



# איגוח כלל תאגידי

## Whole Business Securitization

דוח מתודולוגי | דצמבר 2012

1

---

**מחברים:**

יובל סקורניק, אנליסט  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

אדם בן יהודה, ראש צוות  
[adamb@midroog.co.il](mailto:adamb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען הלר - סמנכ"ל, ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

באיגוח כלל תאגידי Whole Business Securitization (להלן: "איגוח כלל תאגידי") תזרים המזומנים נשען על רשימת לקוחות מוגדרת באופן מסוים, אך ללא הגדרה מוחלטת (רשימה סגורה). מכאן, כי בעסקאות אלו קיימת גמישות המחייבת בדיקת משתנים איכותיים, כגון: יציבות הענף, ניסיון מנהלי הפעילות ועוד.

אחד מעקרונות המימון המובנה המהותיים הינו בידוד סיכוני האשראי של תיק נכסים מוגדר, מסיכוני האשראי של התאגיד המנפיק (להלן: "חברת המקור"), באמצעות ביצוע ההנפקה על ידי חברה ייעודית (SPC) אליה מועברת הפעילות במסגרת הסכם מכר (להלן: "תאגיד הפעילות"), באופן המוביל לבידוד משפטי יחסי של סיכוני האשראי. יצוין כי, הבידוד אינו מושלם עקב היעדר תשתית חוקית, חשבונאית ופיקוחית נאותה לביצוע עסקאות איגוח<sup>1</sup>. בבסיס עסקאות מימון מובנה קיים תיק נכסים/לקוחות מוגדר מראש, המייצר תזרים מזומנים, אשר משרת חוב, לפי לוח סילוקין ידוע.

להלן טבלה המסכמת את ההבדלים העיקריים, בין מימון תאגידי, מימון מובנה מגובה נכסים ומימון מובנה מסוג איגוח כלל תאגידי:

איגוח כלל תאגידי	איגוח מגובה נכסים	מימון תאגידי
תלוי ביקוש וכולל בסיס לקוחות עם הגדרות מסוימות, אשר עשוי להשתנות עם הזמן.	תלוי בחוזה מוגדר או מערכת חוזים מוגדרת, אשר מהווים בסיס לתזרים מזומנים לתקופה מוגבלת.	תלוי ביקוש; לרב אין תלות בחוזה יחיד או מערכת חוזים.
פעילות מוגדרת ומוגבלת במסגרת SPC. עם זאת, קיימת גמישות בקשר עם טיב והגדלת הנכסים, קרי, לקוחות הפעילות.	פעילות מוגדרת ומוגבלת במסגרת SPC. רשימת הנכסים מוגדרת, וקיימת מגבלה על היכולת לפזר סיכונים.	הגבלה פחותה על הפעילות העסקית. פיזור השקעות ונכסים מפחית סיכון.
הגנה מובנית עבור המממנים, כדוגמת: כריות ביטחון, מבחני יחסי כיסוי בטרם חלוקת עודפים ועוד.	לרב, החוב מופחת כולו, ותוספת חוב מותנית בעמידה במבחנים שונים. המינף הגבוה משקף את תזרים המזומנים הצפוי עפ"י חוזה סגור. הון מניות רשום עשוי לפחות עם הזמן.	הגנה פחותה על המממנים.
לרב, החוב מופחת כולו, ותוספת חוב מותנית בעמידה במבחנים שונים. המינף הגבוה משקף את תזרים המזומנים הצפוי עפ"י חוזה סגור. הון מניות רשום עשוי לפחות עם הזמן.	לרב, החוב מופחת כולו, ותוספת חוב מותנית בעמידה במבחנים שונים. המינף הגבוה משקף את תזרים המזומנים הצפוי עפ"י חוזה סגור. הון מניות רשום עשוי לפחות עם הזמן.	החוב עשוי להסתיים עם בלון. הגבלות מועטות בנטילת חוב נוסף. הון מניות רשום וחיובי הינו רכיב קבוע במאזנים.

מבנה עסקת איגוח כלל תאגידי איננו אחיד ומותאם באופן ייחודי לכל עסקה, בהתאם לענף הספציפי בו פועלות חברת המקור ותאגיד הפעילות. עם זאת, כלל מבני העסקאות הינם בעלי מטרות משותפות, שעיקריהן:

- **צמצום ההסתברות לכשל וניהול העסקה בצורה מיטבית:** מבנה עסקת איגוח כלל תאגידי ממתנת את ההסתברות לכשל, באמצעות שילוב מנגנוני בקרה ושליטה מובנים, כגון: יחסי כיסוי, בקרות, הגבלת פעילות התאגיד ושליטה של הנאמן, הן על חשבונות התקבולים והן על הזרמת המזומנים, כנגד הוצאות תפעוליות, הוניות (CAPEX) ואחרות, המוכרות ומאושרות לתאגיד הפעילות. למעורבות הנאמן בניהול תאגיד הפעילות חשיבות במניעת נטילת סיכונים על ידי חברת המקור/תאגיד הפעילות, אשר אינם קשורים לפעילות בבסיס האיגוח.
- **שמירה על פעילות מתמשכת (Going Concern):** קיום הגנות מובנות לשם תמיכה בתזרים המזומנים ושירות החוב, כדוגמת: כריות ביטחון, חשבונות מבוקרים בנאמנות, מפל מזומנים, הדקים לשחרור דיבידנדים, מבחני

<sup>1</sup> מתוך דוח הועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אג"ח מגובות בנכסים (איגוח), יוני 2005.

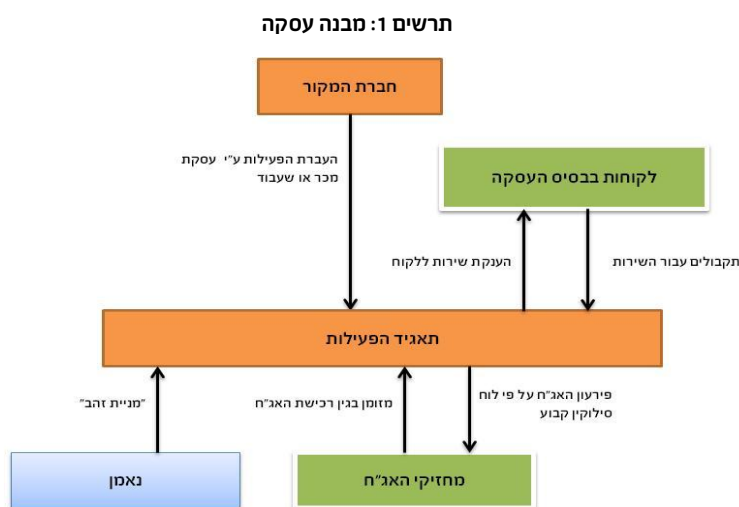
יחסי כיסוי בטרם חלוקת עודפים, כליאת עודפים, האצת פירעון (pass-through) או החלפת נותן השירותים בעסקה ועוד. מבנה העסקה כולל הדקים תפעוליים המפרטים את הפעולות שחברת המקור/תאגיד הפעילות חייבים לבצע, בהינתן אירועים שונים.

## 2. עקרונות מתודולוגיים לדירוג

עסקאות איגוח כלל תאגידי נבחנות לגופן, בהתאם למשתנים העיקריים המשפיעים על הפעילות המאוגחת. ראשית, נבחן המבנה המשפטי בעסקה, על מנת לוודא כי חלה הפרדה יחסית, בין תאגיד המקור לתאגיד הפעילות. יצוין כי, לרב, מתבקשת חו"ד משפטית, לשם תיקוף המבנה המשפטי, הן בהיבט חוקיותו והן לשם אמידת חוזקה המשפטי של ההפרדה, כנדרש בעסקאות מסוג זה. נבחנים משתנים איכותיים, כגון: יציבות הענף, מעמד החברה, ניסיון ההנהלה, נוהלי ומערכות הניהול (IT) ועוד. בנוסף מתקיימות בדיקות כמותיות, הנגזרות מנתוני פעילות היסטוריים, בשילוב תרחישי קיצון שונים. יצוין כי, דירוג האג"ח הינו פועל יוצא של המאפיינים האיכותיים, מחד, והערכת שווי התזרים, בהתאם לנתונים היסטוריים, ובהינתן תרחישי קיצון שונים, מאידך. בהמשך לבחינות אלו, ועל בסיס החשיפות השונות והסיכונים שזוהו, באשר לשווי תזרים המזומנים מהפעילות, כאמור, נבדקת הלימות מערכת הסעדים וההתניות הפיננסיות בעסקה.

### 2.1 ניתוח מבנה העסקה

איגוח כלל תאגידי הינו מודל עסקי-משפטי המאפשר לחברת המקור להפריד פעילות מניבה לחברה ייעודית, תאגיד פעילות, אשר הינו בהחזקה המלאה ללא חוב פיננסי במועד הקמתו. העברת הפעילות לתאגיד הפעילות מתבצעת כעסקת מכר. בעסקאות איגוח כלל תאגידי, לרב, לחברת המקור תפקיד משמעותי בהענקת שירותים קריטיים ושיפויים, בעת הצורך, לתאגיד הפעילות, פרמטר הנלקח בחשבון



בדירוג. עם זאת, כפי שצוין לעיל, הבידוד המשפטי אינו מושלם. כחלק ממנגנון סמכויות הנאמן, מונפקת לנאמן "מניית זהב" המאפשרת לו לשלוט בחשבונות מרכזיים המתנהלים לצורך העסקה, בהתאם למפל התשלומים (ראה סעיף 2.6), ובקבלת החלטות מהותיות בתאגיד הפעילות.

### 2.2 ניתוח מאפייני הענף

תאגיד הפעילות מנפיק איגרות חוב המגובות בתזרימי מזומנים, הנובעים מתקבולים מלקוחות קיימים ועתידיים (תיק הנכסים/הלקוחות מוגדר, אך אינו מוחלט). על מנת למתן את הסיכון הגלום בחוסר הוודאות, באשר לבסיס הנכסים בעסקה ותזרימי המזומנים שינבעו ממנו על פני הזמן, איגוח כלל תאגידי הינו כלי פיננסי המתאים ליישום בענפים בוגרים, המתאפיינים בחסמי כניסה גבוהים ותחרות מוגבלת. מכאן, בין היתר, נובעת הדרישה להגבלת תאגיד הפעילות לפעילויות ליבה מוגדרות וצמצום חופש הפעולה בביצוע השקעות, הנפקת חוב נוסף ועוד. היתרון במבנה הינו בשימור

גמישות תפעולית גבוהה בתאגיד הפעילות (למשל: ניתן לטייב את תיק הלקוחות או לשנות את המחיר ללקוחות), תוך קביעת מנגנוני שליטה ובקרה על ההתפתחויות הכלכליות אצל תאגיד הפעילות.

ענף בוגר הינו ענף בו יחסי הביקוש וההיצע, לרבות התחרות, מתאפיינים ביציבות לאורך שנים. יציבות זו משתקפת במספר שחקנים מוגבל, ללא שינויים מהותיים בנתחי שוק, במבנה עלויות, ברווחיות וברגולציה ענפית, אשר אינה נתונה לשינויים מהותיים לאורך זמן. חסמי כניסה גבוהים תורמים ליציבות הענפית ובאים לידי ביטוי בחובת פעילות תחת רישיון, עמידה בתקנים מורכבים, צרכי הון משמעותיים בהקמת פעילות והרכשת לקוחות או צבירת מומחיות ומוניטין לאורך שנים. אמידת בגרות הענף מתבטאת, בין היתר, ביכולת לספק בסיס נתונים משמעותי, באשר לתזרימי מזומנים היסטוריים, באמצעותם ניתן לנתח מגמות, תנודתיות במשתנים מרכזיים ותחזיות עתידיות.

### 2.3 מיצוב החברה בענף והערכת יציבות ההכנסות ותזרימי המזומנים

במסגרת מיצוב החברה בענף נבחנים המשתנים הבאים:

- **כללי:** תקופת פעילות החברה בענף, התפתחות נתח שוק החברה, חוזק המותג ומחויבות מצד בעלי המניות.
- מבנה ארגוני: שדרת הניהול, יציבותה וניסיון ההנהלה הבכירה, אופן קבלת ההחלטות וקיומם של נהלים ברורים.
- **תפעול, שליטה ובקרה:** מבנה עלויות יציב, מבוקר ובשקיפות גבוהה, בין היתר, הודות לקיום מערכות זו, המאפשרות שליפת נתונים מדויקת וקיום מערכת התראות בנושאים שונים, כדוגמת שיעורי גבייה מלקוחות.
- **הרכב בסיס לקוחות החברה:** סוג לקוחות החברה (פרטיים, תאגידיים גדולים/קטנים, חברות ממשלתיות וכדומה), מספר הלקוחות ומגמות (שיעורי נטישה וכניסת לקוחות חדשים) ומידת פיזור הלקוחות.
- **מיצוב החברה אל מול מגמות ענפיות:** בחינת מגמות כלליות בענף, בהיבטים טכנולוגיים, מסחריים רגולטוריים ואחרים, ובחינת פעילות החברה והתמודדותה במישורים אלו.
- **יציבות רווחיות החברה:** מגמות במרכיבי הכנסות והוצאות החברה, בשולי הרווח הגולמי והתפעולי ותנודתיות בתזרימי המזומנים מפעילות.

4

### 2.4 מבנה עלויות והסכם השירותים

במסגרת עסקאות מימון מובנה בכלל ובעסקאות איגוח כלל תאגידי בפרט, ישנה חשיבות גבוהה לקביעת מבנה עלויות ידוע ומגודר, בעל רכיבים קבועים ו/או משתנים (בהתאם להיקפי פעילות). מבנה העלויות נקבע במסגרת הסכם שירותים, לרוב עם חברת המקור או חברה הקשורה אליה, באופן שמסיר מתאגיד הפעילות את החשיפה לשינויים במבנה העלויות ומותיר חשיפה מסוימת להיקפי הכנסות, וכפועל יוצא, לשולי הרווח ולתזרימי המזומנים מפעילות. עם זאת, יש לזכור כי שווי התזרימים, בהינתן חדלות פירעון ומכירת הפעילות, יושפע, בין היתר, ממבנה העלויות העדכני בעת המימוש, ועל כן, יש לבחון את המגמה הכללית בשולי הרווח ולקחת בחשבון הנחה כי מבנה העלויות שנקבע, בהתאם להסכם השירותים, בעת קביעת שווי התזרימים, עשוי להשתנות עם הזמן.

### 2.5 הדקים וקרנות ביטחון

עסקאות איגוח כלל תאגידי כוללות הדקים כמותיים וקרנות ביטחון שמטרתם צמצום ההסתברות לכשל, המושגת, בין היתר, באמצעות קיום בקרה ושליטה מעשית על הפעילות העסקית של תאגיד הפעילות. מנגנון השליטה והבקרה מגדיר, מחד, יחסים פיננסיים אשר לפיהם תותר חלוקת עודפים, תחול דרישה לכליאת עודפים, יואץ פירעון הקרן, יוחלף

נותן השירותים בעסקה (לרב, חברת המקור או חברה הקשורה אליה) או תוכרז חדלות פירעון, אשר תתיר את מימוש הנכסים. מאידך, המנגנון עשוי להכיל אירועים נוספים, כגון: ירידה במספר לקוחות או במספר סניפי פעילות, שינויים רגולטוריים שונים ואירועים בקרב חברות הקשורות בעסקה (חברת המקור, ספקים קריטיים וכדומה).

לרב, מערכת ההדקים המרכזית נקבעת באמצעות קיום מבחן עיתי בחישוב יחס כיסוי חוב, דהיינו, חישוב היחס בין התזרים החופשי לשירות החוב לשירות החוב (קרן וריבית) לתקופה של 12 החודשים האחרונים (DSCR) וכן חישוב היחס בין היוון תזרים המזומנים החופשי לשירות חוב (לפי תשואת האג"ח) ליתרת האג"ח בתאריך החישוב (LLCR). לבחינות אלו עשויות להתווסף בחינות נוספות, כגון: בחינת יחסי הכיסוי ב-12 החודשים הבאים, לפי המודל הפיננסי, ואף בחינת יחסי הכיסוי בכל 12 חודשים עד מועד פירעון האג"ח. במסגרת העסקה, נקבעים יחסי כיסוי חוב מינימאליים, בהתאם למאפייני תזרים המזומנים, לפי נתונים היסטוריים, והשפעת תרחישי קיצון שונים. הדקים וקרנות ביטחון תורמים לשיעורי שיקום גבוהים וכפועל יוצא, לשיעורי הפסד נמוכים.

לשם הבטחת העמידה ביחסי הכיסוי עשויות להיקבע קרנות ביטחון (פיקדונות בהיקפים שונים המשועבדים לנאמן לטובת בעלי האג"ח), וזאת לצורך גישור על פערים תזרימיים. להלן דוגמאות לקרנות ביטחון אופייניות:

- קרן לשירות חוב: היקף הקרן לשירות חוב נקבע לפי התגודתיות בתזרים המזומנים ובהתאם ללוח הסילוקין, והינה משמשת להבטחת נזילות מינימאלית לשם שירות האג"ח (קרן וריבית).
- קרן להשקעות הנויות/חידוש ציוד/אחזקה: קרן שמטרתה שמירה על מזומנים לשם ביצוע השקעות מתוכננות או בלתי מתוכננות, אשר הינן בעלות חשיבות להמשך תפקוד תאגיד הפעילות.
- קרן לגידול בפעילות/הרכשת לקוחות: קרן בעלת חשיבות בתאגיד פעילות, אשר צופה גידול מהותי בבסיס פעילותו, אשר לצדו עלויות מהותיות.

5

יתכנו קרנות נוספות, בהתאם לענף, למבנה הכנסות (למשל: השפעת עונתיות) ולמבנה העלויות (למשל: תשלום משמעותי גבוה מדי שנתיים).

## 2.6 מפל תשלומים ובקרת הנאמן על חשבונות תאגיד הפעילות

כחלק ממבנה העסקה, נקבע מפל תשלומים מוגדר ומבוקר ע"י הנאמן לטובת בעלי האג"ח. לרב, כלל החשבונות שייפתחו לצורך כך משועבדים לנאמן והנאמן מורשה חתימה בהם. תקבולים מלקוחות, קיימים ועתידיים, יופקדו, מדי חודש, בחשבונות ייעודיים. להלן פירוט סדר התשלומים מהחשבונות הייעודיים בעסקאות מימון כלל תאגיד:

1. הוצאות שוטפות, בהתאם לקבוע במסמכי העסקה.
  2. תשלום ע"ח ריבית וריבית נצברת, לפי העניין.
  3. תשלום ע"ח קרן.
  4. השלמת קרן לשירות החוב.
  5. השלמת קרנות ביטחון נוספות, לפי העניין.
  6. חלוקת עודפים לחברת המקור, במועד שירות החוב ובכפוף להדקים ולהתניות, הקבועים במסמכי בעסקה.
- יצוין כי, לעתים מתבקשת הותרת יתרה בחשבון השוטף או בחשבון העודפים, וזאת על מנת לגשר על פערי עיתוי או לחילופין לאפשר הזרמה חוזרת של המזומנים לחשבון המרכזי לצורך שירות חוב, בהינתן אירועים שונים.

## 2.7 בטוחות העסקה

הבטוחה המשמעותית ביותר לטובת מחזיקי האג"ח הינה שעבוד מניות תאגיד הפעילות, אשר בבעלותו תזרים המזומנים מן הפעילות, כפי שהוגדרה. תאגיד הפעילות משעבד בשעבוד צף וקבוע מדרגה ראשונה את חשבונות הבנק וההון המונפק, המוצע והרשום לטובת הנאמן. במסגרת העסקה, לנאמן יוענקו זכויות חתימה בחשבונות תאגיד הפעילות וחברת המקור בהם מתקבלים התקבולים המשמשים לתשלומי האג"ח. בנוסף חברת המקור, משעבדת בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את כלל הציוד והנכסים המוחשיים<sup>2</sup> המשמשים את תאגיד הפעילות. בנוסף, תוקצה לנאמן מניית הצבעה ("מניית זהב"), המאפשרת את שליטתו המלאה בכל הקשור בשינוי מבנה ההון של תאגיד הפעילות, מינוי נושאי משרה וביצוע התשלומים הנדרשים, בהתאם להוראות שטר הנאמנות לעסקה.

## 2.8 דיווחים לנאמן

להלן הדיווחים העיקריים לנאמן:

1. דוח חודשי המפרט את כלל התקבולים שהתקבלו במסגרת הפעילות, ודיווחים נוספים, כגון: מספר הלקוחות העדכני, הוצאות תפעול בגין עובדים, ספקים, מיסים וכד', תשלום דמי ניהול או דיבידנד (אם קיים) והסכומים הקיימים בקרנות הביטחון והשוואתם לסכום הנדרש, על פי מסמכי העסקה.
2. דוח רבעוני המציג את חישוב יחסי כיסוי חוב ויחסים פיננסיים אחרים, לפי העניין.
3. דוחות כספיים רבעוניים ושנתיים מבוקרים של תאגיד הפעילות, תאגיד המקור ושל נתן השירותים בעסקה (באם אינו תאגיד המקור).
4. דיווחים מידיים על אירועים חריגים העלולים להשפיע על הפעילות העסקית.

6

## 2.9 ניתוח סטטיסטי

הניתוח הסטטיסטי מבוסס על נתונים היסטוריים, המשקפים את הפעילות המאוגחת ברמה החודשית/רבעונית/שנתית. במסגרת הניתוח מזהים המשתנים העיקריים המשפיעים על תזרים המזומנים, וכפועל יוצא, על שווי התזרים. משתנים אלו נבחנים בכלים סטטיסטיים מגוונים, המודדים מגמות כלליות ותנדודתיות. במסגרת הבדיקות, נבחנים תרחישים שונים, אשר משקפים התפתחויות שונות של משתנה או קבוצת משתנים, והשפעתם על יחסי הכיסוי ויחסים נוספים בעסקה, לפי העניין. בנוסף, מבוצעים תרחישי קיצון, המשקפים אירועים קריטיים, כגון: החלפת חברת המקור (נתן השירותים בעסקה) או התפתחויות מהותיות חוצות-ענף, כגון: התפתחויות טכנולוגיות, רגולטוריות ואחרות, לפי העניין.

<sup>2</sup> במקרים מסוימים משועבדים אף נכסים בלתי מוחשיים.

להלן מוצגת דוגמא לניתוח שנעשה על ידי MOODY'S (להלן: "מודיס") עבור עסקת איגוח כלל תאגידי 2007 של חברת Domino's Pizza, Inc.<sup>3</sup> (להלן: "החברה"), המוחזקת החזקה מלאה בשרשור על ידי Domino's Pizza, Inc. (להלן: "דומינוס"). עסקת איגוח כלל תאגידי התאימה לפעילות דומינוס, הפעילה מזה 45 שנה, בין היתר, לאור היותה רשת שיווק הפיצות הגדולה בעולם, המפעילה כ- 7,800 זכיינים וכ- 600 מסעדות בבעלותה ביותר מ- 50 מדינות, בעלת כ- 19.4% נתח שוק בארה"ב ונתח שוק גלובלי במגמת גידול. בנוסף, דומינוס בעלת מפעלי ייצור של חומרי הגלם העיקריים המשמשים לייצור, ומציגה שיפור לאורך זמן בשולי הרווח של פעילותה. דומינוס הינה בעלת תזרים מזומנים יציב מפעילות, נהנית ממיתוג חזק ובעלת מבנה עסקי פשוט, הנדרש להשקעות צנועות לצורך גידול. מודיס העניקה דירוג Aaa לאג"ח שהנפיקה החברה (להלן: "האג"ח"), הודות לביטוח אשראי מלא שהוצמד לאג"ח מחברות ביטוח אשראי בדירוג Aaa (להלן: "חברות ביטוח האשראי"). בנוסף, מציינת מודיס כי הסיכון לחברות ביטוח האשראי הינו לפחות בדירוג בר-השקעה (דהיינו, Baa3 ומעלה). להלן עיקרי המרכיבים בעסקה:

### 3.1 הגדרת הנכסים בבסיס העסקה

הנכסים בבסיס העסקה הינם: (1) הנכסים הבלתי מוחשיים של דומינוס, הקיימים והעתידיים; (2) חוזי זיכיון ותקבולים מזיכיונות מכל מסעדות דומינוס בארה"ב ובעולם, למעט רשימת מסעדות שהוחרגה; (3) מסעדות בבעלות דומינוס והתקבולים מהן; (4) כל הסכם ותקבול הנובע ממנו שקשור לחברת החלוקה של דומינוס; (5) חוזי קניית המוצר וכל תקבול בינו; (6) כל התקבולים שיתקבלו מהסכמים הקשורים בפעילות בינלאומית או מנכסים בחו"ל; (7) כלל התקבולים בגין עסקאות איגוח וכל תקבול נוסף המוחזק אצל החברה או החברות הבנות שלה; (8) 100% ההון העצמי של החברה ושל החברה המחזיקה בה, Domino's SPV Guarantor LLC.

7

### 3.2 הדקים וקרנות ביטחון

בהתאם למסמכים המשפטיים, לאג"ח מאושרת תקופה לפדיון של עד 30 שנה. עם זאת, לוח הסילוקין, לפיו מחושבים היחסים הפיננסיים, נפרס על פני 5 שנים ממועד הסגירה הפיננסית. לחברה ניתנה אפשרות, בתנאים מסוימים, לקבל הארכה בשנה לפדיון האג"ח, בסוף השנה ה- 5 והארכה בשנה נוספת, בסוף השנה ה- 6, בכפוף לעמידה ביחסי כיסוי חוב שנתיים מוגדרים. במידה והחברה לא תפרע את האג"ח בתום הארכות אלו, לא ייחשב הדבר כאירוע כשל או אירוע האצת פירעון.

### 3.3 יחסי כיסוי חוב

בבסיס עסקת האיגוח הכלל תאגידי של החברה נקבעו הדקים כמותיים, בהתאם ליחסי כיסוי חוב (DSCR TRIGGER), הגוררים את הפעולות הבאות: (1) כליאת מזומנים עבור מחזיקי האג"ח; (2) האצת פירעון האג"ח; (3) הגדלת או הקטנת הקרן לשירות החוב; (4) החלפת חברת Domino's Pizza LLC (חברת המקור ונותן השירותים בעסקה) המהווה, בין היתר, אירוע כשל.

<sup>3</sup> להלן קישור לדוח הדירוג משנת 2007: [Domino's Pizza Master Issuer LLC, 2007-1](http://www.dominospizza.com/InvestorRelations/InvestorRelations.aspx).

להלן טבלה המציגה את הפעולות הנגרמות כתוצאה מאי עמידה ביחסי כיסוי חוב מינימאליים:

הערות	תוצאה של אי עמידה	במידה יחס כיסוי חוב רבעוני מתחת ל-
	אירוע כשל/החלפת חברת המקור בעסקה	1.20
כלל תזרים המזומנים ישמש לתשלומי קרן האג"ח, בהתאם לבכירות השכבות בו.	האצת פירעון	1.50
במידה יחס כיסוי חוב יחזור לטווח שבין 1.75-1.85 למשך 2 רבעונים רצופים, 50% מהמזומנים שהופקדו בחשבון הייעודי ישוחררו.	50% מתזרים המזומנים יופקד בפיקדון ייעודי למחזיקי האג"ח	1.75
במידה יחס כיסוי חוב יחזור להיות גבוה מ-1.85 למשך 2 רבעונים רצופים, ניתן יהיה לשחרר את כלל המזומנים שהופקדו בחשבון הייעודי.	25% מתזרים המזומנים יופקד בפיקדון ייעודי למחזיקי האג"ח	1.85

במקרה האצת פירעון, 100% מתזרים המזומנים הפנוי, לאחר ביצוע תשלומי ריבית לאג"ח, תשלומי שירותים, שכר נאמן, שיפויים ביטוחיים והוצאות נוספות הקשורות לישויות בבסיס האיגוח, ישמשו לפירעון קרן האג"ח. להלן אירועים נוספים בהם יחול תהליך האצת פירעון:

- אירוע החלפת חברת המקור בעסקה.
- אירוע כשל.
- האג"ח לא משולם במלואו עד למועד לפדיון שסוכם במסגרת העסקה.
- מספרם הגלובאלי של סניפי דומינוס ירד מתחת ל-6,750.
- במידה יחס כיסוי חוב רבעוני, לאחר השנה ה-8 ממועד הסגירה הפיננסית, ירד מתחת ל-1.20.

### 3.3.1 קרן לשירות החוב ואפשרות הזרמת הון

החברה תפקיד בחשבון לטובת מחזיקי האג"ח, כספים בהיקף תשלום הריבית לאג"ח עבור שלושת החודשים העוקבים. החברה תוכל לצמצם את היקף המזומנים בחשבון, לסכום התואם את תשלום הריבית לחודש הקרוב בלבד, במידה יחס כיסוי חוב רבעוני יהיה גדול מ-2.70 למשך שני רבעונים עוקבים, ובמידה ולא חלו אירועי כשל או האצת פירעון האג"ח.

בנוסף לקרן לשירות החוב, מבנה העסקה מאפשר הזרמות הון של עד 150 מ' דולר במטרה להגדיל את תזרים המזומנים, ולהביא לשיפור בחישוב יחס כיסוי חוב, בכפוף למגבלות שלהלן: (1) הזרמות הון הינן מוגבלות עד ל-30 מ' דולר בכל הזרמה; (2) לא יבוצעו יותר מ-2 הזרמות הון בשנה קלנדרית; (3) לא יבוצעו יותר מ-5 הזרמות הון בכל תקופת העסקה.



### 3.3.2 שינוי בעלי שליטה בחברה

שינוי בעלי השליטה הינו אירוע בו לפחות 50% מההון של החברה לא יהיה בבעלות דומינוס. במידה ושינוי בבעלי השליטה מתרחש, ללא הסכמת חברות ביטוח האשראי, החברה מחויבת לפרוע את התחייבויותיה לאג"ח הבכירות באופן מיידי. החברה לא תחויב בפירעון מיידי של האג"ח הבכירות כתוצאה משינוי בבעלי השליטה, במקרה שהשינוי בבעלי השליטה נעשה בדרך של הצעת רכש ציבורית או שהשינוי בבעלי השליטה אינו מוביל לשינוי בהנהלת החברה.

### 3.3.3 מגבלות בגיוס חוב נוסף

היכולת של החברה לגייס חוב נוסף הינה מוגבלת. גיוס סדרות נוספות על ידי החברה, כחלק מהעסקה הקיימת, מחייב עמידה בתנאי הדירוג שנקבעו בדוח הדירוג של מודיס וקבלת אישור מחברות ביטוח האשראי. גיוס חוב נוסף מחייב עמידה במגבלות שונות וביחסי מינוף מסוימים.

### 3.4 ניתוח סטטיסטי

מודיס ניתחה את חשיפות תזרימי המזומנים בעסקה, באמצעות סימולציות ותרחישים של המשתנים המשפיעים ביותר על היקף הפדיון של דומינוס. הפרמטרים שנלקחו בחשבון בתרחישי תזרימי המזומנים בעסקה הינם: (1) היקף התמלוגים מזכיינים; (2) מספר המסעדות של דומינוס; (3) ממוצע פדיון מסעדות; (4) בחינת השפעות שליליות על תזרים המזומנים הצפוי כתוצאה מהשפעות חיצוניות. התרחישים השונים משקפים את עמידות המודל העסקי, דהיינו, היקף שווי הנכס, בהינתן התפתחויות שליליות. העמידות נמדדת, בין היתר, לפי תרחישי הקיצון בהם יחס הכיסוי משקף חדלות פירעון.