



חברות המדורגות לאחר ביצוע הסדר חוב¹

דוח מיוחד | מרץ 2011

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

1

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

¹ מבוסס על דוח מתודולוגיה של מודיס: **Ratings Assigned to Non-Financial Corporates Emerging from Bankruptcy**, נובמבר 2010.

המשבר הפיננסי הגלובלי בשנים 2008-2009 הביא מספר רב יחסית של חברות אשר נכנסו להליכי הסדרי נושים ברחבי הגלובוס. דוח מיוחד זה מבוסס על נייר עמדה שפורסם על ידי Moody's בנובמבר 2010 שכותרתו ("Ratings Assigned to Non-Financial Corporates Emerging from Bankruptcy"), ונועד לבחון את התייחסותנו לדירוג חברות לאחר שעברו הליך הסדר נושים.

יובהר כי, דוח מיוחד זה מתייחס לתאגידים אשר אינם בגדר מוסדות פיננסיים.

1. שימוש במתודולוגיות דירוג זהות

ככלל, בדירוג חברה שעברה תהליך הסדר נושים, מידרוג עושה שימוש באותן מתודולוגיות דירוג הקיימות ומפורסמות ליתר החברות בהתאם לענף ופעילות החברה כך שלא קיימות מתודולוגיות דירוג פרטניות לגבי חברות אשר עברו הליך של הסדר נושים, באופן שאותם פרמטרים דירוגיים חלים עליהם.

יחד עם זאת, כאשר הסדר הנושים אינו נובע מטעמים אסטרטגיים, כגון: יצירת אמצעי לחץ מול רגולטורים או הקטנת חשיפה לתביעות עתידיות, כי אז, במסגרת הדירוג והערכת האשראי הכללית של החברה, תילקח בחשבון העובדה שהחברה עברה תהליך הסדר נושים, כחלק משיקולי ה-Track-Record של החברה. בנוסף, Moody's מכירה בכך שהנטייה הטבעית של האנליסטים הינה שמרנית בעת בחינת סיכויי אירוע הסדר נוסף.

2. בחינת הגורמים שהביאו את החברה להסדר הנושים - הבחנה בין הסדר חוב הנובע מפעילות החברה להסדר חוב אסטרטגי

כחלק מהערכת איכות האשראי של החברה יבחנו השיקולים אשר הובילו את החברה לביצוע הסדר נושים. כמו כן יבחן האם ביצוע הסדר הנושים וארגון החובות הקטין או ביטל את השיקולים אשר הובילו לביצועו.

לעיתים נדירות יתכן כי חברה בעלת פעילות מודול עסקי איתן תבחר באפיק של הסדר חוב כחלק מאסטרטגיה להתמודד עם תביעות משפטיות והתחייבויות תלויות או כטקטיקת מו"מ עם גופים רגולטורים. במקרים הללו, בד"כ, אותן חברות יצאו מחוזקות מתהליך הסדר הנושים עם פרופיל פיננסי ועסקי, חזק יחסית ובהתאם, דירוג גבוה יותר.

3. לפי בחינה סטטיסטית של Moody's מרבית החברות המדורגות לאחר הסדר חוב מדורגות בקבוצת ה-B, על פי סולם דירוג גלובלי

בדיקה של חברות לאחר הליכי הסדר חוב שדורגו מאז שנת 2000 שנערכה על ידי Moody's, וכללה מדגם של 84 חברות, מראה כי כ-78% מחברות המדגם דורגו בקבוצת ה-B כאשר כ-8% דורגו בקבוצת ה-Caa, 11% ברמת ה-Ba ויתרת ה-4% בקבוצת ה-Baa. יודגש, כי מדובר בדירוג על פי סולם דירוג גלובלי ולא מקומי.

ניתן ליחס את תוצאות המדגם לגורמים הבאים:

- הליכי הסדר החוב הינם תוצאה של תהליך המנסה לאזן את האינטרסים של הנושים אשר מחד, מעוניינים להגדיל, ככל שניתן, את שיעור השיקום (Recovery) של חוב החברה כלפיהם ומאידך, את אינטרס החברה להמשיך ולפעול כעסק חי (going concern business), תוך הקטנת לחץ החובות. נתוני המדגם מעידים על כך, כי בחלק ניכר מהמקרים, כתוצאה מהניסיון לאזן את האינטרסים הנ"ל, החברות מציעות נתונים פיננסיים, המאפיינים את חברות בקבוצת ה-B.



• הגורמים שהביאו את החברות להליכי הסדר הנושים כוללים לעיתים קרובות סוגיות שאינן קשורות לרמת המינוף של החברה, אלא מתבטאות בניהול חלש, תיאבון לסיכון ומודל עסקי חלש. פרמטרים אלו אינם מטופלים באופן פורמאלי במסגרת הליך הסדר החוב וככל שלא נעשה שינוי מבני באופן פעילות החברה, בד"כ, יוגבל הדירוג של החברה לקבוצת ה-B ומטה.

יצוין, כי מאפייני המבנה הריכוזי של הבעלות ושליטה בחברות בישראל, מאפייני הגופים המוסדיים המחזיקים חלק ניכר מחובות החברות בישראל ומעורבות בתי המשפט, עשויים לייצר דינאמיקה שונה בהליכי הסדרי החוב מזו המתוארת לעיל. מכיוון שמדגם החברות בישראל המדורגות לאחר הסדר חוב אינו מקיף, לא ניתן לייחס ערכים סטטיסטיים לקבוצת הדירוג המאפיינת חברות לאחר הליך הסדר חוב. מידרוג תבחן כל מקרה לגופו תוך מתן דגש לפרמטרים האיכותיים והכמותיים שהובילו להסדר החוב ולהשפעתן על החברה כיום.

דוחות מתודולוגיים:

<http://v3.moody's.com/Pages/default.aspx>: הדוח מפורסם באתר Moody's
[Ratings Assigned to Non-Financial Corporates Emerging from Bankruptcy](#), נובמבר 2010



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת ⁴שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (*Moody's*) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.