



# מאפייני הקובנטים באג"ח ספקולטיביות

דוח מיוחד | דצמבר 2012

מבוסס על נייר מחקר של Moody's:

Covenant Quality Scoring Criteria, May 16 2012

1

**מחבר:**

עמית ברון, אנליסט  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## מאפייני הקובננטים באג"ח ספקולטיביות

### הקדמה

מטרת הצבת קובננטים הינה לייצר בלמים ואיזונים במערך השיקולים של החברה בין העדפת בעלי המניות לבין העדפת המלווים - בעלי אגרות החוב או מלווים אחרים.

נהוג להבחין בין שני סוגים של קובננטים: Incurrence Covenants ו- Maintenance Covenants. הקובננטים מהסוג הראשון - "תנאי שימור" - מאפיינים הלוואות או אג"ח בדרגת השקעה והם מתמקדים ביחסים פיננסיים שונים שהמשקיעים דורשים שיישמרו לאורך זמן בטווח ערכים שהוגדר מראש. קובננטים אלו נבחנים באופן שוטף ובמועדים שסוכמו מראש. הקובננטים מהסוג השני - "תנאי פעולה", מאפיינים אג"ח בדרגה ספקולטיבית והם נבחנים כאשר החברה נוקטת פעולה מסוימת, למשל מגדילה חוב, מוכרת נכסים או מבצעת מיזוג. במובן מסויים, קובננטים מסוג "תנאי שימור" מחמירים יותר עם המנפיק מכיוון שהם אינם תלויים בביצוע פעולה מסוימת מצידו כמו בתנאי הפעולה, לכן הם מתאימים יותר למנפיקים באיכות אשראי גבוהה, המציגים תוצאות יציבות לאורך זמן. קובננטים מסוג "תנאי פעולה" מתאימים למנפיקים בדרגה ספקולטיבית, לגביהם האינטרס העיקרי של המשקיע הוא לשמור על תזרים יציב מפעילות הליבה של המנפיק בד בבד עם השאת שיעור ההשבה (recovery rate) של השקעתו באמצעות שמירה על ערכם של נכסי החברה ומניעת זליגת נכסים.

ניתוח אג"ח ספקולטיביות (High Yield Bonds) הינו בעל דגשים שונים מאוד בהשוואה לניתוח אג"ח בדרגת השקעה. בשל הסיכון ההתחלתי הגבוה, המשקיע באג"ח מסוג זה מבקש להבטיח כי המנפיק ישמור על מדיניות סולידית אשר לא תסכן את סיכוי פירעון האג"ח ולשם כך מבקש חבילת קובננטים אשר תגדיר מראש את מרחב התמרון של ההנהלה על גבי הציר שבין טובת בעלי המניות, אשר מעוניינים בתשואה על נכסיהם, לבין מחזיקי האג"ח, אשר מעוניינים בהבטחת פירעון האג"ח במועדן. מחד מחזיקי האג"ח מגבילים את חופש הפעולה של המנפיק; מאידך חבילת הקובננטים מעניקה למשקיע מימד של ביטחון בהשקעה מסוכנת ממילא ובכך מאפשרת לחברות בתקופה כלכלית קשה הזדמנות לגיוס הון מהמגזר החוץ בנקאי.

שוק האג"ח הספקולטיבי הישראלי הינו שוק צעיר לעומת מקביליו בעולם. בארה"ב לדוגמא, הונפקו בשנת 2011 אג"ח ספקולטיביות בהיקף של כ - 224 מיליארד דולר אשר היוו כ 22% מסך ההנפקות באותה שנה<sup>1</sup>. בשל מגבלות גודל, בישראל לא קיים שוק נפרד, משוכלל ומדורג לאגרות חוב ספקולטיביות. ההיגיון בקיום שוק שכזה הינו התשואה הגבוהה למשקיע אשר ניתן לשלבה בתיק מפוזר.

כיום יותר מבעבר, בנוסף ליחסים פיננסיים מסורתיים נדרש המשקיע הסביר לבדוק באיזו מידה שטר הנאמנות מגן עליו באמצעות קובננטים אשר יבטיחו מרחב מצומצם למנפיקים, אשר בו הם יוכלו לנצל הזדמנויות אשר עלולות להרע את מצבם של מחזיקי האג"ח. קובננטים אלו הינם אמצעי להפחתת אי הוודאות במגרש הספקולטיבי שבו אי הוודאות גבוהה באופן אינהרנטי. הקובננטים גם עשויים לסייע למחזיקי האג"ח במקרה של כניסה לתהליך של הסדר חוב.

בדו"ח זה נסקור את קבוצות גורמי הסיכון העיקריים אשר ניצבים בבסיס הקובננטים ואת מידת ההגנה של הקובננטים בפני סיכונים אלו. כמו כן נציג השוואה של ציוני איכות הקובננטים בין השוק האמריקאי, האירופאי והקנדי, כפי שמבוססת על עבודתה של Moody's בשווקים השונים.

### הערכת איכות הקובננטים

על מנת לבחון מהי מידת האפקטיביות של קובננטים הקיימים במסמכי אג"ח או הלוואות, פיתחו בסוכנות הדירוג Moody's מתודולוגיה המאפשרת להעניק ציון איכותי לקובננטים אשר המנפיק מחויב להם במסגרת שטר נאמנות של אג"ח או הסכם הלוואה (Covenant Quality Scoring). הערכת איכות הקובננטים נועדה לענות על הצורך של משקיעי אג"ח ספקולטיביות לדרג באופן יחסי את החוזק והאפקטיביות של הקובננטים להם מחויבים מנפיקי האג"ח.

<sup>1</sup> מקור: Cifma.org



הקריטריונים להערכה זו מבוססים על ניתוחים שביצעה Moody's על שטרי נאמנות והלוואות של אג"ח ספקולטיביות בארה"ב, קנדה, אירופה, אמריקה הלטינית ואסיה החל משנת 2006.

באופן כללי ניתן לחלק את הקובנטים לשש קבוצות בהתאם לסוגי הסיכונים עמם הם מתמודדים, כדלקמן:

- (1) חלוקת מקורות לבעלי המניות
- (2) השקעות בנכסים מסוכנים
- (3) רמת מינוף
- (4) מבנה השעבודים
- (5) נחיתות מבנית
- (6) שינוי בשליטה

האתגר הגדול העומד בפני המשקיע בבואו לבחון את שטר הנאמנות או ההלוואה הינו הערכת "חוזק" הקובנט, ככל שקיימות החרגות לקובנט ודרכים לעוקפו הרי שניתן להגדירו כפחות אפקטיבי ומכאן פחות איכותי. בדו"ח זה ננסה להסביר את השיקולים המנחים בקביעת האיכות והחוזק היחסי של חבילת הקובנטים, ע"י סקירת ששת גורמי הסיכון שלעיל, הקובנטים הבאים לגדר אותם והצבעה על הדרכים לעקוף את אותם.

## ששת גורמי הסיכון

### 1. חלוקת מקורות לבעלי המניות

חלוקה של מזומנים/נכסים אחרים לבעלי המניות הינה כלי לגיטימי ונפוץ של בעלי המניות אשר מונעים מהרצון להשיא את רווחיהם. בכך ובכך, צעד זה מהווה סיכון נפוץ ביותר עבור מחזיקי האג"ח ועומד בדרך כלל בסתירה לשאיפת מחזיקי האג"ח לתזרים מזומנים עקבי ובר קיימא אשר ישרת את תשלום החוב.

קיימים שני סוגי קובנטים אשר מגנים על משקיעי האג"ח מפני סיכון זה; הראשון והמהותי יותר, עליו יורחב בהמשך, הינו הגבלת חלוקות. קובנט זה מגביל את משיכות המזומנים או נכסים אחרים מצד בעלי המניות בדרך של תשלום דיבידנדים, פירעון הלוואות בעלים, דמי ניהול ועוד.

הסוג השני הינו הגבלה על עסקאות עם צדדים קשורים, אשר עלולה להוות סוג של חלוקת נכסים מוסווית. האפקטיביות של קובנט זה נמדדת ביכולת האובייקטיבית של המנפיק לבחון את הוגנות העסקאות, בד"כ ע"י פרקטיקה הנהוגה של אישור עסקאות שכאלה ע"י דירקטורים חיצוניים, קבלת חוות דעת מצד שלישי לגבי כדאיות העסקה וכיו"ב.

הקובנטים הנ"ל באים לסכל את האפשרות של הנהלת החברה לנקוט בצעדים שיובילו לזליגת ערך מהחברה, דבר אשר עלול לגרום לחוסר בניזילות ולהגדלת הסיכון למחזיקי האג"ח. עם זאת, על מנת לאזן בין האינטרסים של בעלי המניות למחזיקי האג"ח בד"כ ניתנת החרגה בקובנט המאפשרת להנהלת החברה לבצע השקעות ולחלק דיבידנדים באחוזים מסוימים כל עוד המקור לחלוקה נובע מרווחים אשר נוצרו לאחר הנפקת האג"ח ולא מעודפים היסטוריים עליהם הסתמכו מחזיקי האג"ח בעת הנפקה המקורית.

### תנאים לחלוקה וסל תשלומים מותר

קובנט מסוג הגבלת תשלומים קובע איסור על חלוקה של דיבידנדים ו/או רכישה עצמית של אג"ח או מניות (של החברה או של חברות הבנות) וכן של תשלומים לזכאים נחותים (Junior Claimants) או השקעות מחוץ לתאגיד. עם זאת, בד"כ יינתנו החרגות לקובנט בהינתן מספר תנאים מצטברים, כגון. תנאי של שימור יכולת הגדלת החוב הפיננסי ביום לאחר החלוקה (לפיו ביצוע התשלום לא יוביל לאי עמידה באמות מידה פיננסיות מול מי מהמממנים), תנאי לפיו התשלום לא יוביל למצב של חדלות פירעון (Default) וכן תנאי כי המנפיק מצגי רווח ועודפים חיוביים אשר יתבטאו ביחס בין הרווח לסך הנכסים.



סל ההכנסות הטיפוסי לטובת חלוקה יכלול בדרך כלל את המרכיבים הבאים: 50% מהרווח הנקי, תשלומים על בסיס תוספות להון המניות (כגון מימוש אופציות) ותשלומים כנגד מימוש השקעות אשר בוצעו לאחר הנפקת האג"ח. ההיגיון מאחורי הסעיף האחרון הינו כי רווחים ממיזמים אשר לא היו קיימים בעת הנפקת האג"ח מהווים מקור רווח אקסוגני לפעילות הליבה של החברה עליה מחזיקי האג"ח מסתמכים לשירות החוב. עם זאת, המעקב אחר התפתחות מקורות הסל והיקפם הכספי הינו מורכב למדי.

קיימת חשיבות לקביעת מועד תחילת הצבירה בסל החלוקה המותר. ככל שהמועד הקובע לצבירת הסל מקדים את הנפקת האג"ח, כך גדל הסיכון וזאת מאחר ומדובר בחלוקה על סמך ביצועי העבר ללא תלות בביצועים העתידיים של החברה, דבר אשר עלול לפגוע באיתנות החברה.

## 2. השקעות בנכסים מסוכנים

לבעלי המניות קיים אינטרס אינהרנטי להשקיע בנכסים אשר יניבו תשואה גבוהה. ואולם, אינטרס זה מתואם בדרך כלל עם גידול בסיכון, אשר בתורו עלול לפגוע בוודאות פירעון החוב למחזיקי האג"ח. בשעת מצוקה החברה עלולה למכור נכסי ליבה או להיגרר להשקעה בנכסים מסוכנים עוד יותר. המרוץ אחר התשואה מצוי בקונפליקט עם האינטרס של מחזיקי האג"ח, אשר מצפים לתזרים קבוע הנובע מפעילות ליבה יציבה של החברה.

קיימים מספר קובננטים המגדרים סיכון זה:

א. הגבלת מיזוגים ורכישות - קובננט זה בא למנוע זליגה של תשלומים במסווה של השקעות, דוגמת מיזוגים ורכישות ספקולטיביים בקנה מידה גדול. בד"כ קיימות החרגות בקובננט אשר מאפשרות למנפיק גמישות בהשקעה בתחומי הליבה של החברה כחלק ממהלך העסקים הרגיל של החברה. כמו כן, בדרך כלל קיימת מגבלה על יכולת המינוף הנוספת של החברה בעקבות מיזוגים ורכישות. ככל שהחרגות אלו מקלות, הדבר מוביל לגידול בסיכון לבעלי האג"ח. הסיכון המקסימאלי הינו כאשר אין הגבלות על השקעות מסוכנות (נפוץ בתחום האנרגיה) או כאשר ניתן להשקיע בהשקעות מסוכנות למעלה מ- 20% מסך הנכסים. בנוסף, בדומה למגבלת החלוקה, ככל שהסל לטובת השקעות אסורות מקדים את הנפקת האג"ח, הסיכון גדל.

ב. הגבלות על מכירת נכסי החברה - העיקרון בבסיס קובננט זה הינו להבטיח כי לא יועמדו בסכנה נכסים אשר מהם נגזר פוטנציאל יצירת המזומנים ארוך הטווח של החברה, אשר בתורו משרת את החוב לבעלי האג"ח. כמו כן הקובננט בא למנוע מצב בו חברות במצוקה עלולות למכור נכסי ליבה על מנת לשלם דיבידנדים ובכך להקריב את העתיד על חשבון הטווח הקצר. הקובננט מגביל את השימוש ברווחים הנובעים ממכירת נכסים ובמבקש להבטיח כי אלו יושקעו מחדש בנכסים שימשו לפעילות הליבה בטווח הזמן הארוך, על פני נכסים שוטפים. כך למשל, החברה לא תוכל למכור ציוד ורכוש קבוע וכן תוגבל בהיקף ההשקעה במלאי (נכס שוטף). קובננט חזק קובע מגבלה לפיה 70%-80% מתקבולי מימוש הנכס יושקעו מחדש בנכסים המייצרים תזרים לזמן ארוך, וזאת תוך פרק זמן מוגבל ממועד ה מימוש. קובננט חלש מחריג את המגבלה על השקעות בנכסים שוטפים, למעשה מקל על החברה להקריב תזרים פרמננטי ארוך טווח לטובת שימושים קצרי טווח.

ג. הגבלת פעולת מכירה וחכירה מחדש ("Sell & Lease-Back") - מכירה של נכסי ליבה בהפעלת העסק והשכרתם מחדש כמוה כהקדמת רווחי הון ותזרים, על חשבון תזרים עתידי. בדומה לקובננט המגביל את שימוש החברה בנכסיה, יש צורך להגביל את מכירת הנכסים אשר מהם נוצר התזרים הפרמננטי לשירות החוב וכן ליעד כספים הנוצרים מפעולה שכזו לתשלום החוב או להשקעה חוזרת בפעילות הליבה.

ד. הגבלה על תחום עיסוק החברה והחברות הבנות - זוהי הגבלה יותר "רכה" במהותה. מרבית הקובננטים בדרך כלל אינם לוכדים במישרין מאפיינים איכותיים בתפקוד החברה, כגון: מדיניות הנהלה, כיוון אסטרטגי, שינוי בתיאבון לסיכון וכיו"ב. סביר להניח כי בעת הנפקת האג"ח המשקיעים ראו לנגד עיניהם עסק אשר פועל בענף בעל מאפייני סיכון מסוימים. לרוב, הגבלה על תחום הפעילות כוללת גמישות להנהלה לפתח את החברה לכיוונים משיקים, משלימים או קרובים לפעילות הקיימת באופן סביר. במידה ולא קיים קובננט שכזה הדבר פוגע במקצת בסיכון ההשקעה.

כאשר הנהלת חברה בוחרת כמדיניות להגדיל את המינוף לאחר מועד הנפקת האג"ח היא מקטינה את המקורות העתידיים לתשלום החוב ומגדילה את הסיכון למחזיקי האג"ח. עפ"י רוב, הנהלה אשר נוקטת במדיניות של מינוף תמקד את מאמציה במיזמים אשר מאופיינים בהשגת תשואה גבוהה הכרוכה בחשיפה לסיכון. בנוסף, חוב חדש עלול לפגוע במעמדם של מחזיקי האג"ח בסדר הקדימויות של הנושים השונים. האינטרס של מחזיקי האג"ח הינו לקבוע קובננטים אשר מגבילים את המינוף בהתייחס לפרמטרים הבאים:

א. המינוף ההתחלתי במועד הנפקת האג"ח - למרות שרמת המינוף של החברה ידועה לרוכשי האג"ח, עם הנפקת ישנה חשיבות לפרופיל הסיכון אשר נגזר ממנה. ככל שרמת המינוף ההתחלתית נמוכה יותר ינתן לחברה מרחב תמרון גדול יותר. על חברה בעלת מינוף התחלתי גבוה תוטל הגבלה קשיחה יותר.

ב. כרית הביטחון הנובעת ממיצוי יחסי כיסוי החוב (חוב ל Ebitda או הוצאות מימון ל Ebitda) - סך המינוף אשר ניתן לקבל מבלי לפגוע בהתניות כיסוי החוב הינו גורם משמעותי בקביעת סיכון המינוף ונותן לחברה מרחב תמרון מסוים.

ג. פוטנציאל "עקיפת מגבלות" כאחוז מתוך סך הנכסים - דרך אחת לעקוף את הקובננט הינה באמצעות גיוס "Contribution Debt", שהינו חוב המלווה בהזרמת הון עצמי לחברה. ניתן לראות גיוסים שכאלה בעיקר בחברות פרטיות. יחס חוב/אקוויטי של 1:1 נחשב סולידי ואילו יחס חוב/אקוויטי של 2:1 נחשב אגרסיבי. למרות הגידול האבסולוטי בחוב, הדבר אינו מרע בהכרח את יחס המינוף של החברה. עם זאת, גיוס שכזה עלול להעלות את הסיכון למחזיקי האג"ח מאחר והוא מאפשר לחברה לגייס חוב חרף תזרים מזומנים חלש אשר אינו תומך בפירעונו של החוב. צורה נוספת שבה ניתן להגדיל את החוב הינה רכישה של חברה אשר קיים בה חוב. במקרה זה יש לבחון על בסיס פרופורמה האם הרכישה תרע את היחסים הפיננסיים ויחסי הכיסוי כדי לקבוע מהי ההשלכה על סיכון המנפיק.

ד. סיווג מחדש של חוב - קיימות החרגות לחוב הפיננסי אשר יוצרות סלים ייעודיים המאפשרים מינוף עד רמה מסוימת. ככל שקיימת לחברה היכולת לשנות את סיווג החוב ו"לפנות מקום" באחד הסלים, החברה תוכל לנצל הקלות בסל ולגייס חוב נוסף. ככל שהקובננט הקיים מונע גמישות זו הרי שהוא אפקטיבי יותר.

ה. התאמות ל Ebitda (רווח נקי בתוספת פחת, הפחתות, מימון ומיסים) - ככל שה Ebitda "טהור" יותר, איכות הקובננט גבוהה יותר בשל העובדה שלהנהלת החברה פחות שיקול דעת על מנת לשפר את יחסי הכיסוי לטובת גיוס חוב נוסף. לעיתים הקובננטים מתבססים על חישוב EBITDA הכולל שורה של תוספות, כמו למשל קיזוז הוצאות המוגדרות ע"י ההנהלה כחד פעמיות התאמות אלו נחשבות בדרך כלל כפחות שמרניות.

ו. קובננט מיזוג - קובננט המיזוג מגן מפני מינוף יתר של החברה כתוצאה מהליך מיזוג. באם כתוצאה ממיזוג נכסי החברה יועברו לידי צד שלישי, מחזיקי האג"ח ירצו כי הדבר יותנה בעמידה ביחסים פיננסיים מסוימים. בנוסף, רצוי כי החוב "יעקוב" אחר הנכסים אשר יוצרים את תזרים המזומנים אשר משרת את אותו חוב. במידה והמנפיק ירצה להתחיל בהליך מיזוג הוא ידרש להציג נתוני פרופורמה המראים כי היחסים הפיננסיים שלו לא הורעו וכי הוא עומד ביחסי הכיסוי.

#### 4. מבנה השעבודים

סיכון זה מתייחס ליכולת של החברה לקבל מימון המגובה בשעבודים עדיפים על אלו של בעלי האג"ח. מצב זה מעלה את תוחלת ההפסד למחזיק האג"ח במקרה של חדלות פירעון. לחברות בדירוג נמוך לרוב אין אפשרות לקבל מסגרת אשראי ללא ביטחונות. ככלל אצבע, מרבית האג"ח אשר להן תשואה גבוהה אינן מגובות בביטחונות ולכן חשוב להבטיח כי חוב האג"ח לא יהיה נחות לחוב אחר. הקובננט מגביל את יכולת המנפיק ליטול חוב בעל ביטחונות עדיפים על אלה של מחזיקי האג"ח. במקרים מסוימים הקובננט מאפשר העמדת שעבודים בהתקיים יחסי כיסוי מסוימים.

פרמטרים חשובים אשר נבחנים הינם:

א. מבנה השעבודים ביום הנפקת האג"ח - זוהי נקודת הפתיחה העומדת בפני המשקיעים. לחברות בעלות שיעור נמוך של חוב אשר מובטח בשעבודים יש יותר מרחב תמרון לטווח הארוך. ככל שהיחס בין החוב המובטח ל Ebitda גבוה יותר, כך איכות האג"ח נמוכה יותר מכיוון שהאג"ח נחות כלפי החוב המובטח.

היכולת לגייס חוב בכיר על פני האג"ח - זהו הסיכון לדחיקת חוב האג"ח במורד מפל קדימויות החוב. ניתן להעריך את מידת סיכון זה ע"י כריות הביטחון של האשראי הקיים - בכמה החוב הבכיר יגדל עד לגבול העליון של יחסי הכיסוי. בדומה לשאר הקובננטים אשר נוגעים לקבלת חוב, ככל שההשפעה הינה לאחר יום הנפקת האג"ח כך יינתן לה משקל כבד יותר מאחר והדבר פוגע בשווי לטווח ארוך של האג"ח.

## 5. נחיתות מבנית

נחיתות מבנית הינה דרך נוספת של מנפיקים להרחיק בעלי אג"ח במורד מבנה ההון במקרה של מימוש נכסים. כמו כן הדבר פוגע בשווי האג"ח כאשר נמכר למשקיע משני (לאחר ההנפקה המקורית). סיכון זה משמעותי ביותר באירוע של חדלות פירעון. יש חשיבות לא רק למבנה הפורמאלי אלא גם למקור התזרימים לטובת החוב ומיקום הנכסים אשר מימושם ישרת את החוב. ככל שתזרימים ונכסים אלו מרוחקים מהמנפיק כך הסיכוי להיפרע מהם קטן.

קיימים מספר גורמים אשר יעצמו סיכון זה:

- א. הגבלות על העברת דיבידנדים משלוחות במעלה המבנה הפיננסי אשר אמורות לשרת את האג"ח - למשל הגבלה על העברת דיבידנדים שהושטו על חברות בנות בעת גיוס אשראי.
- ב. היכולת של צדדים שלישיים (כגון בעלי חלק המיעוט) לשלוח בתזרים המזומנים החופשי.
- ג. תביעות ספקים של חברות בנות אשר חובם בכיר על פני חוב האג"ח.

בבואנו לבחון את מידת הסיכון המבני יש לבדוק מהו אחוז הנכסים ותזרים המזומנים המיוחס לחברות אשר אינן מבטיחות את החוב (כגון חלק מחברות בת או כולן), האם הקובננט מגביל את חוב חברות הבת ע"י הצבת מגבלת יחסי כיסוי/ סכום והאם הקובננט מגביל גיוס חוב ע"י חברות בנות חדשות.

## 6. שינוי בשליטה כתוצאה מאירוע מהותי

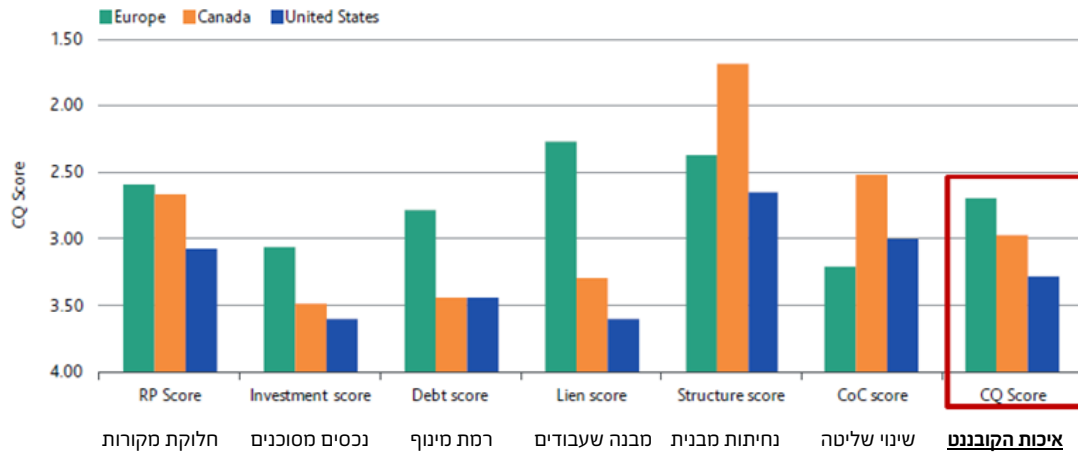
סיכון זה עוסק בשינוי של בעלות או הנהלה של חברה כתוצאה ממיזוג, רכישה, מכירת נכסים וכיו"ב אשר יוצר שינוי בהערכת הסיכון האג"ח.

על מנת לגדר סיכון זה ניתן לקבוע כי תינתן למחזיקי האג"ח אופציית מכר (Put) על האג"ח ברשותם אשר ניתן יהיה לממשה אם וכאשר יחול שינוי מהותי בהרכב ההנהלה/בעלי המניות של החברה. אופציה זאת נותנת לבעליה את היכולת לבחון האם השינוי בשליטה ובמבנה הפיננסי חושף אותם לסיכונים מעבר להערכתם הראשונית בעת הנפקת האג"ח. מאחר והאופציה מכסה את סכום הקרן היא מגינה על בעל האג"ח יותר מקובננטים אחרים המגנים על סיכונים מרכזיים וכלליים.

## השוואה בינלאומית - שונות במאפייני חבילות הקובננטים בשווקים שונים בעולם

ציון איכות הקובננטים (CQ Score) שקובעת Moody's מורכב משקלול הציונים שניתנים בנפרד לכל אחד מששת גורמי הסיכון. על פי הממצאים של Moody's המתייחסים לכ-180 אגרות חוב שהונפקו החל מתחילת שנת 2011 ועד מאי 2012 במדינות שונות, ניכרת שונות במאפייני חבילות הקובננטים בשווקים שונים בעולם. בהשוואה בין הציונים לאג"ח שהונפקו באירופה, בארה"ב ובקנדה ניתן לראות כי האג"ח האירופאיות זכו לציון טוב יותר בהשוואה לאג"ח אמריקאיות וקנדיות בחמש מבין שש קבוצות הסיכון וכן בציון הכולל. אג"ח שהונפקו בארה"ב מאופיינות בציונים חלשים באופן מובהק מאלו האירופאיות וזאת במרבית הקטגוריות.

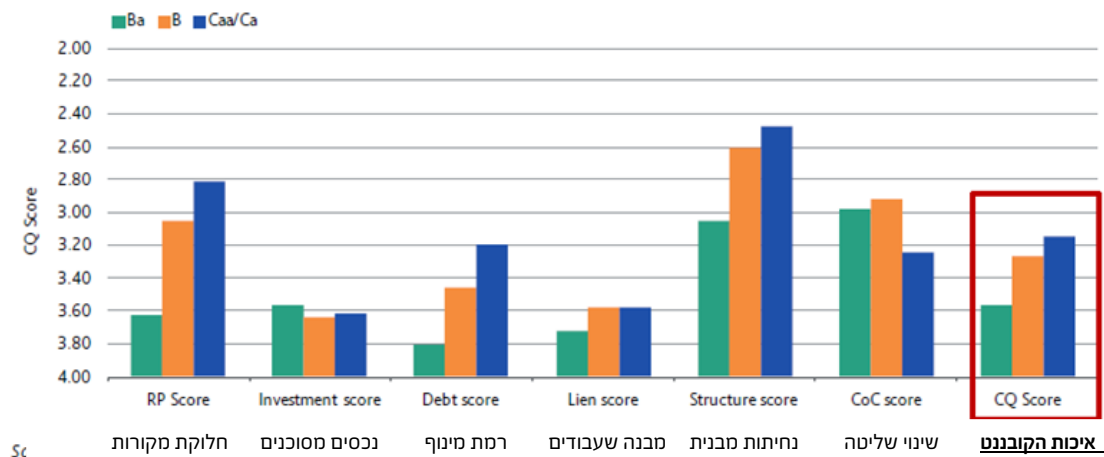
CQ Scores By Region, Jan. 2011 - May 2012 (Lower CQ Score Means Higher Quality)



Source: Moody's High-Yield Covenant Database

המדד לאיכות הקובננטים אינו תחליף לדירוג אלא מדד משלים לאנליזה עצמאית בידי המשקיעים. עם זאת קיים בד"כ מתאם שלילי בין ציון הדירוג של המנפיק לחבילת הקובננטים אשר הוא מציע: ככל שדירוגו נמוך יותר המשקיעים ידרשו הגנה גבוהה יותר.

US CQ Scores by At-Issuance Rating Category: Jan. 2011 – May 2012



תאריך הדוח: 16.12.2012



דו"ח מספר: CFCQ070912000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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](http://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 מניפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים 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.