



הנפקות חברות הנדל"ן האמריקאיות בישראל על רקע פרשת אורבנקורפ

יוני 2016

איך הכל התחיל

- לסר – הפגישה הראשונה ובעיית המיסוי
- הפתרון באמצעות תאגיד מדווח שקוף (עוד נחזור לחוסר המשמעות של איי הבתולה)
- הרציונל הראשוני – גיוס האג"ח במקום לחברה ישראלית שתשקיע בחו"ל לבד או שתשקיע אצל שחקן זר ותשלם לו תשואה עודפת, לשחקן הנדל"ן הזר עצמו (לדוגמה – ביג מתרחבת לארה"ב)
- הרעיון לבצע הנפקות אג"ח כמו שאנחנו מכירים תוך הפקת לקחים ושיפור



מבנה טיפוס של חברת נדלן מניב שגייסה אג"ח קונצרני

– ADO כדוגמא

הקבוצה עוסקת, באמצעות חברות נכס, ברכישה של בנייני מגורים בעיר ברלין שבגרמניה, ניהולם, פיתוחם, תחזוקתם והשכרתם.

A.D.O Group LTD

אג"ח קונצרני שהונפק בישראל
(חוב לקאפ כולל של 65%)

חברה המאוגדת בלוקסמבורג (רשומה
למסחר בבורסת פרנקפורט)

ADO Properties S.A (Lux)

חברות נכס

חברות נכס

חברות נכס

משכנתא ראשונה ברמת הנכס. יחס LTV של 45%-65%

Deutsche Bank



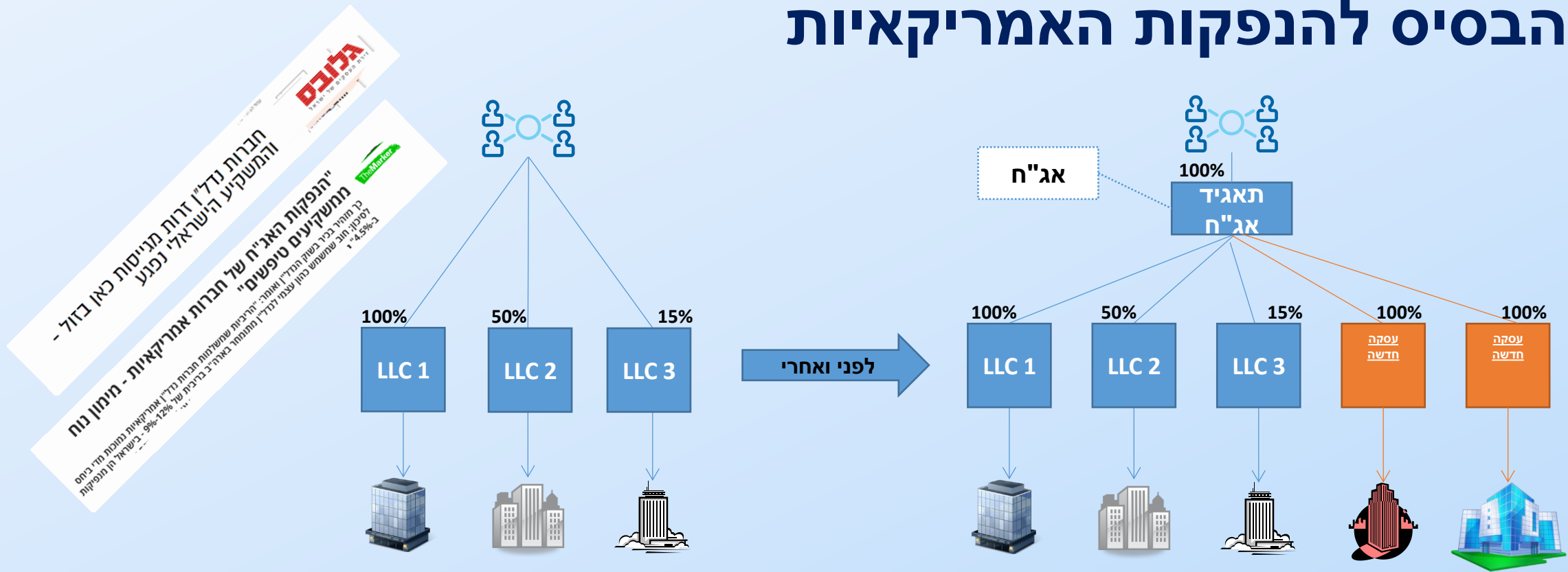
COMMERZBANK



Deutsche Bank



הבסיס להנפקות האמריקאיות



- התובנה הבסיסית – שוק הנדל"ן האמריקאי מאופיין בהחזקה ישירה בחברות נכס בלי מימון ברמת התאגיד מטעמים היסטוריים "תרבותיים"
- הרה ארגון – יצירת מבנה חברת האחזקות והגעה למצב זהה לחברות נדלן ישראליות במבנה "קלאסי"
- השוואה לא רלוונטית לחוב "מזנין" – סיכון נכס בודד מול סיכון תיק נכסים

איי הבתולה וסוגיות משפטיות בנשייה

• הפתרון שנמצא – התחייבויות החברה ובעלי השליטה

• פס"ד בית המשפט העליון - סיביל ג'רמני

• החלטת אורנשטיין בעניין אורבנקורפ

• נדל"ן בחו"ל – ברמת הנכס הבודד הדיון יהיה תמיד במדינה בו נמצא הנכס עם עדיפות לחוב הבכיר

• "ישראליות" – איי.די.או, גזית גלוב,

אלרוב (70% חו"ל), סאמיט, אלוני חץ, אדגר (65% חו"ל), כלכלית, אספן (66% חו"ל)

סמכות ייחודית

34.

בית המשפט היחידי שיהיה מוסמך לדון בעניינים הקשורים בשטר זה על נספחיו ובאגרת החוב המצורפת כנספח לו יהיה בית המשפט המוסמך בתל-אביב-יפו.

החברה, בעלי השליטה נושאי המשרה בחברה לא יתנגדו לבקשת הנאמן ו/או מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') אשר תוגש בבית משפט בישראל להחלת הדין הישראלי לעניין פשרה והסדר וחדלות פירעון, ככל שתוגש, לא יפנו ביוזמתם לבית משפט מחוץ לישראל בכדי לקבל הגנה מפני הליך הנקט על ידי הנאמן ו/או מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') של החברה, וכן לא יתנגדו אם בית משפט בישראל יבקש להחיל את הדין הישראלי לעניין פשרה והסדר וחדלות פירעון.

כמו כן החברה, בעלי השליטה ונושאי המשרה בחברה מתחייבים באופן בלתי חוזר שלא להעלות טענות כנגד סמכותו המקומית של בית המשפט בישראל בקשר עם הליכים שיוגשו על ידי הנאמן ו/או מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') של החברה כאמור לעיל.

מתוך שטר נאמנות דה זראסאי אג"ח ג' – מרץ 2016

אני ממנה את עו"ד גיא גיסין לבעל תפקיד ב-Urbancorp Inc. ומקנה לו הסמכות להפעיל את סמכויות החברה, וזאת לכל הפעולות האמורות להלן:

- ✦ לאתר, להתחקות ולתפוס את כל נכסי החברה, מכל מין וסוג שהוא, ובכללם כספיה וזכויותיה בחברות הבנות.
- ✦ להפעיל את כוח השליטה של החברה בחברות הבנות.
- ✦ לקבל את כל המידע, מכל מין וסוג שהוא, על פעילות החברה, על רכוש ועל זכויותיה. הוא הדין בחברות הבנות;
- ✦ לבוא בדברים עם הנאמן לחברות הבנות, ולשם כך גם לפנות לבית המשפט הקנדי כנציג מוסמך של החברה;
- ✦ להתחקות אחר פעולות החברה עובר לתשקיף ולאחריו.

מתוך החלטת השופט אורנשטיין בעניין אורבנקורפ – אפריל 2016

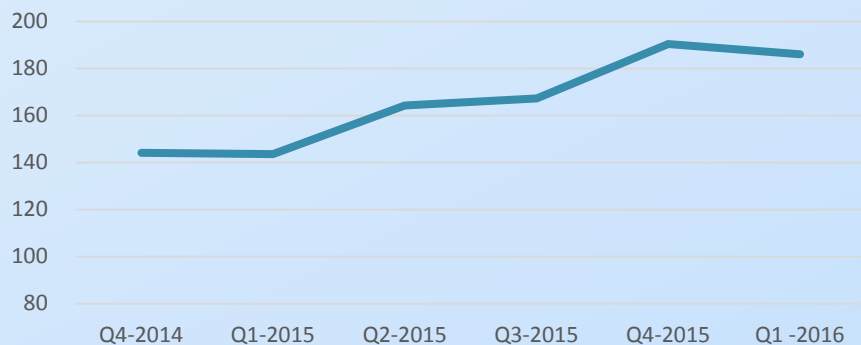
התבוננות בשוק החוב הישראלי הסחיר: תלות כבדה במחזור חוב בשוק ההון

- הקלות הבלתי נסבלת של הגיוס – העדר אלטרנטיבות, עודף כסף והכרות עם בעלי הבית, יחד עם מבנה המימון הבנקאי של נכסים מניבים בישראל שדורש החזר קרן גבוה ביחס למקובל בחו"ל דוחפים למימון יתר באג"ח
- המעגל המסוכן של דרוג החוב: לצורך דרוג השקעה יש להניח מחזור אג"ח בשוק ההון כאשר לצורך מחזור אג"ח בשוק ההון צריך דרוג השקעה
- גיוס קל של אג"ח דוחף לכיוון נדל"ן פיננסי המבוסס על מחזורים בשוק ההון ולא ליצירת ערך תוך יצירת מקורות פנימיים לשרות חוב ברמת התאגיד
- שוק ההון תנודתי ועשוי להיות סגור לפרקי זמן למחזורים. בנוסף עליה בתשואות ושיקולים נוספים לא כלכליים של המשקיעים עשויים ליצור בעיות במחזור שלא קיימות בבנקים

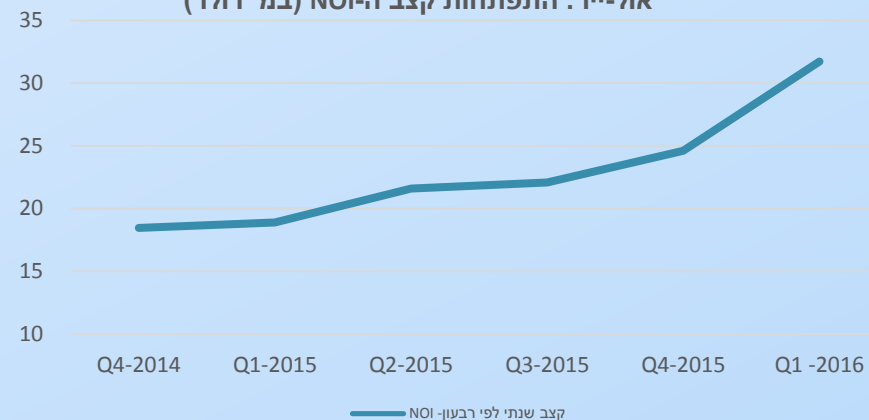
הלקחים בחברות הנדל"ן האמריקאיות – המודל הפיננסי מבוסס על החזרי קרן האג"ח ממקורות שמייצרת החברה ולא על מחזור בשוק ההון

- חברות הבנויות ככלל על שילוב של נדל"ן מניב עם יחסים פיננסיים טובים עם מרכיב של יצירת ערך (בהיקף סביר ביחס לכלל התיק)
- החברות בנויות על מודל עסקי שמגדיל את מקורות החברה לשרות החוב ומקטין את התלות בשוק ההון

אול-ייר: התפתחות ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות החברה
(במ' דולר)



אול-ייר: התפתחות קצב ה-NOI (במ' דולר)



הלקחים בחברות הנדל"ן האמריקאיות – המודל הפיננסי מבוסס על החזרי קרן האג"ח ממקורות שמייצרת החברה ולא על מחזור בשוק ההון דוגמא ליצירת ערך - אול-ייר

FRANKLIN 608

עלות הקמה צפויה (כולל קרקע) 51 מ' דולר

שווי צפוי כ-100 מ' דולר

מקורות חדשים לשירות אג"ח:

NOI צפוי 5 מ' דולר

ריפיינס (החלפת הלוואת הבניה בהלוואה פרמננטית בהיקף גבוה יותר תוך משיכת כסף לקרפורייט)



1,000 BROADWAY

עלות הקמה (כולל קרקע) כ-10 מ' דולר

שווי לאחר סיום הקמה ואכלוס כ-25 מ' דולר

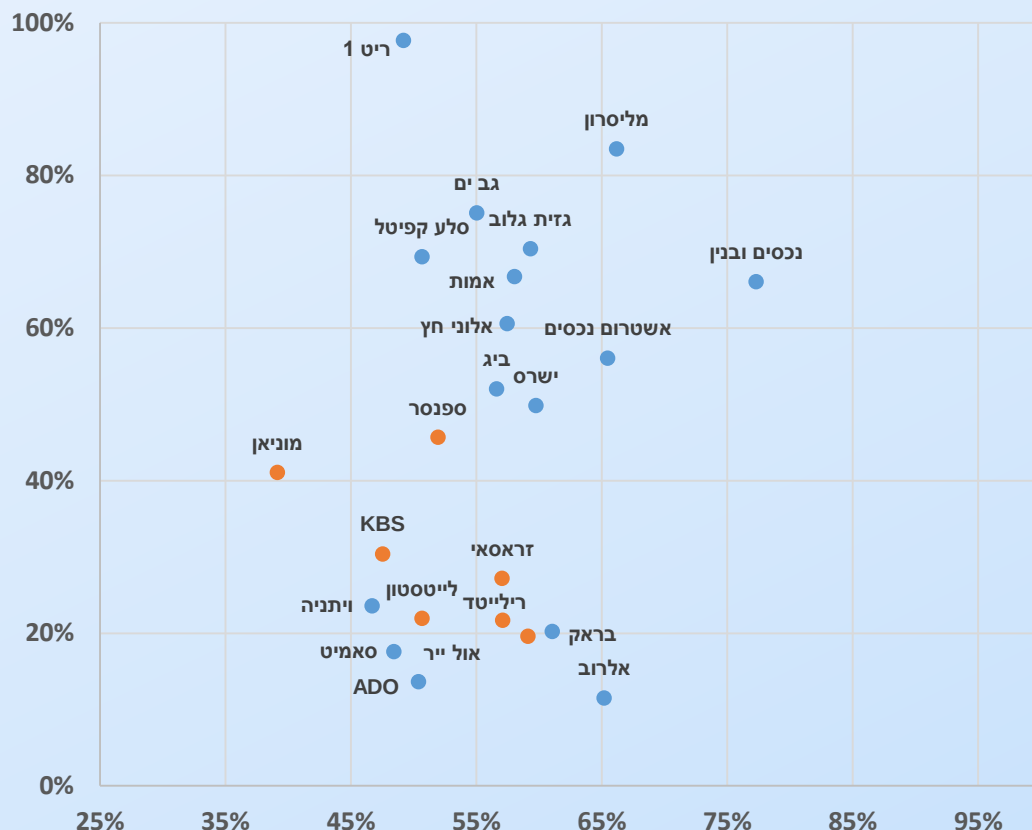
מקורות חדשים לשירות אג"ח:

NOI 1.6 מ' דולר

ריפיינס (החלפת הלוואת הבניה בהלוואה פרמננטית בהיקף גבוה יותר תוך משיכת כסף לקרפורייט)



הלקחים בחברות הנדל"ן האמריקאיות - יחס חוב ברמת התאגיד



בציר ה- X : רמת המינוף (חוב לקאפ (חוב+הון) ברוטו)
 בציר ה- Y : פרופורציית החוב (חוב אג"ח לסך החוב)
 בכתום - חברות אמריקאיות

- בחלק מחברות הנדל"ן ה"ישראליות" קיימת תופעה של פרופורציית חוב אג"ח גבוהה מאוד ביחס לסך החוב הפיננסי
- לכאורה גמישות פיננסית - אבל לכאורה מסוכנת מאוד בעת משבר במשק כה קטן וריכוזי או בהרעה בעסקי החברה
- בחברות האמריקאיות המצב טוב בהרבה. יתרה מכך החוב הבכיר Non Recourse !! ניתן לראות תופעה דומה בחברות הישראליות הפועלות בגרמניה

האם מקרה אורבנקורפ משליך על החברות האמריקאיות

- מקרה נוכלות (לכאורה) שהביאה לכשל מערכת
- חברה יזמית למכירה (לא המודל הקלאסי) ללא מנגנונים המפצים על הסיכון בתזרים המבוסס על מכירת דירות ולא על נדל"ן מניב
- הזדמנות לשידוד מערכות והידוק מנגנוני בקרה

החיבור בין פשיטת הרגל של אורבנקורפ לאגרות החוב שהונפקו על ידי חברות אמריקאיות – "פופוליזם" טהור, כל מקרה צריך להיבחן לגופו

החברות האמריקאיות - כל מקרה לגופו

- זראסאי – בניני דירות מגורים להשכרה בשכר דירה מפוקח בניו יורק AA-/AA3
- דה לסר – נכסים מסחריים בעיקר בניו יורק המושכרים ברובם לשוכרים ממשלתיים A-
- קיי.בי.אס. – קרן ריט אמריקאית המשקיעה בנכסים מניבים עם פוטנציאל השבחה בעיקר בתחום המשרדים ברחבי ארה"ב AA-/AA3
- רילייטד – בניני דירות להשכרה ונכסי מסחר להשכרה בניו יורק ושיקגו. חלק מקבוצת רילייטד שהינה מחברות הנדל"ן הגדולות בארה"ב A+
- מויניאן – נדל"ן בעיקר להשכרה מסוגים שונים בעיקר משרדים ומסחר במנהטן, ניו יורק AA3
- לייטסטון – בניני דירות להשכרה ונכסי מסחר להשכרה ברחבי ארה"ב A+/A1
- ספנסר – בעיקר בניני דירות להשכרה למגורים תחת שכירות מפוקחת בניו יורק A/A2
- אול-ייר – בניני דירות מגורים להשכרה בברוקלין, ניו יורק A2
- ברוקלנד – ייזום דירות מגורים למכירה בברוקלין, ניו יורק BBB+ (ושעבוד ראשון על הפרויקטים)
- אם. די. ג'י. – נדל"ן מניב למגורים, דיור מוגן ופיתוח מלון בניו יורק Baa1

החברות האמריקאיות - כל מקרה לגופו (המשך)

- ג'י. אף. איי. – נדלן מניב למגורים ומסחר ברחבי ארה"ב, מלונות בעיקר בניו יורק ודירות למכירה בניו יורק A-
- אקסטל – בעיקר ייזום דירות יוקרה למכירה בניו יורק וכן נכסים מניבים A2
- סטרוברי – בתי אבות ודיור מוגן סיעודי להשכרה A
- דלשה – נדל"ן מניב למגורים (בעיקר HUD) ומסחר בניו יורק A3
- קליין – נדלן מניב למסחר בניו יורק וניו ג'רזי A3
- קופרליין – נדל"ן מניב למגורים במספר שווקים בארה"ב A

סיכום

- ככלל החברות האמריקאיות הינן אבולוציה של שוק האג"ח הקונצרני הישראלי על בסיס התבוננות בסיכונים ובכשלי השוק הקיימים
- יש Home Bias וקושי לכאורה בקבלת מידע (דבר פתיר בעולם גלובלי עם אינטרנט במידה ומבצעים בדיקות ראויות) אבל הוא מקבל פיצוי הן בחוזק תיק הנכסים לאור זה שמדובר בשיפור של המודל הקיים והן בתשואה
- **תזכורת** – הדיפולטים הכי גדולים היו אצל מנפיקים ישראלים, משלנו, כך שצריך ללמוד מכל כשל ולהשביח את המוצר, כאשר עדיין חלק מהחברות הישראליות הינן חלק מקבוצות ממונפות שיוצרות לחץ מתמשך לחלוקת דיבידנדים מתמשכת.
- מסקנה: יש לנתח כל מנפיק לגופו - אין דין חברה יזמית קטנה מטורונטו כדין ענק השכרה למגורים בשכירות מפוקחת מניו יורק