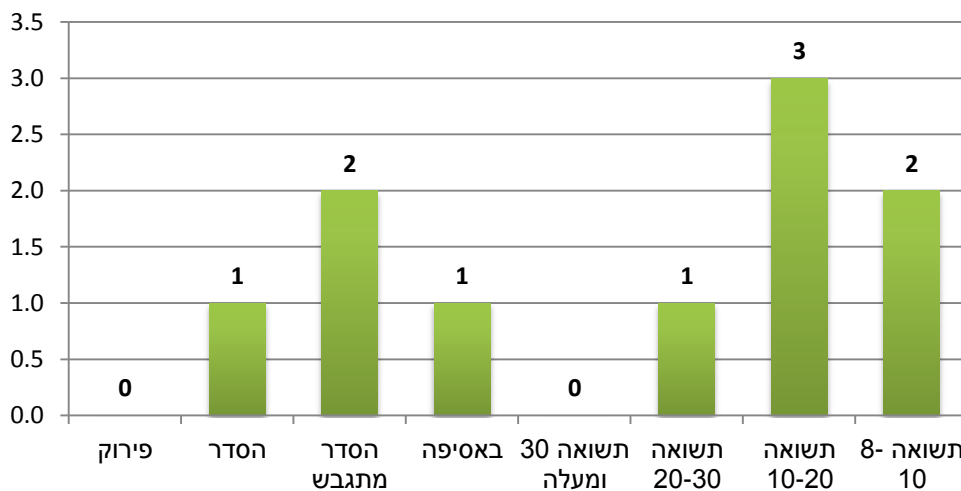
**התפלגות ערך הפארי בענף תקשורת ומדיה לפי קטגוריות אג"ח בעייתי ו'יתר'**\*



\* 'יתר' – מתייחס ליתר האג"ח הנסחר בענף תקשורת ומדיה, שאינו נכלל באחת מהקטגוריות שהוגדרו על ידנו כ"אגח בעייתי".

בענף התקשורת והמדיה, עיקר החוב הבעייתי נובע מסקיילקס וסאני (הסדר מתגבש) ותשואות גבוהות בחברות אינטרנט זהב (מעל 20% תשואה), ביקום (בין 10% ל- 20% תשואה), הוט וסלקום (סביב 8% עד 10% תשואה). כ- 70% מערך הפארי של הענף מוגדר כ'לא בעייתי'.

**מספר החברות לפי קטגוריות\* – מגזר תקשורת ומדיה**

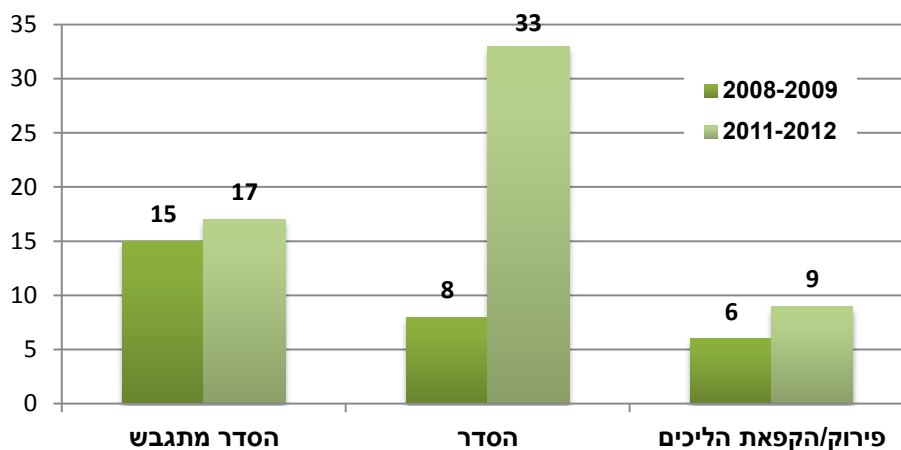


\* כולל כפילויות, במקרה שסדרות של אותה חברה מסווגות בקטגוריות שונות (רלוונטי בעיקר בקטגוריות התשואה הגבוהה)

## 6. השוואה למצב בגל ההסדרים הראשון (2008-2009)

בפרק זה מתבצעת השוואה בין תמונת המצב בשנים 2008-2009 ובשנים 2011-2012. לצורך נוחות, מוגדרת התקופה 2008-2009 כ'גל ראשון' של ההסדרים והתקופה 2011-2012 כ'גל שני' של הסדרים.

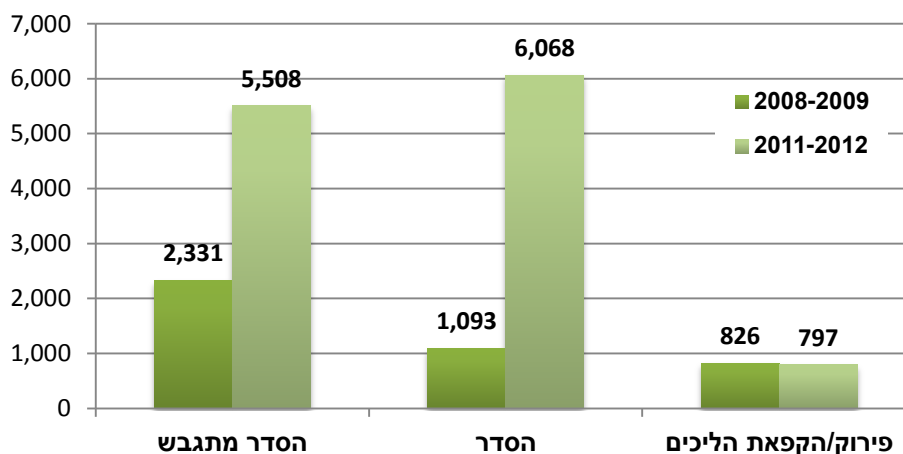
מספר חברות לפי מצב ההסדר – השוואת תקופות



מקור הנתונים לשנים 2008-2009 – רשות ניירות ערך – המחלקה הכלכלית

הגל השני של ההסדרים כולל סה"כ 59 חברות לעומת 29 חברות בגל הראשון. קטגוריית ה'הסדר' של הגל השני כוללת את כל החברות שכבר היו בהסדר בגל הראשון.

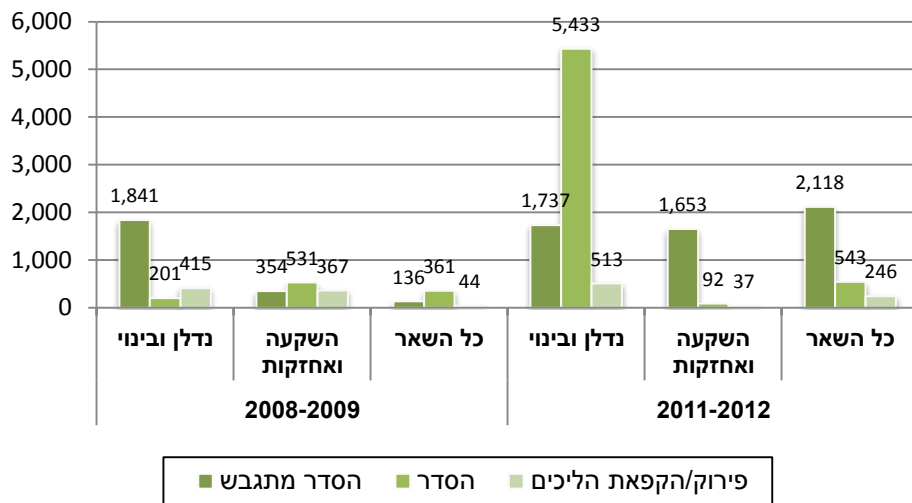
יתרת ערך נקוב לפי מצב ההסדר, במיליוני ₪



מקור הנתונים לשנים 2008/2009 – רשות לניירות ערך – המחלקה הכלכלית

סך הערך הנקוב של חברות שבשלבי הסדר שונים בגל השני עומד על כ- 12.4 מיליארד ₪ לעומת כ- 4.3 מיליארד ₪ בגל הראשון, כמעט פי 3.

**יתרת ערך נקוב לפי מצב ההסדר בחלוקה ענפית – השוואה בין התקופות, במיל' ש'**



הפער המשמעותי בין שני גלי ההסדרים מתבטא בקטגוריות הבאות:

- **הסדר בחברות נדל"ן ובינוי** - הפרש חיובי של כ- 5.2 מיליארד ₪
- **הסדר מתגבש בחברות השקעה ואחזקות** - הפרש חיובי של כ- 1.3 מיליארד ₪, בעיקר בשל חברות אמפל וטאו
- **הסדר מתגבש בקטגוריית 'כל השאר'** - הפרש חיובי של כ- 1.3 מיליארד ₪, בעיקר בשל חברות התקשורת סקיילקס וסאני

בולט בשני הגלים, השיעור וההיקף הנמוך של חברות שהגיעו לפירוק, מה שמעיד אולי על הימנעות של המחזיקים להביא למצב של פירוק למרות שלחלופה זו קיימים יתרונות בהיבטים משפטיים, בעיקר של יכולת תביעה מול נושאי המשרה בחברה, חיסכון בעלויות ניהול ואלמנט הרתעתי מול בעלי השליטה עצמם.

## 7. ניתוח הסדרים קיימים במונחי Recovery

### 7.1 מתודולוגיה

לצורך בחינת ערך שיעור ה- RECOVERY של סדרות אג"ח, בקרב החברות שנבדקו במסגרת עבודה זו, נלקחו בחשבון שני מרכיבים מרכזיים:

- הסדר זה פקטו כתוצאה מתהליכי Distressed Exchange Offer
- רכיבי ההסדר על בסיס מחירי שוק

#### הסדר זה פקטו כתוצאה מתהליכי Distressed Exchange Offer

Distressed Exchange Offer הנו מונח המתייחס לתהליכים השקולים לכשל/חדלות פירעון, אשר אינם באים לידי ביטוי בכשל פירעון "בפועל"<sup>3</sup>. תהליכים אלו כוללים הצעות המרה, ארגון מחדש או רכישות חוזרות של חוב, הנעשים "תחת לחץ" כתוצאה ממצוקה עסקית או פיננסית של המנפיקים. בהצעה תחת לחץ, הנושים מסכימים לקבל פחות ממה שהובטח מלכתחילה, בשל הסיכון כי המנפיק לא ימלא את התחייבויותיו המקוריות. תהליכי ה- Distressed Exchange Offer נבדלים מתהליכים זהים שמבצעות חברות יציבות, על רקע הזדמנויות הנקרות בפניהן במהלך העסקים הרגיל (לדוגמא על רקע: שינויים בשערי הריבית או שינוי ב'תאבון' המשקיעים לסיכון).

בעבודה זו בחרנו להתייחס לרכישות חוזרות של אגרות חוב בחברות שנכנסו לתהליכי הסדר/פירוק/חדלות פירעון, כעל הסדר חוב בלתי פורמאלי. כלומר, הרכישות מעידות על מצוקה ועל מאמץ של החברה להימנע מכשל פירעון קונבנציונאלי ולמעשה, אותן רכישות מהוות ארגון מחדש של החוב, השקול לכשל פירעון. ההנחה היא, שחלק מבעלי אגרות החוב הגיעו למסקנה שהם מוגבלים בהשגת חלופות טובות יותר, ולכן נענים להצעת החברה לרכוש את אגרות החוב במחיר הנמוך מערכן המתואם, פעולה המקבילה מבחינת הצדדים לעסקה להסדר.

בחישוב ערך שיעור ה- RECOVERY נלקחו בחשבון הרכישות שבוצעו על ידי החברה ו/או חברת בת לפי השער הממוצע בהן בוצעו. מרכיב זה מתווסף לרכיבי ההסדר כפי שאושרו ע"י בית המשפט ו/או מחזיקי אגרות החוב. זהו המרכיב הבלתי פורמאלי בהסדר, שמתבצע טרם ההגעה להסכמות עם מחזיקי אגרות החוב.

<sup>3</sup> מתבסס על 'חדלות פירעון – לא מה שחשבתם! הצעות המרה, ארגון מחדש ורכישות חוזרות', יובל טורבטי, ראש תחום אנליזה, Standard & Poor's Maalot, מרץ 2012. במעלות מתייחסים להצעות המרה ורכישות חוזרות, כארגון מחדש של החוב זה פקטו, ובהתאם לכך, כשקולות לאירוע כשל פירעון.

## רכיבי ההסדר על בסיס מחירי שוק

לצורך בחינת ההסדר שהתגבש עם מחזיקי איגרות חוב או שווי חברה בפירוק קיימות שתי חלופות מרכזיות:

א. הערכת שווי של כל רכיב בהסדר (פריסה מחדש, הנפקת אג"ח חלופי, קבלת מניות ועוד), תוך שימוש בלוח הסילוקין החדש ואמידה של שיעור ההיוון הנדרש לצורך קבלת הערך הנוכחי של כל רכיב.

ב. שימוש במחירי שוק של איגרות החוב לאחר ההסדר, לצורך אומדן הערך הנוכחי של תזרים המזומנים, כאשר האומדן למחיר ההיוון מתבסס על מחיר של קונה מרצון ומוכר מרצון.

בעבודה זו בחרנו בחלופה השנייה, כיוון שלהערכתנו המידע הגלום במחירי שוק כולל את סך המידע הקיים בשוק לגבי האג"ח ולכן הינו אומדן מייצג, כאשר מרבית האינפורמציה מגולמת במחיר לאחר שמחזיקי איגרות החוב קיימו מספר רב פגישות עם נציגי החברה וכאשר המשקיעים ערים למצבה של החברה ומכירים את האפשרויות העומדות בפניה. אמידת מחיר ההיוון (באפשרות הראשונה), מבוססת לעתים על הנחות סובייקטיביות לכל חברה וחברה ונתונה לפרשנויות שונות, בעוד שהשימוש בתשואת האג"ח כגורם ההיוון, יביא ממילא לתוצאה המתקבלת בחלופה השנייה שנבחרה על ידינו.

לצורך אמידת הערך הנוכחי השתמשנו במחירי איגרות החוב הממוצעים ב-30 ימי המסחר לאחר אישור ההסדר ולצורך אומדן שווי בפירוק השתמשנו במחיר השוק הממוצע ב-7 הימים שטרם הפסקת המסחר באיגרות החוב.

להלן תוצג דוגמא לגבי אופן החישוב של הערך הנוכחי של אגח בהסדר:

### תנאי הסדר החוב של חברת אורכית:

- i. מועד הזכאות לפירעון המוקדם המלא של אג"ח א' יידחה ויפוצל על פני מספר מועדים בהתאם ללוח הסילוקין החדש עד לאפשרות של פירעון מלא באמצע שנת 2014. סכום שלא יפרע בפירעון מוקדם עד אמצע שנת 2014, יידחה פירעונו למועד הפירעון הסופי המקורי ב-2017.
- ii. במקביל גם לאגרות החוב מסדרה ב' תינתן אפשרות לפירעון מוקדם. לאג"ח מסדרה ב' יתאפשר פירעון מוקדם במספר מועדים כאשר הפירעון המלא יתקיים בשנת 2017.
- iii. ההסדר לא יכלול "תספורות" מכל סוג שהוא, כך שאגרות החוב תשלמנה את כל הריבית והקרן שנצברו.
- iv. ההסדר מתמרץ את מחזיקי אגרות החוב להמיר את החוב להון ובכך להגדיל את הון החברה בצד הקטנת התחייבויותיה.

### שווי החוב טרם ההסדר

שווי בש"ח	ערך פארי בהסדר	ע.ג.	
125,493,827	1.2	107,000,000	סך הון מונפק ונפרע ליום ההסדר - סדרה א'
32,648,000	1.1	30,800,000	ערך נקוב - סדרה ב'
<b>158,141,827</b>		<b>137,800,000</b>	סה"כ

### חישוב ערך RECOVERY VALUE

שווי בש"ח	מחיר שוק / מחיר רכישה ממוצע	ע.ג.	תמחור
11,250,000	47.62	23,625,000	החזקה על ידי חברת בת - אגח סדרה א' בלבד
55,666,587	67.3	82,714,096	אג"ח א' חלק סחיר
397,508		482,411	מניות שהתקבלו חלף אג"ח א' שהומר
16,108,400	52.30	30,800,000	אג"ח ב' חלק סחיר
<b>83,422,495</b>	סה"כ	<b>137,621,507</b>	סה"כ

### ההנחות בבסיס החישוב :

- שווי ההחזקה על ידי חברת בת נאמד על ידי המחיר הממוצע בהן בוצעו הרכישות על פי דיווחי החברה באתר המאיה.
- שווי אג"ח א' ו-ב' נאמד על ידי מחיר השוק ממוצע במשך 30 ימים לאחר אישור ההסדר.
- המניות שהתקבלו הינן המניות בפועל מחושבות על פי יחס ההמרה שבהסדר.

ערך שיעור ה- RECOVERY בפועל הנגזר מההסדר נאמד על ידינו בכ- 53% (83.4/158)

## 7.2 ממצאים עיקריים ביחס להסדרי חוב בשנים 2011-2012

מדגם החברות שבהסדר או פירוק שנבחן בעבודה זו כולל 39 חברות. לא נכללו חברות אשר נמצאות בהליכים לקראת הסדר או פירוק, אך טרם הושלמו בהם ההליכים, היות ולא ניתן לאמוד את טיב ההסדר שיושג בהן בפועל.

**החברות שנסקרו הן:** שפיר פרויקטים אירופה, שלדונקו, נאות הפסגה, אלעד גלובל, אקסום, אס.די.אס, די.ג.סי גרופ, דנירקו, בסט פיול, גראדלינק, אוברלנד דיירקט (ישראל), טי.א.ר.די, גול פרטנרס, דיגל, אלדן טק, רילון, מטיס קפיטל, בוימלגרין קפיטל, אורכית, אאורה השקעות, אולימפיה אחזקות נדל"ן, אפסק תעשיות, עילוי פיננסי, סקורפיו נדלן, אינטרקור, תשואה 10, רשי, דוראה, אר, או פיז'ר, יורו גלוב, בנין, אנגל אירופה, אנגל משאבים, אתלון השקעות, מעריב, התכוף, ארזים, קבוצת כרמל, מלרג.

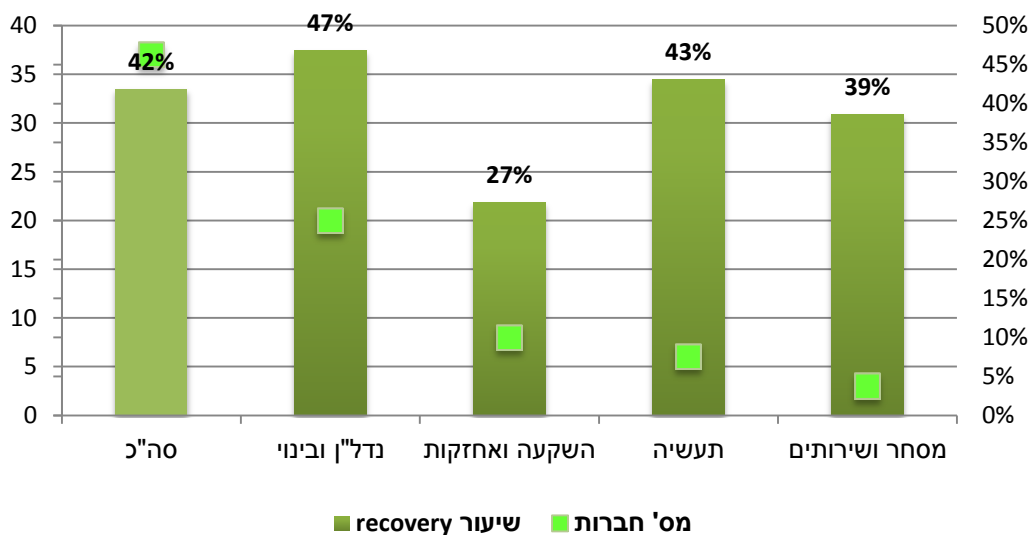
### שיעור ה-Recovery

שיעור ה-Recovery הממוצע בכלל החברות במדגם (37 חברות) הנו כ- 42%

(VAR – 5.8%)

שיעור ה-Recovery בישראל דומה לשיעור שחושב בקרב חברות אמריקאיות שנכנסו לתהליכי הסדר ופירוק בעבר, עם ערך ממוצע של כ- 40%<sup>4</sup>.

### שיעור ה-Recovery בקרב החברות שנבדקו – סה"כ ובפילוח ענפי

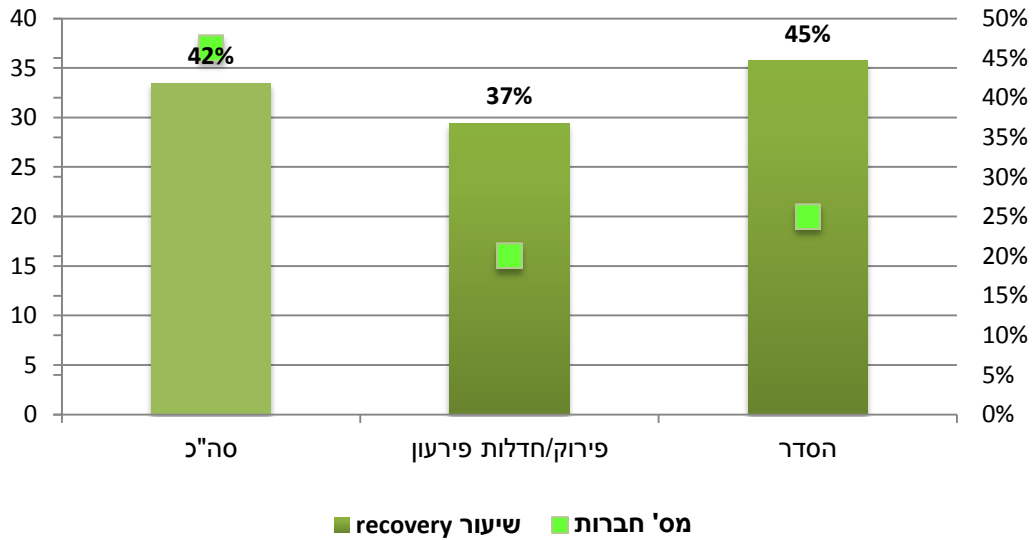


<sup>4</sup> Edward I. Altman and Vellore n. Kishore "Almost everything you wanted to know about recoveries on defaulted bonds", Financial Analysts Journal 1996



עיקר החברות שנבדקו הן בענף הנדל"ן, בו שיעור ה-Recovery גבוה במקצת בהשוואה למוצע. המגזר הבולט לרעה בשיעור ה-Recovery הנו מגזר חברות ההשקעה ואחזקות, עם שיעור השבה של כ- 27% בלבד מהחוב המקורי (בערכי פארי).

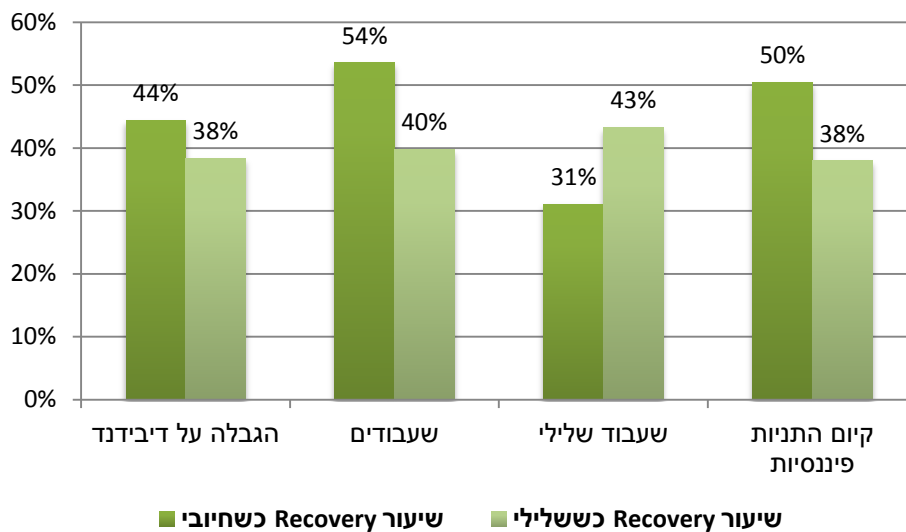
### שיעור ה-Recovery לפי סוג ההליך (הסדר או פירוק)



ניתוח הממצאים על פי סוג ההליך מצביע על שיעור Recovery גבוה יותר בקרב חברות שנכנסו להסדר, עם שיעור השבה של כ- 45% לעומת כ- 37% בקרב חברות שנכנסו להליך פירוק.

### השפעת איכות ההתניות/בטחונות על שיעור ה-Recovery

#### שיעור ה-Recovery כאשר הממצא חיובי או שלילי ביחס למרכיב המצוין



ביחס לקבוצת המדגם שלעיל, בחנו גם את השפעת קיומם של התניות/בטחונות על שיעור ה-Recovery ונמצא כי קיימת השפעה חיובית משמעותית כאשר קיימות התניות פיננסיות ו/או שעבודים (תוספת של כ- 13 עד 14 נקודות).

בניתוח הנתונים סקרנו גם את ההשפעה הקיימת לקיומה של מגבלה על חלוקת דיבידנדים על שיעור ה-Recovery, נמצא כי קיימת השפעה חיובית אם כי בשיעור מתון יותר. יתכן שהסיבה לכך הינה איכות החברות שהציעו מגבלה זו ואשר ממילא מגבלה זו לא הייתה אפקטיבית עבורן, בפרט בכל הקשור לחברות נדל"ן ובינוי.

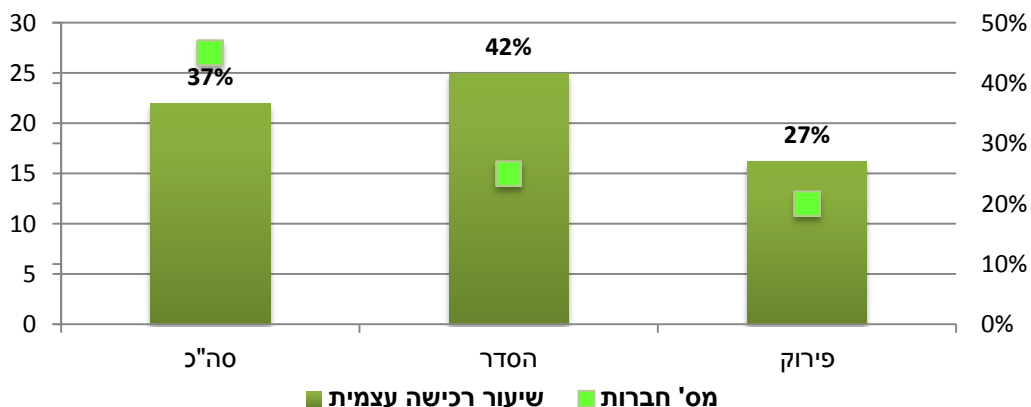
בנוסף, בחנו את יעילות השעבוד השלילי על שיעור ה-Recovery, הממצאים מצביעים על חוסר היעילות של שעבוד שלילי בשמירה על זכויות המחזיקים, בין היתר בשל העובדה שלמחזיקים, בשונה מהבנקים, קיימת מגבלה ב"אכיפה" של השעבוד השלילי, שכידוע מאפשר קבלת מימון כנגד נכסים ספציפיים וכן לעתים השעבוד השלילי ניתן לאחר שהחברה כבר מימנה את מרבית נכסיה ולכן דה פאקטו אין בשעבוד השלילי ממש.

### שיעור רכישה עצמית של חוב החברה

כאמור לעיל, מרכיב בלתי פורמאלי בתחשיב ה-Recovery הנו רכישות עצמיות שמבצעת החברה של חוב האג"ח שלה. מדובר בהצעות רכש שמתבצעות 'תחת לחץ', בהן הנושים מסכימים לקבל ערך מופחת, בשל הסיכון כי המנפיק לא ימלא את התחייבויותיו המקוריות ולעתים בשל רצונם להימנע מתהליך של הסדר.

רכישות עצמיות נמצאו ב- 27 חברות מתוך 39 שבמדגם, כלומר קרוב ל- 70% מהחברות ביצעו רכישה עצמית מקדימה להסדר החוב או לפירוק. שיעור הרכישה הממוצע בכלל המדגם (27 החברות) עמד על 37% מהערך הנקוב של הסדרות, כאשר בקרב חברות שהן בהליך הסדר עמד שיעור זה על כ- 42% מהערך הנקוב ובקרב חברות שבהליך פירוק על כ- 27% מהערך הנקוב. להערכתנו, השיעור הנמוך בקרב חברות בפירוק, נובע בעיקרו מהיעדר מזומן לביצוע עסקאות מסוג זה.

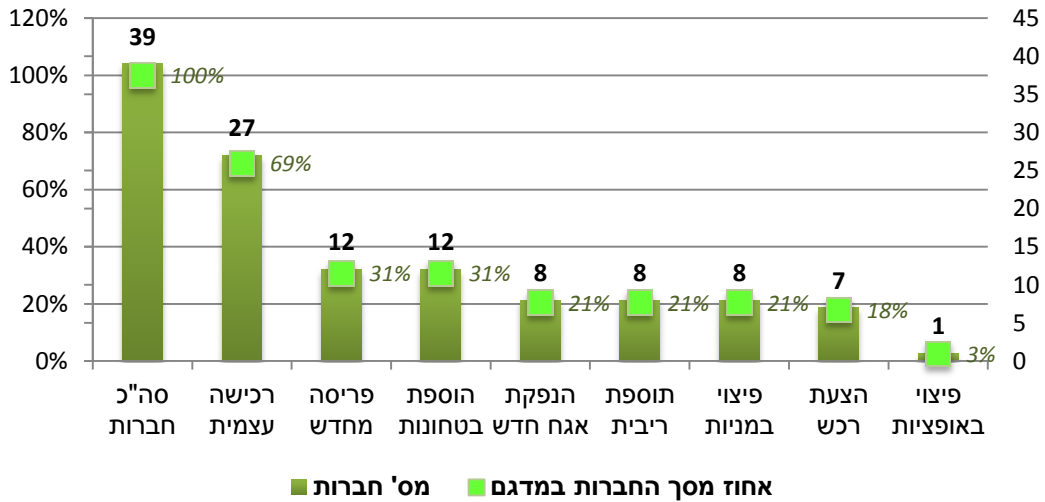
**שיעור רכישות עצמיות בקרב חברות בהסדר ובפירוק, באחזים המערך הנקוב**



**שכיחות רכיבי ההסדר**

רכיבי ההסדר שנבדקו הנם: רכישה עצמית, פריסה מחדש, הוספת בטחונות, הנפקת אג"ח חדש, תוספת ריבית, פיצוי במניות, הצעת רכש, פיצוי באופציות.

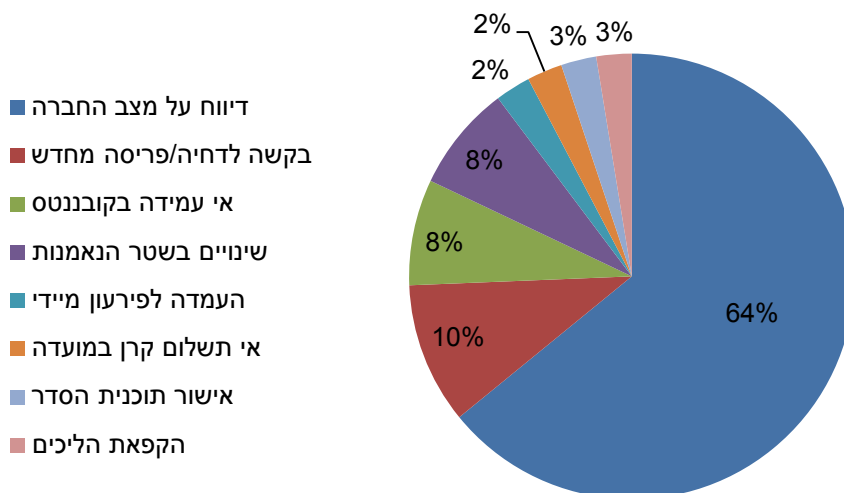
**שכיחות רכיבי ההסדר – מספר חברות ואחוז מסך החברות במדגם**



מרכיב ההסדר הנפוץ ביותר הנו המרכיב הבלתי פורמאלי של רכישות עצמיות, עם כ- 70% מכלל החברות במדגם. פריסה מחדש והוספת בטחונות נמצאו ב- 12 חברות, שהן כ- 30% מכלל החברות במדגם. הנפקת אג"ח חדש, תוספת ריבית, פיצוי במניות והצעת רכש נמצאו בקרב כ- 7-8 חברות, שהן כ- 20% מכלל החברות במדגם.

**העילות לזימון אסיפה ראשונה של מחזיקי האג"ח והזמן הממוצע עד לאישור בית משפט**

**עילות לזימון אסיפה ראשונה של מחזיקי האג"ח**



העילה הנפוצה ביותר לזימון אסיפת מחזיקי אג"ח ראשונה הנה דיווח על מצב החברה. 25 חברות מתוך המדגם הכולל של 39 חברות, כונסו לראשונה תחת עילה זו. עילה זו אינה מאפשרת למחזיקים כניסה מיידית להסדר, כיון שעל פי רב טענת החברה היא כי הינה סולבנטית ואין סיבה להסדר. בפועל, נדרש לחזק את העילות לפירעון מיידית כד שבמידה והתכנסה אסיפה לצורך דיווח על מצב החברה בה דווחו נתונים שיש בהם לדעת רב המחזיקים להעיד על הרעה מהותית במצב החברה ובכושר הפירעון של האג"ח, יהא די בזה בכדי להיכנס למהלך של הסדר.

הזמן הממוצע ממועד זימון אסיפה ראשונה ועד לקבלת אישור בית משפט להסדר/פירוק, הנו כ- 23 חודשים. להערכתנו מדובר בפרק זמן ארוך שאינו מצדיק את לחץ הזמנים בו נדרשים המחזיקים לקבל החלטות, לעתים בפרקי זמן של 24 שעות, בדרך כלל בהוראת בית משפט. משך הזמן הארוך בו מושג הסדר בפועל מחזק את דעתנו כי יש לפעול לתיקון תקנות מתאימות שיחייבו את הנאמן והחברה לפעול בצורה מסודרת שתותיר מרווח זמן נאות בידי המחזיקים לקבלת החלטות תוך יכולת להפעלת שיקול דעת סביר.

#### ממצאים נוספים – חברות בהסדר/פירוק

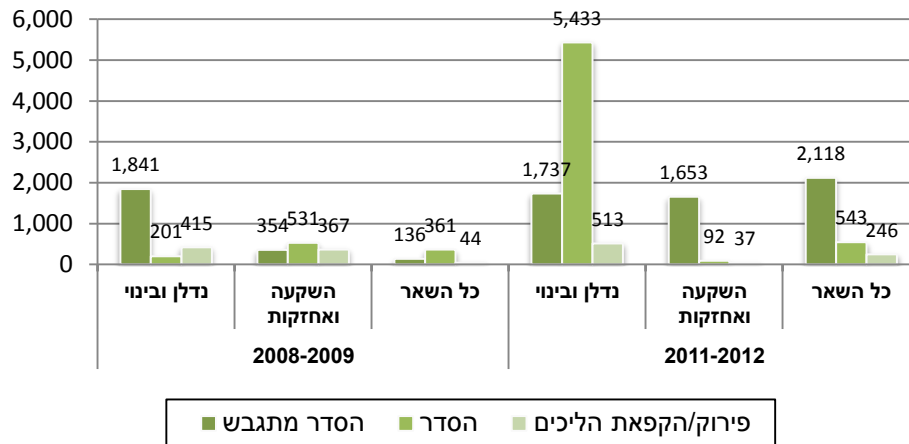
מספר חברות	ערך פארי, במיליארדי ש'	באחוזים ממספר חברות	באחוזים מערך פארי	
<b>ענף</b>				
נדל"ן ובינוי	3,247	51%	63%	
השקעה ואחזקות	1,112	23%	22%	
תעשייה	491	18%	10%	
מסחר ושירותים	306	8%	6%	
<b>דירוג</b>				
מדורגות	1,105	10%	21%	
לא מדורגות	4,050	90%	79%	
<b>קיום חוב בנקאי</b>				
קיים חוב בנקאי	2,668	44%	52%	
לא קיים חוב בנקאי	2,487	56%	48%	

- **שיוך ענפי** - כ- 50% מהחברות וכ- 63% מהחוב (ערך פארי) מקורם בענף הנדל"ן. מגזר השקעה ואחזקות מהווה כ- 23%-22%, מגזר התעשייה מהווה כ- 18% מהחברות וכ- 10% מהחוב וענף המסחר והשירותים מהווה כ- 8% מהחברות וכ- 6% מהחוב.
- **דירוג** – מתוך המדגם של כלל החברות, 90% אינן מדורגות. 10% מהחברות מהוות מעל 20% מהחוב (ערך פארי).
- **קיום חוב בנקאי** – ב- 44% מהחברות קיים גם חוב בנקאי והן מהוות כ- 52% מהחוב שבמדגם.
- **שימור שליטה של בעל השליטה** – ב- 60% הצליח בעל השליטה לשמר שליטה בחברה.

## 8. חלופת הפירוק

במדגם החברות שנבחנו, נמצאו 17 חברות בפירוק, המהוות כ- 43% מהחברות במדגם וכ- 35% מערך הפארי. החברות שבפירוק הן: שלדונקו, נאות הפסגה, אלעד גלובל, אקסוס, דנירקו, בסט פיול, גראדלינק, אוברלנד דיירקט (ישראל), דיגל, אלדן טק, רילון, מטיס קפיטל, אולימפיה החזקות נדל"ן, עילוי פיננסי, תשואה 10, דוראה, אתלון השקעות.

יתרת ערך נקוב לפי מצב ההסדר בחלוקה ענפית – השוואה בין התקופות, במיל' ש'



כפי שניתן לראות בתרשים לעיל, בשני גלי ההסדרים שהיו עד כה, בולט השיעור וההיקף הנמוך של חברות שהגיעו לפירוק (לרבות חברות שנמצאות בתהליכי הסדר שטרם התקבל לגביהן אישור בית משפט), מה שמעיד אולי על הימנעות של המחזיקים להביא למצב של פירוק.

לדעתנו, קיימת רמת Recovery מסוימת אשר ממנה ומטה (להערכתנו כ- 20-30 אג' לכל 1 ש ע.נ.), קיימת עדיפות לחלופת הפירוק על פני חלופת ההסדר, כיוון שלמחזיקים ישנם במצב זה "כיסים" נוספים שיכולים לשמש לצורך הגדלת שיעור ההשבה, כגון תביעה של חברת הביטוח במסגרת פוליסת D&O, תביעה ישירה של בעלי השליטה, דירקטורים, נושאי משרה וצדדי ג' בגין התנהלות לא תקינה ו/או רשלנות, חיסכון בעלויות ניהול. בנוסף, קיימת חשיבות רבה גם לקיומו של אלמנט הרתעתי מול בעלי השליטה עצמם באי יכולתם להמשיך לנהל את החברה בתרחיש כשל קיצוני. מנגד, בחלופת ההסדר, קיימות עלויות בגין ההסדר, עפ"י רב ניתן פטור מלא לדירקטורים ונושאי משרה, פוליסת ה-D&O פוקעת מתוקפה אחרי שהחברה שילמה ממיטב כספה פרמיות לחברת הביטוח, ונמשכת מערכת התשלומים להנהלת החברה ולעתים גם לבעלי השליטה.

חלופת הפירוק, מגלמת לעתים יתרונות בהיבטים משפטיים (בעיקר בהיבט מיצוי הדין עם האחראים למצב החברה) וכן בהיבטים כלכליים כגון יכולת התביעה שאינה נשללת מהמחזיקים, חיסכון בעלויות ניהול. חלופה זו, עשויה במקרים בהם קיימת סבירות גבוהה לכך שחלופת ההסדר תוביל ל-Recovery נמוך במיוחד, להביא תועלת גבוהה יותר עבור המחזיקים. לדעתנו, כיום לא נעשה שימוש מספיק בחלופה זו ובכך נפגעות זכויות המחזיקים.

מתוך הפירוקים שנבחנו, לא נמצאו תביעות כנגד בעלי שליטה, ו/או דירקטורים ו/או נושאי משרה בכירים, במסגרת פוליסת D&O. יש לציין, כי באופן כללי המחזיקים ממעטים להשתמש בכלי זה.

## 9. מבט צופה פני עתיד

בעבודה זו נסקרו 180 חברות, אשר הוגדרו על ידנו כבעלות "אג"ח בעייתית", אשר מתוכן 78 חברות נכללו באחת מארבע הקטגוריות שלהלן: פירוק, הסדר, הסדר מתגבש ואסיפה. יתר החברות (102) נכללו בקטגוריות שונות של 'תשואה גבוהה', אשר בעבודה זו הוגדרה מ- 8% ומעלה.

ביחס לכל 180 החברות נבחנו נתונים סטטיסטיים שונים, כגון ערך פארי, שיוך ענפי, מספר חברות לפי קטגוריות, קיומו של דירוג, רמת הדירוג וכד'. **מתוך כלל החברות שנבחנו, נמצאו 39 חברות לגביהן נחתם הליך של הסדר או פירוק אשר מרכיביו ידועים.** ביחס לחברות אלו נעשה ניתוח מקיף, בדגש על שיעור ה-Recovery. ניתוח זה מופיע בפרק 7 לעיל.

יתר החברות, לגביהן טרם הוחל בתהליך של הסדר ואשר נסחרות בתשואה של 15% ומעלה (ושאינן נכללות בקבוצת החברות שכבר בהסדר או פירוק), חולקו ל- 3 קטגוריות כמפורט להלן:

### א. חברות הנסחרות בתשואה של 15%-30% (ערך פארי כולל: כ- 29 מיליארד ש')

אברות, אדוונטק, אדמה הולדינג, אינטרנט זהב, איתי פיננסים, אלמוגים החזקות, אלעזרא, בי קומיוניקיישנס, בסר אירופה, גדות ביוכימיה, גיא ייזום, גינדי, דיסקונט השקעות, דלק, הכשרה החז' ביטוח, הכשרת הישוב, חנן מור, יאיר, כנפיים, ליברטי, מזרחי ובניו, מנופים, מעיין ונצרט, נתנאל גרופ, פאלאס תעשיות, פאנגאיה נדל"ן, פטרוכימיים, פלאזה סנטרס, פרו סיד, צאם, קרדן ישראל.

לגבי חברות אלו אנו מעריכים כי קיימת סבירות בינונית להגעה להליך של הסדר

### ב. חברות הנסחרות בתשואה של 30%-50% (ערך פארי כולל: כ- 12 מיליארד ש')

אי.אם.אס, אי.די.בי. אחזקות, אי.די.בי. פיתוח, אינוונטק, אלביט הדמיה, אן טי אס, בסר אירופה, גאון אחזקות, המשביר 365, ישראלום, לוי, מועדון 365, פטרוכימיים, קווינקו, קרדן אן.וי, רוזבאד, שלאג, אלביט הדמיה

לגבי חברות אלו אנו מעריכים כי קיימת סבירות גבוהה להגעה להליך של הסדר

**ג. חברות הנסחרות בתשואה של 50% ומעלה (ערך פארי כולל: 1.2 מיליארד ש"י)**

אורד, בסר פרויקטים, לוי, נאנט נדל"ן, סיאלו, קציר אג"ח

**לגבי חברות אלו אנו מעריכים כי קיימת סבירות גבוהה להגעה להליך של הסדר עם שיעור Recovery נמוך**

בנוסף, ישנן חברות שכבר נמצאות בהליכי הסדר ואשר נסחרות בתשואות של מעל 50% (ערך פארי כולל של כ- 5.2 מיליארד ש"י). קבוצה זו כוללת את החברות הבאות: איזי אנרגיה, אמפל, אקסטרא, דלק נדל"ן, טאגור, טאו, יפנאוטו, ישאל, סאני, סובריין נכסים, סנטרל יורופיאן, סקוילקס, פטרו גרופ, קמן אחזקות.

**ביחס לחברות אלו אנו מעריכים כי שיעור ה- Recovery יהיה נמוך**

**הערת מידע צופה פני עתיד:** המידע בפרק זה הנו מידע צופה פני עתיד. ההערכות לעיל מבוססות על תמונת המצב כפי שהשתקפה ב- 25 ליוני 2012 ביחס לתשואות האג"ח. אין כל ודאות כי תמונת מצב זו תישאר נכוחה ואין ביכולת אנטרופי להעריך מראש את ההתפתחויות הצפויות בשוק זה. לפיכך, תמונת המצב בעתיד יכולה להיות שונה באופן מהותי מכפי שמוצגת באמור לעיל.