



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

19/06/2013

פר"ק 42576-02-13 משמרת- חברה
לשירותי נאמנות בע"מ ואח' נ' אלביט
הדמיה בע"מ ואח'

תיק 42576-02-13

מספר בקשה (ר"מ الطلب): 8

טלפון מרכז מידע: 077-2703333

אישור על חגשת כתב טענות בבקשה

ניתן אישור כי ביום 19 יוני 2013 בשעה 11:54 הוגש מסמך: הודעה מטעם הנאמנים על צירוף
עמדה ובקשה של חלק מחברי הנציגות המשותפת של הסדרות משתפות הפעולה

בבקשה מספר 8

בתיק: פר"ק 42576-02-13 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ ואח' נ' אלביט הדמיה בע"מ
ואח'.

בכל פנייה לבית המשפט בנוגע לבקשה זו, יש לציין את מספר הבקשה.

בעניין:

סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999
(להלן - "חוק החברות")

ובעניין:

תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), תשס"ב – 2002
(להלן - "תקנות ההסדר")

ובעניין:

אלביט הדמיה בע"מ (ח.צ. 52-0043035)
ממגדל אירופה, רח' ויצמן 2, תל אביב

ע"י גולדפרב זליגמן ושות'
מרחוב יגאל אלון 98, תל אביב
טל: 03-7101635; פקס: 03-7101618

וע"י פישר בכר חן וול אוריון ושות'
מרחוב דניאל פריש 3, תל אביב 64713, בניין "המגדל"
טל: 03-6944111; פקס: 03-6091116

"החברה";

ובעניין:

1. הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד') של החברה

2. משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') של החברה

3. רזניק פז נבו ד.פ.נ. נאמנויות 2007 בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ה') של החברה

4. רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ו') של החברה

5. שיף הזנפרץ נאמנים (2004) בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ז') של החברה

6. שטראוס לזר חברה לנאמנות (1992) בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה 1) של החברה

כולם ע"י קליר-בנימיני, משרד עורכי דין
ממגדל איילון, קומה 14
דרך אבא הלל 12, רמת גן 5250606
טל: 03-6423540; פקס: 03-6423541

"הנאמנים" /
"הנאמנים של
הסדרות משתפות
הפעולה";

ובעניין:

משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה א') של החברה
ע"י ב"כ גיסין ושות', עורכי דין
מרחוב הברזל 38, תל אביב 69710
טל: 03-7467777; פקס: 03-7467700

"נאמן אגח א";

<u>"נאמן אגח ב"</u> ;	ובעניין: משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ב') של החברה ע"י ברם, סלוקי ושות', עורכי דין מדרך מנחם בגין 65 (בית אשרא), תל אביב 67138 טל': 03-5625151 ; פקס': 03-5625152
<u>"בנק לאומי"</u> ;	ובעניין: בנק לאומי לישראל בע"מ ע"י ב"כ עורכי דין שפירא ושות' מרכז עזריאלי (המגדל המרובע), תל אביב 67025 טל': 03-7766999 ; פקס': 03-7766996
<u>"בנק הפועלים"</u> ;	ובעניין: בנק הפועלים בע"מ ע"י ארדינסט, בן נתן ושות', עורכי דין מרחוב ברקוביץ' 4, תל אביב 64238 טל': 03-7770111 ; פקס': 03-770101
<u>"אירופה ישראל"</u> ;	ובעניין: 1. אירופה ישראל (מ.מ.ש.) בע"מ 2. מרדכי זיסר שניהם ע"י ב"ב גולדבלט גינדיס יריב, עורכי דין מדרך מנחם בגין 7 (בית גיבור ספורט), רמת גן 52681 טל': 03-7549933 ; פקס': 03-7549934
<u>"הכנ"ר"</u> ;	ובעניין: הכונס הרשמי מרח' השלושה 2, תל אביב 61090 טל': 03-6899695 ; פקס': 02-6462502
<u>"רשות ני"ע"</u> ;	ובעניין: רשות ניירות ערך מרח' כנפי נשרים 22, ירושלים 95464 טל': 03-6556555 ; פקס': 02-6513646
<u>"קרו DK"</u>	ובעניין: Davidson Kempner Capital Management LLC ע"י ב"כ עוה"ד יניב דינוביץ' או ניר דאש ואח' ממשרד עוה"ד הרצוג, פוקס, נאמן ושות' בית אסיה, רחוב ויצמן 4, תל אביב 64239 טל': 03-6922020 ; פקס': 03-6966464
<u>"קרו York"</u>	ובעניין: York Capital Management Global Advisors, LLC ע"י ב"כ עוה"ד דוד פורר ואח' ממשרד גרוס, קלינהדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות' מרכז עזריאלי 1 (המגדל העגול), תל אביב 67021 טל': 03-6074460 ; פקס': 03-6074590
<u>"המומחה"</u> ;	ובעניין: רו"ח רוני אלרואי, המומחה שמונה על ידי בית המשפט ע"י ב"כ עוה"ד זיו ארז מרחוב יצחק שדה 17, תל אביב 67775 טל': 03-5652000 ; פקס': 03-6252470

הודעה מטעם הנאמנים

על צירוף עמדה ובקשה של חלק (שלושה מתוך חמישה) מחברי הנציגות המשותפת של הסדרות משתפות הפעולה (סדרות ג' עד ז' ו סדרה 1)

הנאמנים של מחזיקי אגרות החוב (סדרות ג', ד', ה', ו', ז' ו - 1), של החברה (להלן: "הנאמנים" או "הנאמנים של הסדרות משתפות הפעולה"), מתכבדים לצרף להודעה זו עמדה ובקשה של חלק (שלושה מתוך חמישה) מחברי הנציגות המשותפת של הסדרות משתפות הפעולה.

הודעה זו מוגשת בד בבד עם הגשת תשובת הנאמנים לבקשה 8, היא בקשת החברה לכינוס אסיפות לשם אישור הסדר (להלן: "תשובת הנאמנים").

כמפורט בתשובת הנאמנים, הנציגות המשותפת של סדרות אגרות החוב ג' עד ז' וסדרה 1 של החברה לא הצליחה לגבש הסדר שיוסכם על כל חבריה כי ראוי להביאו להצבעה באסיפות הנושים ומחזיקי אגרות החוב. בין חברי הנציגות ישנן מחלוקות שלא באו על פתרונן, כאשר קרן יורק וקרן DK מחזיקות בעמדה אחת ואילו שאר חברי הנציגות (ה"ה שמואל אשל, אדוארד קלר ועופר גזית; להלן: "חברי הנציגות המצומצמת") מחזיקים בעמדה אחרת.

על רקע זה ביקשו חברי הנציגות המצומצמת, ביום 18.6.2013, למסור את עמדתם ובקשתם המצ"ב והמדברת בעד עצמה, לבית המשפט הנכבד.

בנסיבות העניין, לרבות נוכח קיומן של מחלוקות כאמור בין חברי הנציגות, מוצאים הנאמנים לנכון להשאיר את בקשת חברי הנציגות המצומצמת, המצ"ב, לשיקול דעתו של בית המשפט הנכבד.



רענן קליר, ע"ד

ב"כ הנאמנים של הסדרות משתפות הפעולה

18.06.2013

עמדה ובקשה מטעם 3 חברי הנציגות המקצועית של סדרות

ג' עד ז' וסדרה 1 של אלביט הדמיה בע"מ

**(לענין: מנגנון המכירה המשותפת של המניות שמבוקש
לצרף אותו לכל הסדר; ולענין חוות דעת המומחה מטעם
בית המשפט, מר רוני אלרואי)**

**ובקשה מטעמם להורות כי אסיפות הנושים ומחזיקי אגרות
החוב יצביעו גם על מתווה ההסדר המעודכן מטעמם המצ"ב**

העמדה והבקשות שלהלן מוגשות על ידי חברי הנציגות המקצועית שנבחרו על ידי אסיפות מחזיקי אגרות החוב של הסדרות ג' עד ז' וסדרה 1, ואשר מהווים חלק מחברי הנציגות המשותפת של סדרות אלו (שני חברי הנציגות האחרים בנציגות המשותפת הינם קרן יורק וקרן DK שאינם שותפים לעמדה ולבקשות להלן).

עמדה זו מוגשת לקראת החלטת בית המשפט הנכבד בקשר עם כינוס אסיפות נושים ומחזיקי אגרות החוב להצבעה על הסדרי נושים בקשר לחברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה").

בהחלטה מיום 19.5.2013 החליט כב' בית המשפט (כב' השופט אורנשטיין) כי המומחה מטעם בית המשפט, רואה חשבון אלרואי (להלן: "המומחה") ימסור חוות דעת בקשר להצעת ההסדר שהציעה החברה (להלן: "הצעת החברה") וכן להצעת ההסדר שהציעו הח"מ ביום 18.3.2013 (נספח 18 לבקשת החברה) (להלן: "הסדר הנציגות המקורי").

ביום 17.6.2013 דיווחה החברה במג"א כי היא מעדכנת את הצעתה. לאור זאת, וגם לאור משא ומתן שהתקיים מאז מול ציגי קרן יורק וקרן DK עדכנו גם הח"מ את הצעת ההסדר מטעמם. מצ"ב הצעת ההסדר המעודכנת מטעמם של הח"מ מיום 18.6.2013 נספח מספר 1.

נבקש שבית המשפט הנכבד יורה כי:

א. לכל הסדר שיובא להצבעות באסיפות הנושים ומחזיקי אגרות החוב יתווסף מנגנון המכירה המשותפת שמפורט בסעיף 2 להלן, ואשר נועד לפתור את בעיית אי השוויוניות. לחילופין: נבקש שיתווסף כל מנגנון אחר שיקבע בית המשפט הנכבד לפתרון בעיית אי השוויוניות.

ב. האסיפות יצביעו גם על ההסדר המצ"ב נספח 1 כאחת מחלופות ההסדרים שתובאנה בפני המחזיקים.

ואלו בימוקי בקשותיהם המפורטות לעיל וכן התייחסותנו לחוות דעת המומחה:

1. שאלת אי השוויוניות – את עמדתנו בעניין שאלת השוויוניות הבענו ב-2 מכתבים שנמסרו לנאמנים של הסדרות ג' עד ז' וסדרה 1 (להלן: "הנאמנים") בעבר ואשר צורפו לעמדתם המקדמית של הנאמנים אשר הוגשה לבית המשפט ביום 16.5.2013 (נספחים 14 – 12) לעמדה המקדמית של הנאמנים). עמדתנו להלן מוצגת בהמשך לעמדה שהצגנו, כאמור.

2. מנגנון המכירה המשותפת של מניות השליטה בחברה, שנועד לפתרון של סוגיית השוויוניות וגם להשאת ערך לכלל מחזיקי אגרות החוב –

א. אנו מבקשים להסב את תשומת לב בית המשפט הנכבד לעובדה שהמומחה, לא התייחס למנגנון שהצענו, בענין מכירת מניות השליטה במשותף, לטובת כלל המחזיקים, במסגרת הסדר הנציגות המקורי (להלן: "המנגנון המוצע").

ב. על פי המנגנון המוצע, 51% מהון מניות החברה לאחר ההסדר (להלן: "מניות השליטה") יועברו לנאמן ויתרתן תחולק למחזיקי אגרות החוב, במקום ש-95% מהון מניות החברה יחולקו למחזיקים.

ג. במנגנון המוצע הנאמן ימכור את מניות השליטה בעייתו המתאים והתמורה שתתקבל תחולק בין כל מחזיקי אגרות החוב הקיימים, לפי חלקם היחסי בחוב, פארי פאסו. הנאמן יבצע את כל הפעולות הקשורות למכירת המניות לפי הוראות של אותם מחזיקים.

ד. מנגנון זה זכה לתמיכה של הגופים המוסדיים שהם בעלי החזקות גדולות באגרות החוב (לאחר קרן יורק וקרן D.K.), כך למשל, חברת כלל כתבה כי קיומו של המנגנון הוא תנאי הכרחי מבחינתה במסגרת ההסדר כי הוא פותר את בעיית אי השוויוניות (מצ"ב נספח 2 מכתב חברת כלל):

"תנאי הכרחי מבחינתנו לתמיכה בהסדר הינו שהסדר החוב שיגובש יובא לאישור המחזיקים יכלול מנגנון שיבטיח לאחר ההסדר, מכירה לצד ג' (המרבה במחיר) של "מניות שליטה", המהוות לפחות 51% ממניות החברה כפי שיהיו לאחר ההסדר, כאשר התמורה בגין אותן מניות תתחלק באופן שווה בין כלל מחזיקי אגרות החוב. מנגנון זה יפתור את בעיית העדיפות ואי השוויוניות שלהבנתנו יוצר ההסדר המוצע ע"י החברה אשר קומץ עדיפות ברורה ומובנית לקרנות הזרות על פני יתר המחזיקים בנוגע לשליטה בחברה."

ה. מחזיקה מוסדית נוספת, חברת אנליסט, הביעה עמדה נחרצת לענין חוסר השוויוניות בהסדר המוצע במכתבה מיום 8.5.2013 (נספח 15) לעמדה המקדמית של הנאמנים) וגם במכתבה מיום 18.6.2013 (מצ"ב נספח 3 לבקשתנו זו), בו דורשת גם היא את קיומו של מנגנון המכירה המשותפת (סעיף 2.3):

"תנאי מתווה זה, שנוצר בשיתוף פעולה בין בעל השליטה לקרנות הזרות, כאמור, נועדו להערכתנו להקנות פרמיית שליטה לקרנות הזרות ולבעל השליטה, ללא כל תמורה נוספת, כך, למשל, כאשר יוכלו בעתיד הקרנות הזרות ובעל השליטה למכור את השליטה באלביט במחיר גבוה כאשר יתר מחזיקי אגרות החוב של החברה טרום ההסדר אינם נהנים מיתרון זה. לכל הפחות, צריך מתווה

ההסדר לכלול מנגנון לפיו 51% ממניות החברה יופקדו בידי גאמן שידאג למכירת השליטה בחברה ויחלק את התמורה לכלל מחזיקי אגרות החוב באופן יחסי לחלק של כל אחד מהם.

ו. אנו רוצים להדגיש שהמנגנון המוצע לא רק שיפתור את בעיית אי השוויוניות אלא גם ישיא את התמורה לכלל מחזיקי אגרות החוב באופן שתתקבל תמורה מירבית עבור פרמיית השליטה באופן שווה.

ז. אנו מבקשים להדגיש כי בכל שקרן יורק ו/או קרן DK יטענו שהן לא רוצות שנאמן יחזיק במניות שעליהן לקבל לפי ההסדר, ניתן לקבוע מנגנון וולונטארי, ולפיו כל מחזיק אג"ח אשר לא ירצה במנגנון זה, אדי מניותיו לא יועברו לנאמן. גם במצב שכזה, אנו משוכנעים כי עדיין תצטבר אצל הנאמן כמות מספקת של מניות שתקנה יתרון למחזיקי אגרות החוב הקטנים מכוח מכירה משותפת של מניותיהם.

ח. לדעתנו, לא ניתן להצדיק התנגדות מצד קרן יורק ו/או לקרן DK למנגנון המוצע הנ"ל היות והוא יחול, באופן וולונטארי, רק על מחזיקים שיפצו לנצלו.

ט. לפיכך יש להבוע כי כל הסדר חוב בחברה יכלול את המנגנון הנ"ל, או, כמובן, כל מנגנון חלופי אחר שיקבע בית המשפט הנכבד ואשר יפתור את סוגיית אי השוויוניות. להבנתם ככל שתהיה למנגנון המוצע התנגדות מצד קרן יורק ו/או קרן DK אדי ההתנגדות תמחיש את ניגוד העניינים המובנה בו הן מצויות, וניתן יהיה להבין את האינטרס שלהן, ביחד, ואף כל אחת לחוד, להישאר לבדן כמחזיקות גדולות במניות החברה לאחר ההסדר באופן שיאפשר להן לשלוט, לנהל ולהשפיע על מהלכי החברה תוך ניצול היתרון המפלה שההסדר מקנה להן.

3. חוות דעת המומחה ראה חשבון רוני אלרואי ("המומחה")

א. הח"מ אינם יכולים להסכים לאמור בחוות הדעת המומחה, אין לח"מ עניין לפרט את כל השגותיהם בנוגע לחוות דעת המומחה אלא להתייחס רק לשלוש נקודות בולטות עקרוניות, אשר הופכות לבדן את מסקנות חוות דעת המומחה, בכל הקשור להיקף החוב בו יכולה לשאת החברה כפי שייקבע במסגרת ההסדר.

ב. המומחה קובע בחוות דעתו לבית המשפט כי ערך נכסיה של החברה, ללא החוב למחזיקי האג"ח, עומד על 480 מיליון אירו וכי היות וחובה לבנק הפועלים עומד על כ- 50 מיליון אירו אזי הערך נכסי נטו של החברה עומד על 430 מיליון אירו, קרי: מעל 2 מיליארד ₪. על פי כל מבחן מקובל מדובר בחברה בריאה, בעלת הון עצמי מרשים שניתן להשית עליה חוב בהיקף גדול, מבלי לפגוע באיתנותה.

ג. מאידך, קובע המומחה, שהיקף החוב המקסימלי למחזיקי האג"ח, שיש להשית על החברה במסגרת ההסדר, עומד על 2 - 740 מיליון ₪ בלבד.

ד. נקודה ראשונה: להבנתנו, התיקון לחוק החברות שהטיל חובה למנות מומחה מטעם בית המשפט, נועד, בין השאר, למנוע סחף של מחזיקות חובות בהיקף גבוה מידי המומחה אמור לעמוד על המשמר מפני

הסדר חוב שאפשרו למחוק חובות. להבנתו, לאור קביעתו של המומחה כי ערך נכסי החברה גטו (לאחר החוב לבנק הפועלים) עומד על יותר מ- 2 מיליארד ₪ תמוהה בעיניו מסקנתו ולפיה היקף החוב המקסימלי יעמוד על סכום נמוך של 740 מיליון ₪ בלבד (תוך מחיקת 70% מהחוב הקיים והשאר ערך נכסי נקי עודף עצום של כ- 1.3 מיליארד ₪).

יתרה מכך: ככל שקיימת טענה לגבי אי וודאות, לכאורה, בנוגע לתוצרים שיפצו נכסי החברה (מהכנסות או ממימושים) הרי שלכך ניתן פתרון מלא במסגרת ההצעה להסדר שהציגו הח"מ, בפני אסיפות מחזיקי האג"ח: לפי הסדר הנציגות המקורי, וגם לפי מתווה הסדר מעודכן זה ניתן פתרון מלא גם לבעיה התזרימית של שרות חוב בהיקף גבוה יותר מאשר רף החוב המקסימאלי בו נקב המומחה, באופן שתחילת תשלומי הקרן בגינו נדחתה לפרק הזמן הנדרש להשבחת נכסי החברה באופן שיוכלו להתחיל ולשרת את החוב בהגיע מועד תשלומי הקרן (העומס התזרימי על החברה לשרות חוב האג"ח במתווה הסדר מעודכן זה – אף נמוך יותר ב-5 השנים הקרובות מזה ששהצעת החברה). נותנים אלו, של שווי נכסי נקי מהותי ביותר שיוותר לחברה במסגרת מתווה הסדר מעודכן זה, מחד, ופתרון הח"מ גם לתזרים הנדרש לשרות החוב, מבטיחים שהחברה תיוותר "בראיה" ואיננה לאחר ההסדר, ומעקרים את החשש להשאר חוב בהיקף גבוה יותר מאשר בהצעת המומחה.

ה. נקודה שניה: בהצעת הח"מ, יובטח כל חוב החברה לאחר ההסדר בגיבוי (שעבוד) נכסי החברה, באופן שיוכל למנוע פגיעה במחזיקי האג"ח בעתיד, באמצעות, למשל, גיוס חוב עתידי בכיר, הנפקת זכויות במחירי מינימום, וכיו"ב. לשמחתנו, קיבלה החברה את דרשתנו זו במסגרת הצעתה המעודכנת להסדר חוב כפי שפורסמה אתמול, ה- 17.06.2013.

א. נקודה שלישית: התחשיבים שעורך המומחה (טבלה בעמוד 34 לחוות דעתו) לגבי שווי ההסדרים המוצעים, מושתתים על עקרונות שלא נתמכים בתאוריה מימונית כלשהי המוכרת לנו.

ז. לפני שנסביר את הכשל, להלן דוגמא: על פי המומחה, בטור "מומחה – הנחת חוב מקסימלי" (בטבלה בעמ' 34), החוב המוצע על ידי המומחה בהיקף של 155 מיליון אירו (740 מיליון ₪) יסחר בשווי שוק של 141 מיליון אירו (כ- 670 מיליון ₪). מאידך גיסא, בטור "נציגות", החוב שמציע על ידי הח"מ בהיקף של 292 מיליון אירו (כ- 1.4 מיליארד ₪), יסחר בשווי שוק של 154 מיליון אירו (כ- 730 מיליון ש"ח).

זאת אומרת, שהמומחה מעריך כי תוספת חוב של כ- 660 מיליון ₪ (ההבדל בין 740 מיליון ₪ חוב למיליון ל- 1.4 מיליארד ₪ חוב), תיסחר בשווי שוק של כ- 60 מיליון ₪ (ההבדל בין 670 מיליון ל- 730 מיליון ₪). קרי: "נעלמו" כלא היו 600 מיליון ₪! היעלה על דעתו של בית המשפט הנכבד לקבל עמדה זו?

ח. ממה נובע הכשל? מצ"ב כנספת 4 חוות דעתו של רואה תשבון ואדים פורטנטי, היועץ הכלכלי של הנאמנים (להלן: "חו"ד היועץ") המדברת בעד עצמה.

ט. בקצרה, ולשם המחשה בלבד: על פי עקרונות חוות דעת המומחה, אם היו מחזיקי אגרות החוב ממירים את מלוא החוב כלפיהם ל – 100% מהון המניות של החברה, אזי מחיר השוק של המניות שבידי המחזיקים יעמוד גם הוא על 430 מיליון אירו (בדומה לערך הנכסים של החברה וטו לאחר ניכוי החוב לבנק הפועלים, לפי חוות דעת המומחה).

י. מאידך, לפי אותם עקרונות חוות דעת המומחה, במידה ויוקצו למחזיקי אגרות החוב, רק אגרות חוב חדשות לטווח ארוך. בהיקף של 430 מיליון אירו, אזי שווי השוק של אגרות חוב אלו יעמוד על כמחצית מגובה החוב. קרי: על כ – 220 מיליון אירו.

יא. איננו מכירים ותאוריה מימונית כלכלית שלפיה "שימי האריזה" גורם ל"השמדת ערך" מאסיבית כאמור, אשר בענייננו עשויה להגיע לכמיליארד ₪.

יב. זאת ועוד: מניסיונם המעשי והמסחרי המצטבר של החתומים מטה בעשרות רבות של הסדרי חוב, שוק ההון מתמחר חוב אג"ח, במחירים יחסיים העולים משמעותית על מחירי ההון (equity) של אותן חברות לאחר ההסדר. מסיבה זו וגם מסיבות אחרות, כמפורט בהרחבה בחו"ד היועץ, ואדים פורטנו, מחזיקי אגרות החוב מעדיפים בדרך כלל מרכיב גבוה ככל האפשר של חוב, כל עוד החברה מסוגלת לשרתו, כפי שהודגם לעיל.

יג. נציין כי עמדתנו זאת מקובלת על ידי החלק הארי של המשקיעים המוסדיים באג"ח החברה, וזאת לאחר בדיקה שעשינו אתם. דוגמאות לעמדתם, ניתן למצוא כאמור בנספחים מס' 2 ו-3 לעמדת זו של הח"מ.

4. מתווה ההסדר המעודכן –

א. על אף השגותינו המהותיות באשר לסוגיות עקרוניות בחו"ד המומחה, ומתוך רצון לייצר מתווה שעשוי להיות מקובל גם על קרן יורק ועל קרן DK ערכנו מתווה הסדר מותקן המשקף חוב מופחת, שמצוי גם בטווח החוב האפשרי לחברה על פי עמדת המומחה.

ב. גובה החוב החדש על פי מתווה ההסדר המעודכן המצ'ב בנספח 1 הוא 700 מיליון ₪ (כאשר המומחה מדבר על גובה חוב מקסימלי של 740 מיליון ₪ כאמור).

ג. בנוסף, הצענו חוב נוסף, בהיקף של 300 מל"₪ בלבד, המותנה בשווי ההחזקות של אלביט בנקס העיקרי שלה, חברת הבת: פלאזה סנטרס. החוב הנוסף ישולם רק אם יגיע שווי ההחזקה של החברה בפלאזה סנטרס בעוד 7 שנים לסכומים גבוהים מ- 750 מיליון ₪ (ובמקרה זה ישולם למחזיקי האג"ח סכום של 100 מיליון ₪ בתוספת הפרשי הצמדה וריבית צבורה); או מ-ממיליארד ₪ (ובמקרה זה ישולם מלוא סכום השל 300 מיליון ₪ בתוספת הפרשי הצמדה וריבית צבורה). קרי: החוב הנוסף ישולם רק ככל ששווי נכסי החברה יהיה גבוה באופן משמעותי שיאפשר לשרת אותו.

ד. להערכתנו, מחזיקי אגרות החוב שאינם קרן יורק וקרן DK, יעדיפו בוודאי מתווה זה על הצעת החברה (גם לאחר עדכונה) ואנו מקווים שגם

קרנות יורק ו- OK יסכימו לו מתוך מטרה להגיע למתווה מעודכן מוסכם,
לסיים את שלב המשא ומתן בין המחזיקים, לעמוד על זכויות המחזיקים
והחברה מול בנק הפועלים, לפעול להבראתה המהירה של החברה
ולמנוע את פירוקה.

בכבוד רב,

אדוארד קלר, שמואל אשל, עופר גזית
חברי נציגות סדרות האג"ח משתפות הפעולה ג'ד' ו-1 של אלביט
הדמיה בע"מ

רשימת נספחים		
נספח		עמוד בקובץ
1	הצעת ההסדר המעודכנת של 3 חברי הנציגות מיום 18.6.2013	11
2	מכתב חברת כלל מיום 23.5.13	19
3	מכתב חברת אנליסט מיום 18.6.2013	21
4	חוות דעתו של רואה החשבון ואדים פורטנוי	25

נספח 1

**הצעת ההסדר המעודכנת של 3 חברי הנציגות מיום
18.6.2013**

[עמוד 11]

אלביט הדמיה בע"מ

**עמדת ה"ה שמואל אשל, אדוארד קלר ועופר גזית חברי הנציגות
של סדרות ג' ו- 1 (להלן: "הנציגות המקצועית")**

18 ביוני 2013

סוגיות הקשורות בהסדר

להלן הסוגיות כפי שהוצגו באסיפת בעלי האג"ח ביום 17 במרץ 2013:

- תברה שאינה עומדת בפרעון חובותיה הינה חדלת פרעון ובעלי החוב מקבלים דה פקטו שליטה בחברה.
- בעלי חוב הינם משקיעים שונאי סיכון. ב-DNA שלהם הם בוחרים להשקיע בחוב ומעדיפים להחזיק בחוב. ומכאן מהו היקף החוב האופטימלי של החברה?
- האם החלוקה של זכויות בהון החברה כפי שעולה מההסדר המוצע על-ידי החברה, הינה שיוויונית?
- תרומת בעלים כתנאי להסדר מול השארת מניות בידיו וקבלת פטור?
- בנק הפועלים כחלק מהפתרון המוצע?

מתווה ההסדר המעודכן המוצע

מתווה ההסדר עודכן לאור פרסום חוות הדעת של המומחה מטעם בית המשפט ר"ח רוני אלרוני, הצעת ההסדר המעודכנת של החברה ודיווחים של אלביט שפורסמו מאז הצגת המתווה המקורי באסיפת מחזיקי האג"ח ביום 17 במרץ 2013.

להלן עקרונות המתווה המעודכן –

מלוא החוב הבלתי מובטח של אלביט יומר ל –

1. אג"ח ח' בעלת ערך נקוב של 700 מיליון ₪;

2. אג"ח ט' בעלת ערך נקוב של 300 מיליון ₪ שהתשלום על פיה מותנה בשווי השוק של החזקות אלביט בפלאזה, בתקופה שבין 72 חודש ל – 84 חודש לאחר ההסדר.

3. 95% ממניות אלביט, כאשר 51% ממנו אלביט יועברו לנאמן שימכור את מניות השליטה ויחלק את התמורה לכלל המחזיקים לפי גובה החוב היחסי כלפיהם, פארי פאסו.

4. מלוא הזכויות של אלביט באלביט מדיקל.

5. לא יוענק פטור לנושאי המשרה ולבעלי השליטה.

להלן התייחסות פרטנית למרכיבי ההצעה של הנציגות המקצועית:

מתווה ההסדר המעודכן המוצע

- אג"ח ח'
 1. כל הנכסים הפנויים משעבוד עובר להסדר, ישועבדו בשעבוד בדרגה ראשונה לטובת אג"ח ח'.
 2. אג"ח ח' יהיה בעל ע.ג. של 700 מיליון ש"ח, צמוד למדד המחירים לצרכן וישא ריבית של 6% לשנה שתשולם מדי שנה. קרן האג"ח תיפרע ב- 5 תשלומים כדלקמן:
 - 75 מ' ש"ח לאחר 24 חודשים מאישור ההסדר;
 - 75 מ' ש"ח לאחר 36 חודשים מאישור ההסדר;
 - 75 מ' ש"ח לאחר 48 חודשים מאישור ההסדר;
 - 75 מ' ש"ח לאחר 60 חודשים מאישור ההסדר;
 - 400 מ' ש"ח לאחר 72 חודשים מאישור ההסדר, החברה תוכל לדחות את הפרעון הנ"ל לשלוש תקופות בנות שנה כל אחת תמורת תוספת ריבית של 1% לשנה (7% בשנה הראשונה; 8% בשנה השנייה; 9% בשנה השלישית).

מתווה ההסדר המעודכן המוצע

אג"ח ט'

1. כל הנכסים הפנויים משעבוד עובר להסדר, ישועבדו בשעבוד בדרגה שניה לטובת אג"ח ט'.
2. אג"ח ט' יהיה בהיקף של 300 מיליון ש"ח ע.ג. צמוד למדד המחירים לצרכן וישא ריבית של 3% לשנה שתצטבר לקרן. קרן האג"ח תיפרע ב- 2 תשלומים שווים כדלקמן:

תשלום 1 לאחר 84 חודשים מאישור ההסדר;

תשלום 2 לאחר 96 חודשים מאישור ההסדר.

הפירעון יהיה מותנה בשווי השוק של החזקות אלביט בפלאזה, כאשר סכום הפירעון יעמוד על הגבוה מבין שתי החלופות הבאות:

חלופה א' - במידה ובתקופה שבין 72 ל- 84 חודשים מאישור ההסדר שווי השוק של ההחזקה המתואמת* של אלביט בפלאזה יעלה במשך 30 ימי מסחר רצופים על 750 מיליון ש"ח, אזי ייפרע שליש מיתרת החוב בגין אג"ח ט'.

חלופה ב' - במידה ובתקופה שבין 72 ל- 84 חודשים מאישור ההסדר שווי השוק של ההחזקה המתואמת* של אלביט בפלאזה יעלה במשך 30 ימי מסחר רצופים על 1,000 מיליון ש"ח, אזי תיפרע מלוא יתרת החוב בגין אג"ח ט'.

להסרת ספק: במידה ושווי השוק של ההחזקה המתואמת* של אלביט בפלאזה לא יעמוד בתנאי חלופה (א) אז אזי אג"ח ט' יפקע ללא תמורה או פירעון.

* מנגנון ההתאמה ייקבע בהסכמה

מתווה ההסדר המעודכן המוצע

הקצאת 95% ממניות אלביט

1. 95% מהון המניות של החברה יחולק למחזיקים: 51% מהון מניות החברה לאחר ההסדר ("מניות השליטה") יועברו לנאמן כמפורט להלן. יתרת המניות (44%) תחולק למחזיקים לפי גובה החוב היחסי כלפיהם.
2. הנאמן ימכור את מניות השליטה בעיתוי המתאים והתמורה שתתקבל תחולק בין כל מחזיקי אגרות החוב הקיימים, לפי חלקם היחסי בחוב, פארי פאסו. הנאמן יבצע את כל הפעולות הקשורות למכירת המניות לפי הוראות של החזיקים.

מתווה ההסדר המעודכן המוצע

- זכויות אלביט באלביט מדיקל
 1. מלוא זכויות אלביט באלביט מדיקל תחולקנה לבעלי החוב הבלתי מובטח בכפוף להסדר עם רשויות המס.
 2. במידה ולא יינתן פטור בגין העברת זכויות באלביט עד מועד ההסדר, תונפק אג"ח יי בעלת ערך נקוב של 200 מיליון ש"ח לא צמודה ואינה נושאת ריבית, non recourse לחברה כנגד שעבוד זכויות אלביט באלביט מדיקל עד לתום החסימה של המניות לצרכי מס. כאשר תוסר החסימה המקורית של המניות ייפרע האג"ח הני"ל באמצעות חלוקת הזכויות של אלביט באלביט מדיקל לבעלי האג"ח יי.
- פטור לנושאי משרה ולבעלי השליטה
- לא יינתן פטור לנושאי משרה ולבעלי השליטה.

נספח 2

מכתב חברת כלל מיום 23.5.13

[עמוד 19]

- פנימי -

כלל
כנף

23.05.13

לכבוד,

נאמני אגרות החוב של סדרות ג'ז' ו-1 של אלביט הדמיה בע"מ

שלום רב,

הנדון: מתווה להסדר חוב

כלל חברה לביטוח בע"מ וגופים בשליטתה (להלן ביחד: "כלל"), הינה בין המחזיקים המהותיים באגרות החוב של אלביט הדמיה בע"מ. אחזקות כלל עומדות על סך של כ- 94 מ' ע.נ במצטבר, בכלל הסדרות.

בהמשך לבדיקה של נתוני החברה הפומביים ולאחר שקראנו בין היתר את דיווחי החברה העוסקים בהצעות ההסדר השונות שפורסמו (הצעת החברה שגובשה יחד עם קרן יורק ו-OK (להלן: "הקרנות הזרות") וכן הצעת הנציגות) ברצוננו להביע בפניכם את עיקרי עמדתנו כדלקמן:

1. בפתח הדברים ייאמר כי כלל מתנגדת להסדר שהוצע על ידי החברה וגובש ישירות עם שני מחזיקי אגרות חוב מהותיים – קרן יורק וקרן OK.

2. לדעתנו, ובניגוד להצעת החברה כפי שפורסמה, יש לגבש הסדר חוב שמותיר בידי מחזיקי אגרות החוב היקף חוב בשיעור הגבוה ביותר האפשרי מבחינת החברה, בשים לב לנכסיה השונים וערכם על פי דיווחי החברה. אנו דוחים מכל וכל הסדר הכולל מחיקת חוב בשיעור כה מהותי כפי שמוצע ע"י החברה יחד עם הקרנות הזרות.

3. תנאי הכרחי מבחינתנו לתמיכה בהסדר הינו שהסדר החוב שיוגש ויובא לאישור המחזיקים יכלול מנגנון שיבטיח, לאחר ההסדר, מכירה לצד ג' (המרבה במחיר) של "מניות שליטה", המהוות לפחות 51% ממניות החברה כפי שיהיו לאחר ההסדר, כאשר התמורה בגין אותן מניות תתחלק באופן שווה בין כלל מחזיקי אגרות החוב. מנגנון זה יפתור את בעיית העדיפות ואי השוויוניות שלהבנתנו יוצר ההסדר המוצע ע"י החברה אשר נותן עדיפות ברורה ומובנית לקרנות הזרות על פני יתר המחזיקים בנוגע לשליטה בחברה.

4. בנוסף לאמור לעיל, אנו לא נסכים להסדר בו בעל השליטה נותר בעל מניות בחברה, מבלי ששילם תמורה כלשהי לנושים ואף מופטר מאחריות מבלי שתתמך תרומה משמעותית לטובת ההסדר.

5. בנוסף לאמור, ראינו את הודעת הנאמנים מיום 21.05.13 בדבר מינוי נציגים מבין הקרנות הזרות לחבר הנציגות. המינוי אושר בהתאם להודעה עפ"י סמכותכם. נבקש לקבל פירוט של השיקולים שהנחו אתכם בהחלטתכם לצרפם לנציגות. נבקש לציין כי, תמוה הדבר בפרט בהתחשב בכך שעמדותיהן של הקרנות הזרות גובשו בהסדר מפורט בין לבין החברה, מבלי שהנציגות לקחה חלק במשא ומתן, וברור לכל, וכך גם עולה מחוות הדעת של פרופ' חננ' ופרופ' קמר, כי ההסדר המוצע ע"י החברה והקרנות הזרות אינו שוויוני מבחינה מהותית וכי קיים ניגוד עניינים בין הקרנות הזרות לבין שאר מחזיקי האג"ח.

בברכה,

קובי שלום

מנהל תחום אשראי השקעות פרטיות ואלטרנטיביות

כנף - כלל ניהול פיננסים בע"מ

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, תל-אביב 65220 טל: 03-7613625 פקס: 077-6383299

נספח 3

מכתב חברת אנליסט מיום 18.6.2013

[עמוד 21]



18 ביוני 2013

18 ביוני 2013

בפקס: 03-7919112

לכבוד
 שיף הזינפרץ נאמנות (2004) בע"מ
 מנחם בגין 52
 תל אביב

נכבד,

הנדון: עמדת אנליסט באשר למתווה החסדר באלביט חדמית

סימוכין: מכתבנו מיום 8.5.13

עמדתה העקרונית של אנליסט אי.אמ.אס ניחול קרנות בנאמנות (1986) בע"מ ("אנליסט"), המנהלת קרנות נאמנות המחזיקות אגרות חוב מסדרה ז' שהונפקו על ידי חברת אלביט חדמית בע"מ ("אלביט" או "החברה"), באשר לחוות הדעת של המומחה מטעם בית המשפט כפי שפורסמה במגזין ביום 5.6.13 ("חוות הדעת") ולמתווי החסדר השונים, זה של החברה וחקרנות חזרות (כהגדרתן להלן) ("מתווה החברה"), זה של נציגות סדרות ג-ז, 1 ("מתווה הנציגות") ותרחיש המומחה בחוות הדעת ("תרחיש המומחה"), הינה כדלקמן:

1. מתווה החסדר אשר גיבשה אלביט יחד עם York Capital Management Global Advisors LLC ועם Davidson Kemper Capital Management, LLC ("הקרנות חזרות") ואשר פורסם על ידי החברה ביום 17.3.13, הינו מתווה שמשרת את האינטרסים של בעל השליטה באלביט ושל הקרנות חזרות, זאת במובחן באופן מובהק מהאינטרסים של יתר מחזיקי אגרות החוב.
2. כאמור במכתבנו מיום 8.5.13, מתווה זה אינו החלופה הטובה ביותר מבין יתר החלופות העומדות בפני מחזיקי אגרות החוב. הוא נובע משיתוף פעולה בין הקרנות חזרות לבעל השליטה בחברה ואינו משרת באופן המיטבי את האינטרסים של יתר מחזיקי אגרות החוב, כך, לפי מתווה החברה:
 - 2.1 הקרנות חזרות יחד עם בעל השליטה, יקבלו למעשה את השליטה באלביט, וזאת בשל יחס ההמרה הגבוה של חוב למניות החברה לפי המתווה והאפשרות להנפיק אופציות לבעל השליטה (מבלי לפרט את תנאיהן).
 - 2.2 יתרה מזאת, בעל השליטה אינו נדרש לתרום דבר לחסדר ומנגד נותר בעל מניות (בשרשור) ונושא משרה (מנכ"ל, נשיא ודירקטור), מקבל פטור מאחריות, כהגדרת מונח זה בסעיף

הנאמנות אי.אמ.אס, ניחול קרנות בנאמנות (1986) בע"מ. מגדל אלרוב, שלוחת רוטשילד 88 ת"א 66889
 Analyst I.M.S. Mutual Funds Management (1986) Ltd. Alroy Tower 88 Rothschild Blvd. Tel Aviv 66889
 Tel: 03-7147142 Fax: 03-7147142
 www.analyse.co.il | analyze@analyse.co.il

2.3 תנאי מתווה זה, שנוצרו בשיתוף פעולה בין בעל השליטה לקרנות הזרות, כאמור, נועדו להערכתנו להקנות פרמיות שליטה לקרנות הזרות ולבעל השליטה, ללא כל תמורה נוספת. כך, למשל, יוכלו בעתיד הקרנות הזרות ובעל השליטה למכור את השליטה באלביט במחיר גבוה כאשר יתר מחזיקי אגרות החוב של החברה טרום החסדר, אינם נהנים מיתרון זה. לכל הפחות, צריך מתווה החסדר לכלול מנגנון לפיו 51% ממניות החברה יופקדו בידי נאמן שידאג למכירת השליטה בחברה ויחלק את התמורה לכלל מחזיקי אגרות החוב באופן יחסי לחלק של כל אחד מהם.

3. שיתוף הפעולה של אלביט והקרנות חורות בגיבוש מתווה החברה מעיד על קיומם של אינטרסים שונים וזרים לאינטרסים של יתר מחזיקי אגרות החוב המיוצגים על ידי נציגות סדרות ג-1, 1. היא הנותנת - האינטרסים שמתווה החברה משרת, כאמור לעיל, בקשת הקרנות חורות להצטרף כצד נפרד להליך - משמע, נציגות סדרות ג-1, אינה מייצגת את עניינם - כל אלו מעידים על הצורך בהפרדת חסרנות חורות מיתר מחזיקי אגרות חוב החברים בנציגות.

4. כלמודי ניסיון ובעלי מומחיות במקרים דומים - אנו סבורים, כי מתווה הנציגות שיויוני יותר ממתווה החברה ואף יאפשר למחזיקי האג"ח טרם החסדר ליהנות משיעור חוזר גבוה יותר. בהקשר זה יש לציין כי מתווה החסדר שיגובש צריך להביא בחשבון את אינטרס החסתמכות של מחזיקי האג"ח, אשר ביקשו לרכוש אגרות חוב המגלמות אינטרס נשייתי ולא ביקשו להפוך לבעלי מניות בחברה, השקעה שונה מהותית מבחינת הסיכונים והסיכויים הגלומים בה.

5. באשר להיבטים הכלכליים של המתווים המוצעים:

5.1 בסעיפים 13.1 ו-13.7 לחוות הדעת מעריך המומחה שהחוב המקסימאלי שהחברה תוכל לשרת לאחר ההסדר הינו כ-740 מ' ש"ח. כמו כן מעריך המומחה את שיעור ההחזר בתרחיש זה בכ- 81% לעומת שיעור החזר של 57% ו-76% במתווה הנציגות ובמתווה החברה, בהתאמה. כך שעל פניו, יש יתרון למתווה החברה או תרחיש המומחה בחוות הדעת, על פני מתווה הנציגות.

5.2 ואולם הערכות המומחה והחברה נשענות על הנחות שיתכן ואינן נכונות, הנחות הקשורות (1) בשווי נכסי החברה – שנשען בעיקר על זכויות בקרקעות ובנדל"ן לא מפותח במרכז מזרח אירופה ובחודו – נכסים אשר קיים קושי רב להעריכם ולצפות את שוויים העתידי לאחר ההסדר; וכן (2) במחיר בו ייסחרו אגרות החוב ומניות החברה לאחר ההסדר. לכאורה, הנחות המומחה אינן עולות בקנה אחד עם מחירי מניות ואגרות חוב של חברות דומות הפועלות בתחום הנדל"ן במזרח אירופה בין אם עברו הסדר חוב ובין אם אין חשש



3

מפני חדלות פירעון.

5.3 מחיר הרכיב המנייתי שיתקבל בחסדר- המומחה מניח שרכיב האג"ח לאחר החסדר ייסחר מתחת לערכו המתואם (כ-50% במתווה הנציגות וכ-90% במתווה החברה ובתרחיש המומחה) בעוד הרכיב המנייתי ייסחר לפי ה-NAV המתואם שהציג המומחה בחוות הדעת. ברור כי בתנאים כאלה יועדף מתווה שכולל רכיב מנייתי גדול יותר על פני מתווה בעל רכיב אג"ח גדול יותר. אך נראה, כי הערכה זו אינה עולה בקנה אחד עם המציאות בשוק. בעת הנוכחית, מניות של חברה שעיקר פעילותה ביזום נדל"ן במרכז מזרח אירופה בחלט יכולות להיסחר מתחת לשווי ה-NAV המתואם, ודאי אם אגרות החוב של החברה נסחרות מתחת לערכן המתואם (כפי שכאמור מניח המומחה בהערכתו). במקרה של אלביט חדמיה אף צפוי לחץ מסחרי, העלול להיות לא מבוטל, מצד קרנות נאמנות אג"חיות למכור את המניות שתקבלנה במסגרת החסדר וזאת עקב מגבלות החלות עליהן בכל חנוגע לאחזקת מניות. לכן ניתן להסתייג מקביעת המומחה שחרכיב המנייתי שיתקבל בחסדר ייסחר לפי ערכו המתואם.

5.4 מחיר רכיב האג"ח שיתקבל בחסדר - המומחה מניח בסעיף 13.7 כי לאחר החסדר ייסחרו אגרות החוב שיתקבלו לפי מתווה הנציגות בדיסקאונט גדול יותר ביחס לערך המתואם מאשר אגרות החוב שיתקבלו לפי מתווה החברה או תרחיש המומחה. הגם שהנחה זו אינה משוללת יסוד, לאור מתווה הנציגות שלפיו תישא החברה חוב גדול יותר, קשה למצוא דוגמאות בשוק שבחן אגרות חוב של חברה שבה היחס בין שווי החתחייבויות לשווי הנכסים הינו סביב כ-60% (יחס שצפוי לשרוד ככל שיאומץ מתווה הנציגות, כפי שמציג המומחה בסעיף 13.7 בחוות הדעת), נסחרות בתשואה של 20%.

5.5 לפיכך, להערכתנו, הפערים בין שיעור החוזר הצפוי לפי מתווה הנציגות לבין זה הצפוי לפי מתווה החברה ותרחיש המומחה, אינם גדולים, ולא ניתן לקבוע נחרצות כי שווי של חסדר החברה גבוה מזה של הנציגות. ככל ששווי הרכיב המנייתי שיתקבל בחסדר יהיה נמוך מהשווי שחערך המומחה (כמתואר בסעיף 4.3 לעיל) וככל שרכיב האג"ח שיתקבל בחסדר לפי מתווה הנציגות יהיה גבוה יותר (כמתואר בסעיף 4.4 לעיל), חרי שמתווה הנציגות ותרחיש המומחה קרובים בשיעור החוזר לבעלי האג"ח.

6. נבקשכם להביא את עמדתנו בפני בית המשפט הנכבד במסגרת תגובתכם לחוות הדעת.

אנליסט א.מ.אס. ייחול קרנות ביטוח (1986)
בע"מ

הערת: עורך קליר, ב"כ הנאמן ונציגות מחזיקי אגרות החוב

אנליסט א.מ.אס. ייחול קרנות ביטוח (1986) בע"מ. מגדל אלרוב, שדרות רוטשילד 48 ת"א 64882
Analyst J.M.S. Mutual Funds Management (1986) Ltd, Alroy Tower 48 Rothschild Blvd. Tel: 03-2147142
analyst@analyst.co.il | www.analyst.co.il | Fax: 03-2147142 (ספ) Tel: 03-2147142

נספח 4

חוות דעתו של רואה החשבון ואדים פורטנוי

[עמוד 25]

- טיוטה -

חוות דעת מומחה

אני, הח"מ, ואדים פורטנוי, רואה חשבון, ת.ז. 303794713, נתבקשתי על ידי הנציגות המשותפת של סדרות ג'י-ו-1 (להלן: "הנציגות" ו "סדרות משתמות הפעולה"), לחוות דעתי המקצועית בסוגיות הבאות, וזאת לצורך מתן תגובה מטעם הנציגות לחוות דעת המומחה מטעם בית המשפט מר רוני אלרואי, רו"ח (להלן: "אלרואי") לבחינת הסדר חוב של חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה" או "אלביט") פרי"ק 42576-02-13 אשר הוגשה לבית המשפט ביום 5 ביוני 2013 (להלן: "חוות דעת אלרואי"):

1. האם בדיקת שווי התרחישים של הסדרי החוב כפי שבוצעה על-ידי אלרואי, עולה בקנה אחד עם השיטות המקובלות בספרות המקצועית לחישוב שווי חוב והון עצמי.
2. במידה ויש מקום לתקן את אופן החישוב – מהו שווי ההסדר בכל אחד מארבעת התרחישים שנבחנו בחוות דעת אלרואי (להלן: "התרחישים").
3. מהם השיקולים לבחירת תמהיל אופטימלי של חוב והון מנקודת ראותם של מחזיקי האג"ח הטכניים בחברה ערב החסדר שלא נכללו בתחשיב שווי החסדר בחוות דעת אלרואי.

החל מפברואר 2013 הנני משמש כיועץ כלכלי מטעם הנאמנים של הסדרות משתמות הפעולה.

קורות חיים

פרטי השכלתי

- 1998 - בוגר תואר MBA במימון וחשבונאות של האוניברסיטה העברית בירושלים, בחצטיינות;
- 1997 - קבלת תעודת רואה חשבון;
- 1994 - בוגר תואר BA בכלכלה וחשבונאות של האוניברסיטה העברית בירושלים, מצטיין דיקן בשנים 1992 ו-1993.

נסיון מקצועי

- משנת 2004 מייסד ומנכ"ל של ואדים פורטנוי יעוץ עסקי בע"מ
- חברת ואדים פורטנוי יעוץ עסקי בע"מ עוסקת ביעוץ עסקי וכלכלי ופועלת בשלושה תחומי פעילות מרכזיים: הערכת שווי חברות לרבות ליווי עסקאות M&A, הכנת חוות דעת כלכליות וליווי חברות בקשיים.

בין לקוחות החברה נמנים גופים עסקיים מן המובילים בתחומם במשק כגון: בנק לאומי בע"מ, בנק דיסקונט לישראל בע"מ, חברה לישראל בע"מ, כלל תעשיות בע"מ, קרן "טנא", כרמל בע"מ, בנק מזרחי טפחות בע"מ, חברת השקעות דיסקונט בע"מ, נייר חדרה בע"מ, קבוצת גולף א.ק. בע"מ, סופרגו חברה ישראלית להפצת גז בע"מ ועוד.

מאז הקמתה ביצעה החברה הערכות שווי של חברות רבות, לחלן העיקריות שבתן: בנק דיסקונט לישראל בע"מ, סלקום בע"מ, פלאפון בע"מ, חוט בע"מ, אורמת בע"מ, נייר חדרה בע"מ, חוגלה-קימברלי בע"מ, קרליין בע"מ, פי גלילות בע"מ, חנסון בע"מ ואחרות. החברה מספקת חוות דעת כלכליות לצרכי דיווח חשבונאי בהתאם לכללי דיווח בינלאומיים (IFRS) וכללי דיווח בארץ"ב (US GAAP), חוות דעת מומחה וכד'.

2000-2003 יועץ בכיר, סוארי יוכמן יועץ עסקי בע"מ.

התמחות בטיפול בחברות בקשיים, ניחול פרויקטים של Downsizing ורה ארגון לחברות מובילות במשק הישראלי, תכנון ומעקב אחר תזרים מזומנים של חברות וליווי מול בנקים, הערכות שווי, ליווי עסקאות M&A ועוד.

1998-2000 רואה חשבון, רשות ניירות ערך.

בדיקת תשקיפים ודיווחים חשבונאיים של חברות ציבוריות, בדיקת דיווחים כלכליים לרבות הערכות שווי חברות, היכרות מעמיקה עם שוק ההון הישראלי וחסיבה הרגולטורית בה הוא פועל.

1997-1998 מבקר, בנק ישראל, המפקח על הבנקים.

התמחות בחוראות הפיקוח על הבנקים בישראל, רואה חשבון במחלקת הסדרה ודיווח.

ניסיון אקדמי ואחר

משנת 2000 מרצה בנושא הערכת שווי חברות במסגרת תארי MBA ו- EMBA של בית הספר למנהל עסקים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

משנת 1998 מחבר מבחנים במימון מטעם גופי רישוי מקצועיים כגון מועצת רואי חשבון ואחרים.

2011-2012 חבר דירקטוריון וחבר ועדת הביקורת של סנטל ישראל בע"מ ושל סופרגו חברה ישראלית להפצת גז בע"מ

מקורות המידע בהם נעזרתי לצורך הכנת חוות דעתי המקצועית:

- דיווחים של החברה לציבור;
- נתונים ומידע שקיבלתי מהחברה מאז מינוי כיועץ של הטאמנים;
- חוות דעת אלרואי;
- פרסומים מקצועיים, מידע מאקרו כלכלי, ענפי ואחר.

חוות דעת זו מתמקדת בסוגיות התיאורטיות של הישוב שווי ההסדר על בסיס המסקנות בדבר שווי נכסים ושווי החוב הפיננסי של החברה כפי שהוצגו בחוות דעת אלרואי. שינוי בשווי הנכסים או בשווי החוב עשוי לשנות באופן מהותי את מסקנות חוות דעתי המקצועית שלחלן.

הנתונים בחוות דעתי המקצועית לחלן מוצגים בערכים נומינליים. הפרשים בסיכומים בחוות הדעת, במידה וקיימים, נובעים מעיגול הנתונים לצרכי הצגה בלבד בחתאם לכללי עיגול מקובלים.

לחלן המסקנות העיקריות של חוות דעתי המקצועית:

מסקנות חוות הדעת

1. בחוות דעת אלרואי נבחנו ארבעה תרחישים של הסדר חוב: הצעת הנציגות (חוב לאחר ההסדר בערך נקוב של 292 מיליון אירו), הצעת החברה (חוב לאחר ההסדר בערך נקוב של 63 מיליון אירו) ושתי הצעות אלרואי (חוב לאחר ההסדר בערך נקוב של 155 או 92 מיליון אירו). בחינת שווי החוב היתה מתמטית ולא כללה שיקולים נוספים כגון העדפות בעל חוב בבחירה בין חוב לחון וכד' כפי שצוין בחוות דעת אלרואי.
2. בחוות דעת אלרואי חושב שווי החוב בהצעת הנציגות חושב באמצעות שיעור היוון של 20% לשנה ואילו בכל התרחישים האחרים חושב שווי החוב באמצעות שיעור היוון של 10% לשנה. בהנחה כי שיעורי ההיוון לבחינת שווי החוב נבחרו על-ידי אלרואי לאחר שבחן את מלוא השיקולים הרלוונטיים לבחירתם וכי מח"מ החוב בכל התרחישים דומה, הסיבה המרכזית לפערים גבוהים בשיעורי ההיוון היא רמת סיכון שונה לפשיטת רגל. לאור האמור לעיל, מניתוח ההנחות והמסקנות לעניין שווי החוב בחוות דעת אלרואי עולה כי:
 - אלרואי מתמחר את החוב בכל התרחישים, למעט הצעת הנציגות, במחיר חון (שיעור היוון) של 10%, כלומר לדעתו הסיכון של חוב בסך 63 מיליון אירו בהצעת החברה זהה לסיכון החוב של עד 155 מיליון אירו בהצעות ההסדר של אלרואי. במילים אחרות, להערכתו סיכון פשיטת רגל במצב של יתרת חוב של 155 מיליון אירו ובמצב של יתרת חוב של 63 מיליון אירו, זהה ולכן הותרת חוב בסך 155 מיליון אירו לא מסכנת את קיום החברה.
 - הישוב שווי החוב בהצעת המציגות בסך 292 מיליון אירו בשיעור היוון של 20% לשנה מלמד על כך שלדעת אלרואי ברמת חוב זו קיים, לכאורה, סיכון מהותי לפשיטת רגל המעלה את שיעור החיוון פי שניים ביחס לשיעור היוון של חוב בסך 155 מיליון אירו. לא ניתן ללמוד מחוות דעת אלרואי מה להערכתו חוב ממנו מתחילה עלייה חדה בשיעור החיוון. מבחינה תיאורטית העלייה היא אקספוננציאלית, כלומר תרומת

תוספת אירו אחד לחוב בסך 155 מיליון אירו לסיכון פשיטת רגל, זניחה בעוד תוספת אירו אחד לחוב בסך 292 מיליון אירו משמעותה עלייה חדה בסיכון פשיטת רגל.

3. שווי החון העצמי של החברה לאחר ההסדר בחוות דעת אלרואי חושב כפער בין שווי נכסים תפעוליים לבין ערך נקוב של חוב בתרחישים השונים בעוד השיטה המקובלת בספרות המקצועית ובפרקטיקה לחישוב שווי חון עצמי מחייבת שימוש בשווי חוב. חישוב מתוקן של שווי ההסדר על בסיס הנחות אלרואי בדבר שווי הנכסים ושווי החוב בתרחישים השונים מצביע על כך שבחצעות הנציגות ובחצעת אלרואי לחוב מקסימלי מתקבל שווי הסדר הגבוה ביותר בסך כ- 416 מיליון אירו בעוד שבחוות דעת אלרואי המסקנות שונות לחלוטין. להלן ההשוואה בין תוצאות בחוות דעת אלרואי לבין תוצאות חישוב מתוקן:

נציגות - היוון חוב ב- 20%	חברה	הצעות הסדר אלרואי		
		הנחת חוב	הנחת חוב	
		מקסימלי	אג"ח קצרות	
		מיליון אירו		
				תוצאות בחוות דעת אלרואי
285	379	402	406	שווי הסדר
57%	76%	81%	81%	שיעור החזר

4. תוצאות החישוב המתוקן לעיל מבוססות על הנחת אלרואי כי שיעור היוון המתאים לחישוב שווי החוב בהצעת הנציגות צריך להיות כפול מזה המשמש לחישוב שווי חוב בתרחישים האחרים. אופן קביעת הפער בין שיעור היוון חוב בהצעת הנציגות לבין שיעור היוון חוב בתרחישים האחרים לא נומק בחוות דעת אלרואי. חישוב שווי החוב בהצעת הנציגות באמצעות שיעור היוון של 16% לשנה (בהשוואה ל- 20% בחוות דעת אלרואי, כאמור) מביא למסקנה שהצעת הנציגות היא ההצעה הטובה ביותר למחזיקי אג"ח. שווי ההסדר בהצעת הנציגות בתחשיב זה מסתכם בסך כ- 418 מיליון אירו.

5. השיטה בה בוצעה ההשוואה בין התרחישים בחוות דעת אלרואי ובחוות דעת זו הינה "מתמטית" והיא אינה מביאה בחשבון שיקולים רבים כגון: זכות והעדפות השקעה של מחזיקי האג"ח של אלביט, חובת מימוש מהיר של המניות המתקבלות בהסדר על-ידי משקיעים מוסדיים (למשל, קרנות בהן קבלת מניות מהווה חריגה ממדיניות הקרן), יתרונות מס במינוף החברה ושיקולים נוספים. כאשר שווי ההסדר זהה בין מספר תרחישים, השיקולים שלא נכללו בשיטת ההשוואה יגרמו למחזיקי אג"ח להעדיף שקל חוב על שקל חון כל עוד החוב הנותר אינו יוצר סיכון מחותי לפשיטת רגל. משכך, יעדיפו מחזיקי האג"ח לוותר על סכום חוב נמוך ככל האפשר בנסיבות בהן מצויה החברה.

6. בנוסף לאמור לעיל, השוואת התרחישים בחוות דעת אלרואי ובחוות דעת זו אינה מתייחסת למספר פרמטרים הכלולים בהצעת הנציגות ואינם כלולים בהצעות אחרות. פרמטרים אלה כוללים הצעה לחלוקת זכויות אלביט באלביט מדיקל בע"מ למחזיקי האג"ח של אלביט אגב ההסדר, העדר אופציות לצד ג' באלביט ורישום מלוא הנכסים החופשיים משיעבוד, כבטוחות לאג"ח החדשות. פרמטרים אלה מיטיבים עם מחזיקי האג"ח של החברה. כמו כן, לפי הצעת הנציגות מניות השליטה בחברה לאחר ההסדר תימכרנה במכרז על מנת למקסם את התמורה

לבעלי האג"ח ולמנוע אי שיוויון פוטנציאלי ביניהם עליו הצביעה חוות דעת של פרופי שרון חנס ופרופי אהוד קמר. במידה וחוות דעת זו תאומץ על-ידי בית המשפט אזי הגדלת היקף החוב מקטינה את שווי החון העצמי ובכך מצמצמת, מטבע הדברים, את אי השיוויון בחלוקת השווי בין מחזיקי האג"ח, ככל שקיים. זאת בשל העובדה כי שווי הנכסים העודף למחזיקי אג"ח מסוימים נגזר משווי החון העצמי של החברה לאחר החסדר.

7. בחינת מעמיקה של שווי תרחישים להסדר חוב אשר הוצגו בחוות דעת אלרואי מעלה כי הצעת הנציגות היא אחת משתי ההצעות הממקסמות את שווי החסדר. בהנחה של שמור חיוון של 16% לחישוב שווי החוב, הצעת הנציגות היא החצעה הטובה ביותר למחזיקי אג"ח מבחינה כמותית. שקלול השיקולים שלא נכללים בחשואה הכמותית בין התרחישים ועיקרם – העדפת מחזיקי אג"ח להגדיל את החוב הנותר ככל האפשר, מחזקת את המסקנה כי בין התרחישים הנבחנים הצעת הנציגות היא החצעה הטובה ביותר למחזיקי האג"ח.

לחלן חוות הדעת המפורטות:

1. רקע להכנת חוות דעת זו

ביום 5 ביוני 2013 הוגשה לבית המשפט חוות דעת מומחה מטעם בית המשפט לבחינת הסדר חוב החברה. מקריאת חוות דעת אלרואי עלה כי חלק מהמסקנות הושגו תוך הסתמכות על תחשיבים אשר אינם עולים, לכאורה, בקנה אחד עם השיטות המקובלות במימון לחישוב שווי חוב וחון עצמי.

לאור האמור לעיל נתבקשתי על-ידי הנציגות לבחון את הסוגיה הקשורות לאופן השוואה בין התרחישים בחוות דעת אלרואי כאמור בעמוד 1 לעיל.

2. בדיקת שווי הסדרי החוב כפי שבוצעה על-ידי אלרואי

א. קביעת שווי חוב

קביעת שווי חוב של חברה יכולה להתבצע במספר שיטות: חישוב ערך הפארי של החוב, מדידת שווי שוק של החוב, היוון תשלומים עתידיים בגין החוב במחיר חוב המשקף את רמת הסיכון של החברה ואת מח"מ החוב ועוד.

בחוות דעת אלרואי נקבע שווי חוב בכל התרחישים באמצעות היוון התשלומים הצפויים בגין אג"ח (קרן וריבית) בשיעור היוון (מחיר חוב) שקבע אלרואי. שיטה זו היא שיטה מקובלת לחישוב שווי החוב ומתאימה במיוחד לחוב שנתוני המסחר שלו אינם נגשים עמו במקרה של קביעת שווי חוב עתידי. להלן שיעורי החיוון שנקבעו על-ידי אלרואי לחישוב שווי החוב:

הצעת הסדר הנציגות המשותפת

"...הנחת אלרואי: שיעור תשואה בגין שתי הסדרות בשיעור של 20% (בהתאם לשיעור התשואה שנסחרת אג"ח מסדרת א' של החברה חבת פלאזה סנטרס)..." לא ברור מדוע נבחר דווקא שיעור תשואה פנימי של אג"ח של חברה בת לצורך חישוב שווי חוב החברה לאחר החסדר, האם בוצעה השוואת מח"מ, הצמדה, סיכון עסקי וכד' ומדוע לא נבחן מדגם של חברות.

הצעת ההסדר של החברה

"...הנחת אלרואי: שיעור תשואה בגין הסדרה בשיעור של 10%..." חוות דעת אלרואי אינה כוללת הסבר כיצד נקבע שיעור של 10%.

הצעת ההסדר של אלרואי בסעיף 13.1 לחוות דעתו

"...הנחת אלרואי: שיעור תשואה בגין שתי הסדרות בשיעור של 10%..." חוות דעת אלרואי אינה כוללת הסבר כיצד נקבע שיעור של 10%.

חוות דעת אלרואי אינה מסבירה כיצד נקבע תפער בין שיעורי החיוון בתרחישים השונים. הדבר תמוה במיוחד לאור העובדה כי בכל התרחישים פרעון הקרן ואף תשלום חלק מהריבית יידחו ב- 4-5 שנים, כלומר מבחינה תזרימית עומס החוב בכל התרחישים בתקופה זו, דומה.

יודגש כי כפי שעולה מניתוח בסעיף 3 להלן לבחירת שיעורי הון משמעות רבה בהשוואה בין התרחישים.

מסקנות

1. בהעדר הסברים כיצד נקבעו שיעורי ההון לחישוב שווי החוב, לא ניתן להתייחס לסבירות השיקולים שחובילו לקביעתם. הפער הגדול בין שיעור הון ששימש לחישוב שווי החוב בהצעת הנציגות (20%) לבין שיעור הון ששימש לחישוב שווי החוב בשאר ההצעות (10%) אינו מוסבר ולא הוצג תחשיב המאפשר ניתוח הפער הנ"ל. תמיחה זו נובעת מהשפעה דרמטית של הפער הנ"ל על מסקנות מתוקנות של חוות דעת אלרואי כפי שמוסבר בסעיף 3 להלן.
2. בהנחה כי שיעורי ההון נבחרו על-ידי אלרואי לאחר שבתן את מלוא השיקולים הרלוונטיים לבחירתם וכי מח"מ החוב בתרחישים השונים דומה, חסיבה המרכזית לפערים כה גבוהים בשיעורי ההון היא סיכון פשיטת רגל בתרחישים השונים. אי לכך, מבחירת שיעורי הון בחוות דעת אלרואי עולה כי:
 - הסיכון של חוב בסך 63 מיליון אירו בהצעת החברה זהה לסיכון החוב של עד 155 מיליון אירו בהצעת ההסדר של אלרואי, כלומר להערכתו סיכון פשיטת רגל במצב של יתרת חוב של 155 מיליון אירו ובמצב של יתרת חוב של 63 מיליון אירו, זהה וזניח.
 - הגדלת החוב הנוטר לאחר ההסדר ל- 292 מיליון אירו יוצרת, לדעתו של אלרואי, סיכון מהותי לפשיטת רגל המעלה את שיעור ההון פי שניים ביחס לשיעור הון של חוב בסך 155 מיליון אירו. לא ניתן ללמוד מחוות דעת אלרואי כיצד עולה סיכון פשיטת רגל עם עליית החוב. מבחינה תיאורטית העלייה היא אקספוננציאלית, כלומר תרומת תוספת אירו אחד לחוב של 155 מיליון אירו לסיכון פשיטת רגל, זניחה בעוד תוספת אירו אחד לחוב של 292 מיליון אירו משמעותה עלייה חדה בסיכון פשיטת רגל.

ב. קביעת שווי הון עצמי

שווי הון עצמי נקבע על-ידי חוספה והפחתה של שווי מרכיבים שונים משווי הנכסים התפעוליים של החברה ובראשם שווי חוב פיננסי. כך, למשל, מתאר את השיטה Aswath¹ Damodaran:

*"...To get from the value of operating assets of equity, we have to first incorporate the value of nonoperating assets that are owned by the firm and then consider all nonequity claims that may be outstanding against the firm...
...2. Consider nonequity claims against the company. The most common of these claims is obviously interest-bearing debt, which should be netted out against firm value to arrive at equity value..."*

¹ Aswath Damodaran "Damodaran on Valuation", II edition, p. 197

יודגש כי אופן החישוב של שווי הון עצמי המתואר לעיל מתאים לכל חברה לרבות חברה בקשיים. במקרה של חברות בקשיים חשוב במיוחד שלא להשתמש בערך הנקוב של החוב לחישוב שווי הון העצמי של החברה. כך מתאר את השיטה ²Aswath Damodaran בהתייחס לחברות בקשיים:

"...In conventional valuation, we subtract the market value of the debt from firm value to arrive at equity value. When valuing distressed firms, we have to consider two specific issues. The first is that the shifting debt load at these firms, since these firms are often in the process of restructuring and renegotiating debt, can make identifying the dollar debt due at a point in time a hazardous exercise. The second is that equity in distressed firms may sometimes take an option characteristics and trade at a premium on what discounted cash flow valuations would suggest is the value..."

...Even if the debt is not traded, it is never appropriate with distressed firms to use the book value of the debt. Instead, we should estimate the market value of the debt, treating book debt like a corporate bond..." (הודגשה אינה במקור)

לאור האמור לעיל, במקרה של אלביט שווי הון עצמי יחושב באמצעות הנוסחה הבאה:

$$\text{Value of Equity} = \text{Value of Operating Assets} - \text{Value of Debt}$$

שווי נכסים תפעוליים של החברה נקבע על-ידי אלרואי בגובה 480 מיליון אירו. מפאת קוצר הזמן ועל מנת למקד את הדיון באופן רביעת שווי חוב ושווי הון עצמי, תונח כי הממצאים והמסקנות של אלרואי בנושא שווי הנכסים התפעוליים - סבירים.³

שווי החוב חושב על-ידי אלרואי בתרחישים השונים כדלקמן:

שווי	ערך נקוב	
מיליון אירו		
292		נציגות
63		חברה
155		אלרואי - הנחת חוב מקסימלי
85	92	אלרואי - הנחת חוב אג"ח קצרות

בחוות דעת אלרואי נבחר, כאמור לעיל, לחון את תשלומי החוב בהצעת הנציגות בשיעור חיוון של 20% לשנה, שיעור כפול משיעור חיוון ביתר התרחישים. בטבלה לעיל המסכמת את שווי החוב בחוות דעת אלרואי ניתן לראות כי בחירה בשיעורי חיוון כה שונים מביאה לתוצאה תמונה הבאה: שווי חוב בערך נקוב של 292 מיליון אירו בתצעת הנציגות דומה

² Aswath Damodaran "Damodaran on Valuation", II edition, p. 636

³ בשולי הדברים יצוין כי שווי שלק החברה בפרויקטים בחוזי בחוות דעת המומחה נמוך מהותית מהמידע שנמסר מחברה וסוגיה זו טענה בדיקת נספח של הצדדים.

לשווי חוב בערך נקוב של 155 מיליון אירו בחצעת אלרואי (שווי מודגש בטבלה לעיל). שימוש בשיעור היוון של 16% (60% תוספת סיכון לשיעור היוון ביתר התרחישים) למשל, היה מעלה את שווי החוב בחצעת הנציגות לכ- 181 מיליון אירו. תחשיב המבוסס על הנחה זו הוסף בהמשך חוות דעת זו להמחשה של משמעות בחירה בשיעור ההיוון.

מכאן ששווי ההון העצמי בכל אחד מהתרחישים יהיה כדלקמן:

שיעור היוון לחישוב שווי החוב	פער	שווי הון עצמי בחוות דעת אלרואי	חישוב שווי הון עצמי לפי שווי חוב			
			נכסים תפעוליים	שווי חוב מובטח - בנק הפועלים	שווי חוב חדש	
			מילין אירו			
20%	137	139	480	50	154	נציגות חברה מומחה - הנחת חוב מקסימלי מומחה - הנחת חוב אג"ת קצרות נציגות - היוון חוב ב- 16% לדוגמה
10%	-1	368	480	50	63	
10%	13	276	480	50	141	
10%	5	339	480	50	86	
16%	NA	NA	480	50	181	

ניתן לראות כי בחוות דעת אלרואי חושב שווי הון עצמי לאחר ההסדר על-ידי הפחתת הערך הנקוב של החוב החדש משווי הנכסים התפעוליים של החברה בעוד החישוב הנכון הוא הפחתת שווי החוב משווי הנכסים התפעוליים של החברה, כאמור לעיל.

מסקנות

1. שווי ההון העצמי בחוות דעת אלרואי חושב כפער בין שווי נכסים תפעוליים לבין ערך נקוב של החוב בעוד השיטה המקובלת לחישוב שווי הון עצמי מחייבת שימוש בשווי החוב.
2. בחוות דעת אלרואי חושב שווי החוב בחצעת הנציגות באמצעות שיעור היוון של 20%, כפול משיעור היוון שנבחר לחישוב שווי החוב ביתר התרחישים. על מנת להציג את משמעות בחירה זו נכללה בחוות דעת זו גם חלופת היוון של חוב בחצעת הנציגות בשיעור של 16% לשנה.
3. חישוב שווי הון עצמי בשיטה המקובלת לחישוב מביא לשווי גבוה יותר של ההון בשלושה מתוך ארבעה תרחישים של הסדר חוב. חישוב זה מביא להכפלה של שווי ההון העצמי בחצעת הנציגות בחשואה למה שהוצג בחוות דעת אלרואי.

3. חישוב שווי ההסדר

בחוות דעת אלרואי הוצג כי שיעור החזר שונה באופן מחוזי בין התרחישים ונע בין כ- 57% בחצעת הנציגות לבין כ- 81% בחצעות אלרואי. ניתן לראות בנקל כי בחישוב שווי הסדר בו שווי הון עצמי נגזר מהערך הנקוב של החוב סך הנכסים בידי מחזיקי אג"ח ובידי מחזיקים שאינם מחזיקי אג"ח אחרי ההסדר נמוך מ- 480 מיליון אירו בשלושה תרחישים. בדיקת סבירות של חלוקת הנכסים לאחר ההסדר מגלה כי חלק משמעותי מהנכסים לא הוקצה לאף גורם בגלל שימוש שגוי בערך הנקוב של החוב לחישוב שווי הון עצמי, כדלקמן:

תחשיב בחוות דעת אלרואי				
אלרואי		חברה	נציגות - היוון חוב ב- 16%	
הנחת חוב	הנחת חוב			
אג"ח	חוב			
קצרות	מקסימלי			
מיליון אירו				
480	480	480	480	סה"כ שווי נכסים
50	50	50	50	בנק הפועלים
338	275	367	138	שווי הון עצמי
95%	95%	86%	95%	שווי החזקה בהון לאחר ההסדר
321	261	316	131	שווי מניות בידי מחזיקי אג"ח לאחר ההסדר
85	141	63	154	סה"כ חוב חדש - שווי
406	402	379	285	שווי הסדר
81%	81%	76%	57%	שיעור החזר
				<u>בדיקת סבירות התוצאות</u>
50	50	50	50	בנק הפועלים
5%	5%	14%	5%	שיעור החזקה בהון של בעלי מניות מקוריים
17	14	51	7	שווי מניות בידי בעלי מניות מקוריים
67	64	101	57	סה"כ שווי שלא בידי מחזיקי אג"ח
406	402	379	285	שווי הסדר

חישוב שווי ושיעור החזר על בסיס שווי הון עצמי מתוקן, מביא לתוצאות שונות באופן מהותי מהתוצאות שהוצגו בחוות דעת אלרואי, כדלקמן:

תחשיב בחוות דעת אלרואי, מתוקן					
אלרואי		חברה	נציגות - היוון חוב ב- 20%		
הנחת חוב אג"ח קצרות	הנחת חוב מקסימלי				
מילין אירו					
480	480	480	480	סה"כ שווי נכסים	
50	50	50	50	בנק הפועלים	
249	345	289	367	276	שווי הון עצמי
95%	95%	95%	86%	95%	שווי החזקה בהון לאחר ההסדר
237	328	275	316	262	שווי מניות בידי מחזיקי אג"ח לאחר ההסדר
181	85	141	63	154	סה"כ חוב חדש - שווי
418	413	416	379	416	שווי נכסים בידי מחזיקי אג"ח (שווי הסדר)
84%	83%	83%	76%	83%	שיעור החזר
<u>בדיקת סבירות התוצאות</u>					
50	50	50	50	50	בנק הפועלים
5%	5%	5%	14%	5%	שיעור החזקה בהון של בעלי מניות מקוריים
12	17	14	51	14	שווי מניות בידי בעלי מניות מקוריים
62	67	64	101	64	סה"כ שווי שלא בידי מחזיקי אג"ח
418	413	416	379	416	שווי נכסים בידי מחזיקי אג"ח (שווי הסדר)

מהתחשיב המתוקן לעיל עולה כי בהנחות העבודה של אלרואי חצת הנציגות והצעת חוב מקסימלי של אלרואי מתקבל שווי הסדר מקסימלי בסך כ- 416 מיליון אירו. במידה ושווי החוב בהצעת הנציגות יחושב באמצעות שיעור תיוון של 16% לשנה במקום 20% לשנה בחוות דעת אלרואי כאמור בסעיף 2.ב. לעיל, שווי ההסדר בהצעת הנציגות יוצא אף גבוה יותר בסך כ- 418 מיליון אירו ובכך הופך אותה לתרחיש הטוב ביותר בין התרחישים שנבחנו.

יודגש כי יתכן ושווי שוק של אג"ח ואו של חוץ עצמי בפועל יהיה שונה מהותית מהמוצג לעיל. פער זה עשוי להיווצר עקב הערכת השוק כי שווי נכסי החברה שונה מ- 480 מיליון אירו, עקב עודף מהותי של ביקוש/היצע של ניירות ערך, העדר סחירות או מסיבות אחרות. הפער, ככל שיווצר, לא ישנה את העקרון הבסיסי של המימון לפיו שווי הנכסים של כל חברה שווה לסכום שווי חוב ושווי חוץ עצמי.

מסקנות

1. חישוב שווי ההסדר על בסיס הנחות אלרואי בדבר שווי הנכסים ושווי החוב בתרחישים השונים מצביע על כך שההצעות הטובות ביותר הן הצעת הנציגות והצעת חוב מקסימלי של אלרואי.
2. שינוי בהנחות שיעור תיוון לחישוב שווי החוב בהצעת הנציגות מביא למסקנה כי הצעה זו היא ההצעה הטובה ביותר למחזיקי האג"ח של אלביט.
3. בכל מקרה הצעת החברה היא ההצעה הנחותה בין כל התרחישים. הסיבה לכך היא מתמטית: שכל שמחזיקי האג"ח מקבלים פחות מ- 100% ממניות בהסדר פירוש הדבר

- העברת חלק משווי החברה לבעלי המניות המקוריים ערב ההסדר. כך בתרחישים של הנציגות ושל אלרואי 5% מכל שקל חוב שנמחק עובר לבעלי המניות המקוריים ואילו בהצעת החברה מוותרים מחזיקי האג"ח על 14% מכל שקל חוב שנמחק.

4. הצגת שיקולים לבחירת תרחיש אופטימלי

בחירת התרחיש האופטימלי מנקודת ראותם של בעלי האג"ח הנוכחיים בחברה ערב ההסדר אינה פשוטת מתמטית שכן אם זה היה המצב, היו בעלי האג"ח אדישים בין הצעות הנציגות והצעות אלרואי. אלרואי חתייחס לכך בהערות לפרק 13 בחוות דעתו באומרו:

"...2. עם זאת מכשירי חוב הינם בעלי מאפיינים שונים ממכשירי הון ועל כן, השוואה זו אינה היחידה שיש לבצע על מנת לקבל החלטה מושכלת בדבר רכיב החוב שיש לחשיית על החברה לאחר ההסדר..."

על מנת לחדד את ההעדפות של בעלי החוב, מוצגת להלן תמצית של שיקולים אשר לא מצאו את ביטויים בחישוב שווי ההסדר לעיל והם עקרוניים לבעלי האג"ח של החברה ערב ההסדר בבחירתם בין חוב לחון:

1. משקיע חוב לעולם יעדיף שקל חוב על שקל חון. הדבר נובע מהעדפות שנתן סיכון של משקיעי חוב, תחום החתמחות שלהם בחשקעות, מגבלות רגולטוריות ומסיבות נוספות. על מנת לחמחיש את ההעדפה די לציין את העובדה כי קרנות נאמנות אג"ח המחזיקות באג"ח החברה ערב ההסדר ייאלצו לממש את המניות שיקבלו בהסדר תוך 30 יום⁴ ולמעשה לוותר מראש על הפוטנציאל הגלום בהשבחת ערך המניה בעתיד. זאת מבלי להתייחס לסיכוי לצניחת מחירי המניות בימי המסחר הראשוניים לאחר ההסדר כתוצאה ממכירת מניות מאסיבית על-די בעלי אג"ח שאינם מעוניינים בהם ו/או חייבים לממשם כאמור לעיל.

2. לפי התאוריה של Modigliani-Miller בעולם עם מס שימוש בחוב למימון חברה עסקית מעלה את שווי הנכסים שלה ואת שווי ההון העצמי שלה בגובה מגן מס על החוב (הכפלה של שווי החוב בשיעור מס חברות החל על החברה). מטבע הדברים, המינוף מיטיב עם החברה כל עוד רמת המינוף לא יוצרת סיכון מהותי לפשיטת רגל⁵.

אומנם לאלביט הפסדים צבורים גבוהים לצרכי מס ערב ההסדר אך מחילת החוב בהסדר צפויה לצמצם אותם באופן מהותי. במצב כזה מגן מס על החוב הופך רלוונטי לחברה, קל וחומר כאשר מדובר על חוב קיים (בשונה מגיוס חוב חדש) שמחיקתו פוגעת בחברה פעמיים: יוצרת רווח ממחילת חוב, מחד ומקטינה את הוצאות המימון, מאידך.

3. השוואת התרחישים בסעיף 3 לעיל ובחוות דעת אלרואי אינה מתייחסת למספר פרמטרים חכלולים בהצעת הנציגות ואינם כלולים בהצעות אחרות. פרמטרים אלה כוללים הצעה לחלוקת זכויות אלביט באלביט מדיקל בע"מ (להלן: "מדיקל") למחזיקי האג"ח של אלביט אגב ההסדר, העדר אופציות לצד ג' באלביט ורישום מלוא הנכסים

⁴ ראה, למשל, חוזר למנהלי קרנות נאמנות ולטאמנים של רשות ניירות ערך מיום 29 בנובמבר 2011 ובו חוראח מחייבת מכירת ניירות ערך המתקבלים אגב הסדר לצמצום חריגה ממדיניות הקרן תוך 30 יום.
⁵ ראה, למשל, Richard A. Brealey and Stewart C. Myers "Principles of Corporate Finance", V edition, ch.18

החופשיים משיעבוד, כבטוחות לאג"ח החזקות. פרמטרים אלה מיטיבים עם מחזיקי האג"ח של החברה. בנוסף, על-פי הצעת הנציגות מניות השליטה בחברה לאחר החסדר תימכרנה במכרז על מנת למקסם את התמורה לבעלי האג"ח ולמנוע אי שיויון פוטנציאלי ביניהם.

4. ביום 16 במאי 2013 קיבלו הנאמנים של חסדרות משתפות הפעולה חוות דעת של פרופ' שרון חנס ופרופ' אהוד קמר שעסקה, בין היתר, בסוגיית השיויונית בהצעת החברה. במידה וחוות דעת זו תאומץ על-ידי בית המשפט אזי הגדלת חיקף החוב מקטינה את שווי ההון העצמי ובכך מצמצמת את אי השיויון בחלוקת חשווי בין מחזיקי האג"ח, ככל שקיים. זאת בשל העובדה כי שווי הנכסים העודף למחזיקי אג"ח מסוימים נגזר משווי ההון העצמי של החברה לאחר החסדר.

מסקנות

מחזיקי אג"ח מעדיפים שקל חוב על שקל חון כל עוד החוב הנותן אינו יוצר סיכון מהותי לפשיטת רגל. משכך, הם יעדיפו לוותר על סכום חוב נמוך ככל האפשר כאשר שווי החסדר זוח בין התרחישים. כאשר הגדלת החוב הנותן אחרי החסדר מביאה למקסום שווי החסדר ועולה בקנה אחד עם כל השיקולים המפורטים לעיל העדפת מחזיקי האג"ח הופכת לחיות חד משמעית.

הצהרה

אני נתן חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט ואני מצהיר כי ידוע לי חיטב, שלעניין הוראות החוק חפילי בדבר עדות שקר בשבועה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה על ידי כדין עדות בשבועה שנתתי בבית המשפט.

בכבוד רב,

ואדים פורטנוי, רו"ח

ואדים פורטנוי יעוץ עסקי בע"מ

תאריך: 9 ביוני 2013