

Advisory

פתרונות השקעה בסביבת תשואה אפסית לשחקנים פיננסיים עם נגישות מוגבלת לשווקים אלטרנטיביים

November 2017

מחלקת מימון מורכב
PwC ישראל

הגבלת אחריות ותיחום תכולת המצגת

- מצגת זו הוכנה למטרת תיאור כללי של מכשירי ההשקעה הנכללים בה, ואינה מהווה ייעוץ מקצועי בנושאים אלו
- המידע המובא במצגת הינו מידע תמציתי ביותר בנוגע לנושאים הנכללים במצגת ואינו מתיימר להוות ניתוח מקיף של המכשירים המוצגים והגופים המציעים אותם
- האמור במצגת אינו מהווה הצעה להשקעה או הזמנה לקבלת הצעות כאמור ובהתאם אין לראות במידע האמור במצגת כהצעה לביצוע השקעה מכל סוג שהוא
- PwC Israel אינה אחראית לשלמות ודיוק הנתונים המופיעים במצגת ובהתאם לא ניתנת כל התחייבות לשלמות ודיוק הנתונים המופיעים בה
- PwC Israel אינה מקבלת על עצמה, או נושאת באחריות כלשהיא, לטפל בהשלכות שינבעו מביצוע פעולות בהתבסס על האמור במצגת או בשל החלטות שיתקבלו על סמך המצגת האמורה

"מימון מורכב" – יוזמה וחדשנות בשוק ההון

מחלקת "מימון מורכב" מתמחה בפעילויות מורכבות בשוק ההון, בדגש על מוצרים חדשניים ולא סחירים, ומציעה פתרונות לגיוס מימון עבור חברות וקרנות והשקעות ייחודיות עבור משקיעים

01

הצגת מוצרים פיננסיים חדשניים לגופים מוסדיים בישראל וניהול תהליכי הטמעת ידע וחינוך שוק

02

פיתוח מוצרים פיננסיים חדשים בישראל בראייה כוללת של צרכי ורצונות השוק, חברות הדירוג, רשות ני"ע והבורסה

03

ליווי גופים זרים בכניסה לפעילות בישראל בהצעת מכשירים לא סחירים למשקיעים מוסדיים

04

ליווי הנפקות של מכשירים חדשניים או המשלבות מספר היבטים, כגון מימון והון רגולטורי בבנקים ובביטוח

05

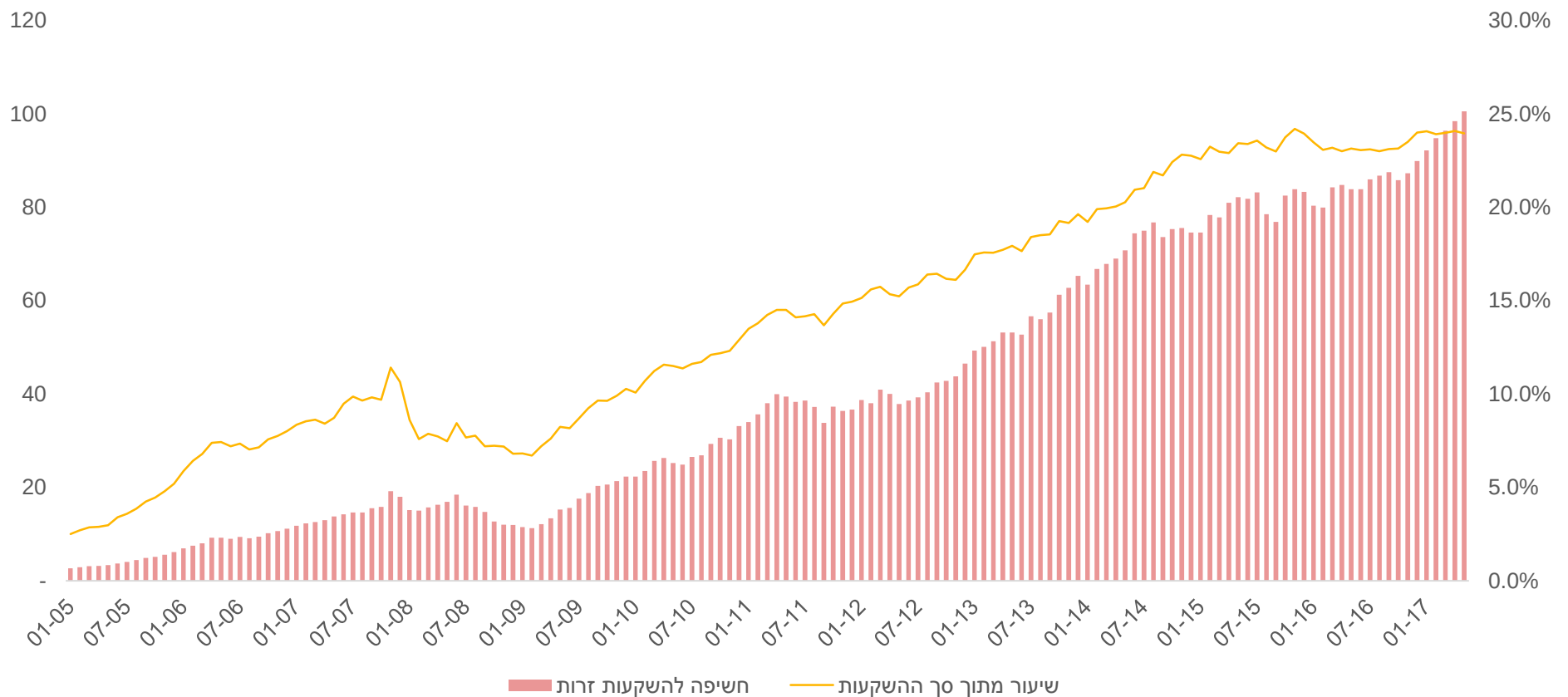
ייעוץ שוטף לבנקים, חברות ביטוח, הבורסה לניירות ערך וחברות מובילות במגוון נושאים

שינויים בטעמים של שחקנים פיננסיים בישראל

לאורך השנים האחרונות גופים פיננסיים בישראל מבצעים השקעות במדינות זרות בקצב הולך וגובר בשל יתרות נזילות גבוהות ומגבלות בהשקעות איכותיות בארץ

מיליארדי דולר

השקעות זרות בקרב גופים מוסדיים



אתגרים בשימור ההון תחת תנאי השוק הנוכחיים

תנאי השוק הנוכחיים מקשים על שחקנים פיננסיים בעלי היקפי פעילות קטנים לשמר את הון המשקיעים ולהפיק תשואה משמעותית

אתגרים בביצוע השקעות איכותיות:

01

סביבת ריבית נמוכה מקשה על הנבת תשואות מספקות ושימור ההון מבלי ליטול סיכונים משמעותיים

02

השווקים הסחירים מוצפים בנזילות הרודפת אחרי תשואה

03

מחירי הנכסים בעולם גבוהים ומגבירים את סביבת הסיכון

04

זרימה עצומה של כספים לאפיקים אלטרנטיביים, כגון קרנות ענק בתחום ה-PE, מקשה על גופים קטנים יותר להתמודד

05

קושי לזהות "מוצרים מנצחים" ממוצרים המניבים תשואה ב-Cycle חיובי, לאור מחזור חיובי ארוך ויציב

אתגרים בשימור ההון תחת תנאי השוק הנוכחיים, המשך

פתרונות אפשריים:

1

הסטת כספים לאפיקים אלטרנטיביים שאינם מוצפים בנזילות ומאפשרים תשואה עודפת

2

זיהוי אפיקים אלטרנטיביים בהם פועלים משקיעים מוסדיים, שעדיין מאפשרים השקעות איכותיות בהיקפים נמוכים יחסית (Small Tickets) המתאימים לשחקנים בעלי היקף פעילות נמוך יחסית

3

רכיבה על המומחיות, כוח התמחור והנגישות להשקעות של משקיעים מוסדיים וחברות ביטוח, באמצעות השקעות מקבילות בהיקפים קטנים יותר לצדם או במבני השקעות המנוהלים על ידם

4

שיתופי פעולה אסטרטגיים עם גופים שונים המתמחים באפיקים ייחודיים, להקטנת סיכון והגדלת תשואה

5

הגדלת פיזור השקעות והקטנת סיכון באמצעות שימוש במבני השקעה המאפשרים זאת, כגון FOF בתחום ה-PE בהיעדר אפשרות להשקעות מפוזרות בקרנות PE סטנדרטיות

דוגמאות מרכזיות להשקעות המוצעות למשקיעים מוסדיים ומאפשרות השקעה בסכומים נמוכים יחסית גם לגופים קטנים יותר

השקעה בקרן PE מסוג
Fund of Funds
אירופאית המתמחה
בתחום ה-Buyout

השקעה בקרן תשתיות של
חברת ביטוח מהגדולות
בעולם

השקעות Equity CLO עם
שחקן Equity מוביל

השקעה בקרן בעלת
היסטוריית תשואות מוכחת
ובפיזור מקסימלי על פני
הסקטור בשל מבנה
ההשקעה, תוך חשיפה
לקרנות ה-PE הגדולות
באירופה להן שיתוף
פעולה אסטרטגי עם הקרן
המוצעת

השקעת Equity בפרויקטי
תשתית ואנרגיה מתחדשת
בארצות הברית עם אחת
מחברות הביטוח הגדולות
בעולם באמצעות זרוע
ההשקעות שלה וקבלת
חשיפה משמעותית לתחום
זה באמצעות גוף מקצועי
(אשר בין היתר, מבטח את
הפעילות בה מבוצעת
ההשקעה)

שת"פ עם גוף מוביל בשוק
ה-CLO באופן המביא
למקסום התשואה תוך
מזעור הסיכונים הגלומים
בהשקעה, בשל המומחיות,
יתרון בתמחור העסקה
ברכישה ושיתוף פעולה עם
גופים מוסדיים גדולים

מבוא ל-CLO

Collateralized Loan Obligation ("CLO") הינו מכשיר איגוח הלוואות בנקאיות, בעיקר הלוואות במינוף יחסית גבוה

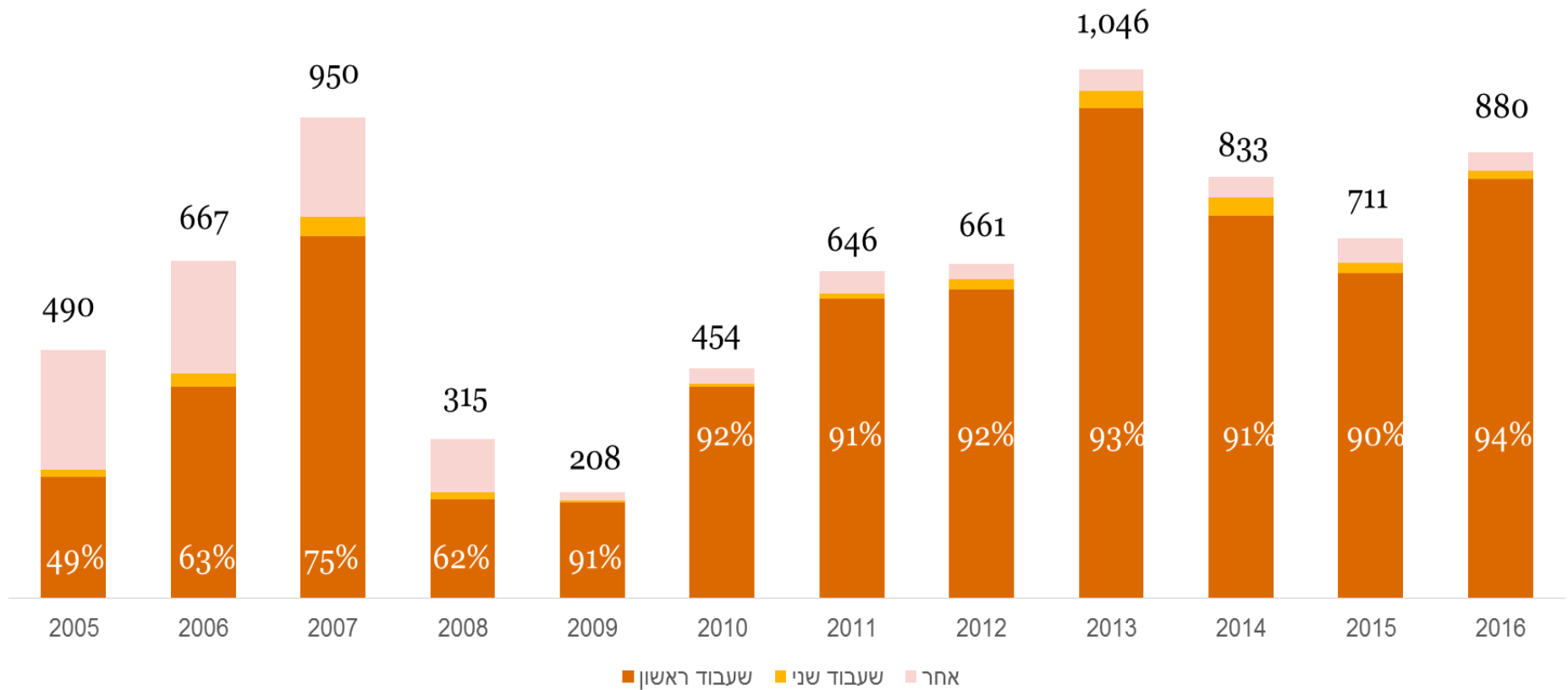
- CLO הינו חברה הפועלת כבנק – מנפיקה מכשירי חוב ושכבת הון, המגובים בנכסי החברה, שהינם תזרימי המזומנים שישולמו ע"י החברות הלוות בהלוואות והבטחות של ההלוואות
- ה-CLO מנפיק אג"ח למשקיעים, המחולקות לרצועות לפי רמות בכירות, מגובות בתזרימי המזומנים ממאגר הלוואות והבטחות
- הלוואות בנקאיות במינוף גבוה נוצרות בדרכים הבאות:
 - (1) השתתפות ישירה בעסקאות סינדיקציה
 - (2) רכישת הלוואות מברוקרים
 - (3) רכישת הלוואות מבנקים
 - (4) במקרים מעטים, העמדת הלוואות ישירה

מבנה כללי למאזן חברה הפועלת כ-CLO

הכנסות	התחייבויות • חוב בדירוג AAA • חוב בדירוג AA • חוב בדירוג A • חוב בדירוג BBB • חוב בדירוג BB
הוצאות	נכסים • הלוואות 100-200 חלקי הלוואות בנקיות בפיזור רחב לסקטורים הון עצמי • השקעות אקוויטי
תזרימי מאגר הנכסים	
תשלומי ריבית	
תשלומי קרן	
עמלות תפעול	

שיעור השעבודים מדרגה ראשונה בהלוואות בנקאיות

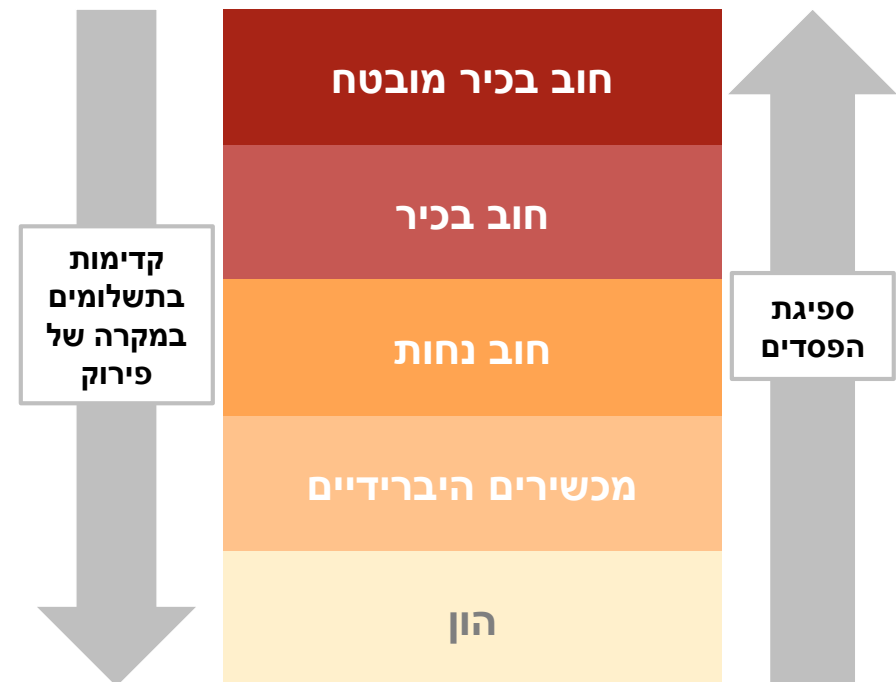
הרוב המוחלט של ההלוואות הבנקאיות הינו בשעבוד ראשון על הנכסים



נכסי הבסיס בעסקת CLO

דוגמאות למנפיקי חוב בכיר מובטח

מבנה קדימות במקרה של Recovery



מבנה ההון

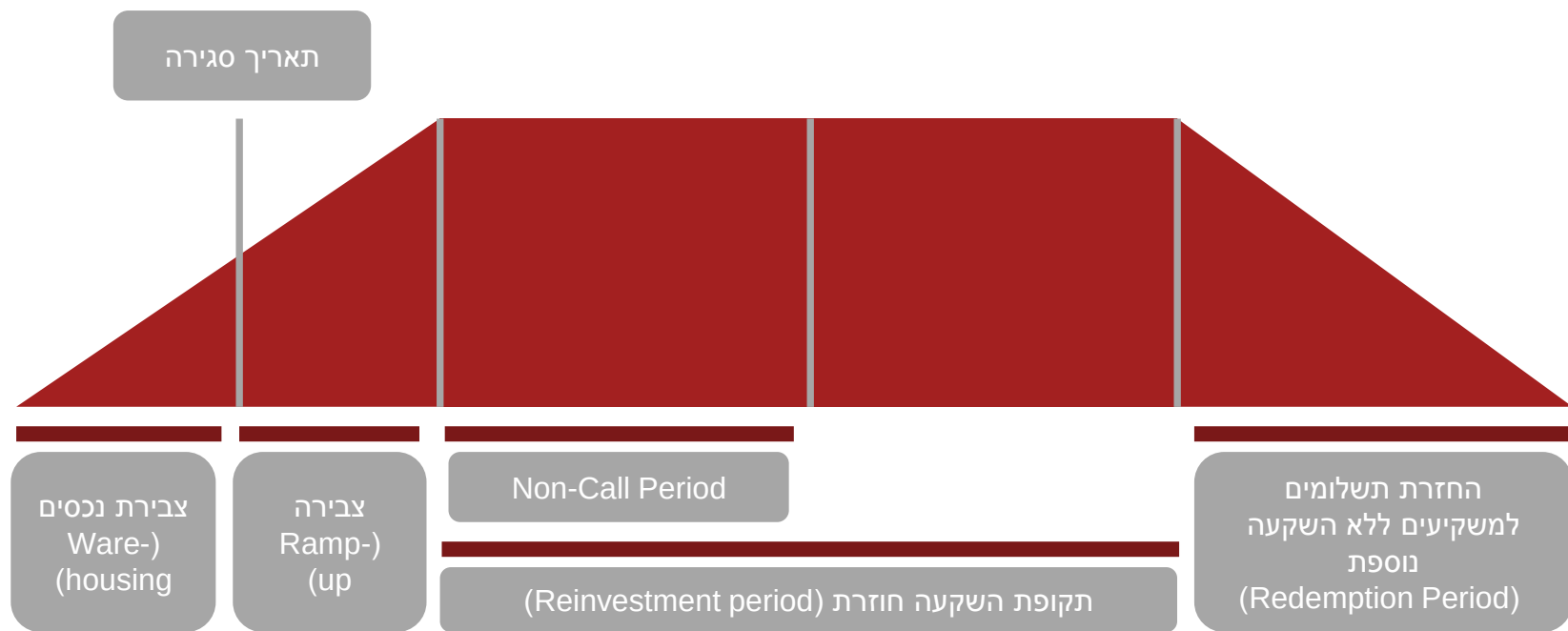
חלוקת הרצועות ב-CLO לפי רמות בכירות שונות, משקפת את סדר קבלת החזרי הריבית והקרן

- להלן מבנה אפשרי של חוב והון ב-CLO המשקף את חלוקת הרצועות הסטנדרטית:

	רובד איגוח	איכות אשראי	העצמה
קצו וריבית	A	AAA	62% מהעסקה 38% כרית ביטחון
	B	AA	13% מהעסקה 25% כרית ביטחון
	C	A	8% מהעסקה 17% כרית ביטחון
	D	BBB	5% מהעסקה 12% כרית ביטחון
	E	BB	5% מהעסקה 7% כרית ביטחון
	F	Equity	7% מהעסקה
			הפסדים

- בהינתן Recovery ממוצע של 67%, גם אם כל ההלוואות תכנסנה לכול, עדיין לא יהיו הפסדי אשראי ברצועת AAA שכן ההפסד יהיה 33% בלבד מקרן ה-CLO
- גם אם 38% מההלוואות ב-CLO יגיעו לכול, במסגרת ה-Recovery יהיה 0% (דבר שאינו סביר לאור הביטחונות), עדיין לא יהיו הפסדים לרצועת AAA

מחזור חיי עסקת CLO



שיעורי כשל אפסיים ב-CLO

- בניגוד לאיגוחי משכנתאות סאב-פריים, מכשירי איגוח רבים הוכיחו ביצועים יציבים במשבר ולאחריו, בדגש על איגוחים שבוצעו על הלוואות בנקאיות במינוף גבוה ב-CLO וכן איגוחי הלוואות רכב, כרטיסי אשראי והלוואות סטודנטים במסגרת ABS
- מחקר שפורסם ע"י S&P בשנת 2014 ובחן ביצועי CLOs בשנים 1994-2013 בארה"ב קבע: "פלטפורמת ה-CLO הינה איתנה והוכיחה יכולת עמידה תחת תנאי שוק קיצוניים. להערכת S&P, מכשירי CLO צפויים להמשיך להציג ביצועים טובים תחת רמות כשל נמוכות צפויות של הלוואות"
- מתוך 6,100 דירוגים של S&P של למעלה מ-1,100 עסקאות CLO בארה"ב, רק ב-25 רובדי איגוח אירעו כשלים (0.41% בלבד). רוב המקרים אירעו בשיא המשבר של 2008:

דירוג מקורי	סה"כ שכבות	שכבות שכשלו	שיעור הכשל	שיעור ההפסד
AAA	1,992	0	0%	0%
AA	1,005	0	0%	0%
A	1,119	5	0.45%	0.08%
BBB	1,069	3	0.28%	0.21%
BB	847	14	1.66%	0.78%
B	115	3	2.61%	1.13%
סה"כ	6,141	25	0.41%	0.04%

לאורך 20 שנים,
השכבות הבכורות ב-
CLO לא ספגו הפסדי
אשראי מעולם. שיעור
הכשל ברצועות AAA ו-
AA הינו 0%

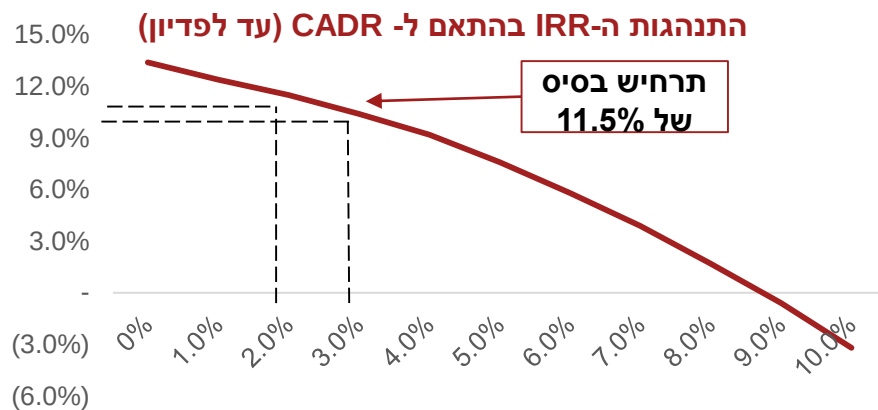
השוואת תכונות עיקריות בפיתוח הרגולטורי ב-CLO

פירוט השינויים שחלו בשנים 2004-2014 ב-CLOs

CLO 3.0	CLO 2.0	CLO 1.0	
גבוהה יותר		נמוכה יותר	הגנה על שכבות האג"ח הגבוהות
הגבלות על פורטפוליו ההשקעות ב-CLO			
0%		10%-5%	שיעור השקעה מותר ב- CLOs אחרים
0%	10%-5%	10%-5%	שיעור השקעה מותר באג"ח ומכשירים מורכבים
הגנות מבניות על שכבות האג"ח הגבוהות			
3-4 שנים		5-7 שנים	תקופת השקעה חוזרת
1.5-2 שנים	2 שנים	3-5 שנים	תקופת Non-Call
אין		ל"ר	Note Cancellation to Improve OC
לאחר תקופת ה-Non Call		אין	מימון חוזר של שכבות
היבטי תמחור			
נמוך יותר		גבוה יותר	מרווח עודף למשקיעי האקוויטי
גבוה יותר		נמוך יותר	קופון למשקיעי האג"ח
170-225		50-70	עלות המימון הממוצעת לגיוס משקיעים ב-CLO (מרווח נ"ב מעל הליבור)

ניתוח תשואות וביצועים של משקיעי האקוויטי ב-CLO בשיעורי כשל שונים

- הטבלה המוצגת להלן מתארת את ה-IRR של משקיעי ה-Equity בעסקת CLO מייצגת תנאי שוק במהלך 2016, בהתאם לשיעור הכשל השנתי הממוצע (Constant Annual Default Rate=CADR) ושנת ביצוע ה-Call לעסקה:



CADR	Call Year				
	3	4	5	6	Maturity
0%	9.4%	11.5%	12.7%	13.5%	13.4%
1%	8.3%	10.5%	11.7%	12.4%	12.4%
2%	7.1%	9.3%	10.6%	11.4%	11.5%
3%	5.9%	8.0%	9.5%	10.3%	10.4%
4%	4.7%	6.7%	8.1%	9.0%	9.2%
5%	3.5%	5.4%	6.7%	7.5%	7.6%
6%	2.3%	4.0%	5.2%	5.9%	5.8%
7%	1.1%	2.6%	3.6%	4.2%	3.9%
8%	(0.1%)	1.1%	2.1%	2.5%	1.7%
9%	(1.4%)	(0.4%)	0.4%	0.7%	(0.6%)
10%	(2.7%)	(1.9%)	(1.3%)	(1.2%)	(3.2%)

- כפי שעולה מהטבלה, רק תחת הנחות מחמירות של 8% כשל שנתי ממוצע בכל שנה ומעלה, מתחילים להיווצר הפסדים עבור שכבת האקוויטי

- הגורמים המרכזיים לכך הינם:

- משיכת שיעורי Cash on Cash גבוהים בשנים הראשונות בהם לא צפויים להתרחש כשלים בהיקף משמעותי
- שיעורי הביטחונות הגבוהים בעסקאות, לאורם שיעור ההפסד לאחר מימוש הביטחונות הינו נמוך משמעותית מסכום הלוואה (בדוגמא נעשה שימוש בהנחת Recovery אחידה של 80% להלוואה)
- בניית כרית משמעותית של הלוואות על ההתחייבויות במהלך תקופת הקמת העסקה

יתרונות בהשקעת CLO



תשואה גבוהה באופן משמעותי
ביחס לחלופות בשוק



עסקה יציבה מבחינת התאמת
נזילות בין נכסים להתחייבויות
ועמידות במשברים בשווקים



ביצועים איכותיים עקביים
ותשואות גבוהות,
לרבות במהלך משבר האשראי



שיתוף פעולה עם
שחקן Equity CLO מוביל לצורך
הפחתת סיכון והגבת תשואות
עודפות



תזרים שוטף לאורך תקופת
ההשקעה, המאפשר קבלת קרן
ההשקעה או מרביתה בתקופה
קצרה, לפני משקיעי החוב

למה להשקיע עם משקיע Equity ולא עם שחקנים אחרים בשוק ה-CLO?

✓ פעילות עצמאית שאינה קשורה למנהלי CLO או לחתמים (הדדיות אינטרסים)

✓ יתרון יחסי בשל היקפי ההשקעות:

– הוזלת עלויות

– הגדלת הנגישות לעסקאות איכותיות

✓ מומחיות עמוקה בכל תהליך הקמת וניהול CLOs

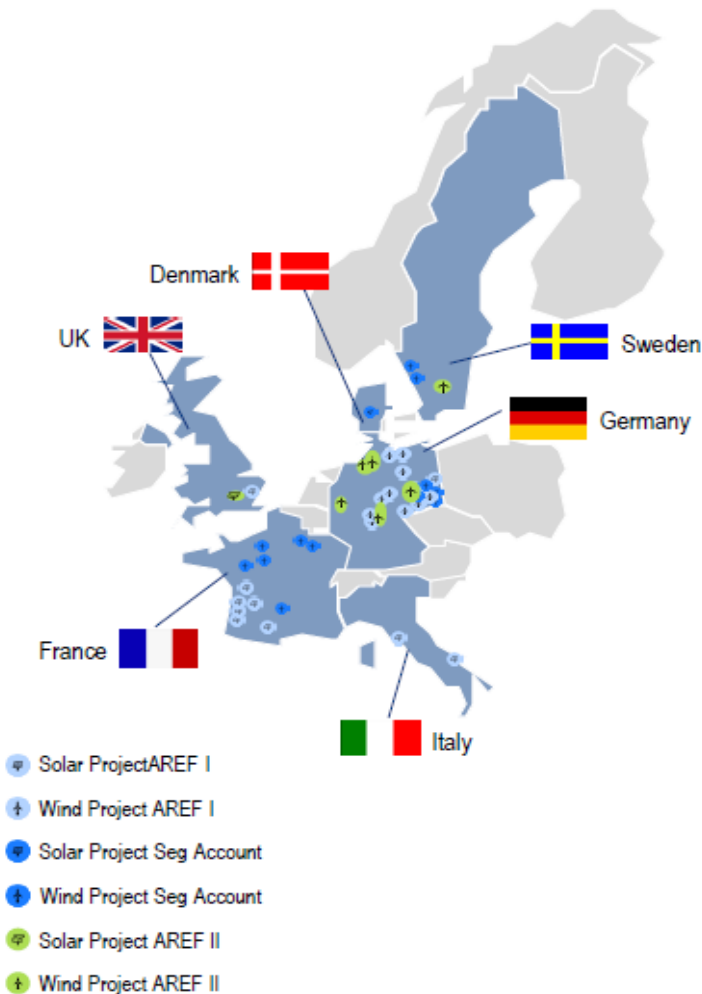
✓ יחסים מעולים עם בנקים, ברוקרים, מנהלים וחתמים בעלי הביצועים הטובים ביותר בשוק

✓ יכולות מיקוח וניהול משא ומתן עם הגורמים הרלוונטיים לצורך השגת תנאים מיטביים למשקיעי ה-CLO, בדגש על משקיעי ה-Equity

✓ לרוב ההשקעה מתבצעת באמצעות רכישת אחזקות שליטה ב-Equity בעסקאות CLO, כיזמית ה-CLO או על ידי רכישת השליטה ב-CLO קיימים בהם מזהה הזדמנות

השקעה בתחום התשתיות בשיתוף עם אחת מחברות הביטוח הגדולות בעולם

עסקאות Equity באירופה שבוצעו על ידי החברה



רקע על הפעילות:

- הפעילות הינה מול זרוע ההשקעות של ענקית ביטוח עולמית המנהלת עבור הקבוצה את רוב ההשקעות שאינן מסווגות כ-Fixed Income
- נוכחות פיזית ב-18 מדינות בעולם וגישה לשווקים מגוונים
- לחברה פתרונות ואסטרטגיות שונות בהשקעה המותאמות ללקוחותיה
- החברה מנהלת כ-570 מיליארד דולר

השקעות Infrastructure Equity בחברה:

- הקמת פעילות בשנת 2012
- 1.28 מיליארד דולר AUM כיום
- 21 עסקאות שנסגרו ממועד ההקמה
- החברה פעילה בתחום התשתיות והאנרגיה המתחדשת באמצעות קרנות ובאמצעות חשבונות מנוהלים

פיתוח שוק השקעות Equity בארצות הברית

שוק התשתיות והאנרגיה המתחדשת בארצות הברית הינו מפותח מאד ומבוסס תשואות גבוהות לעומת השוק האירופאי, ובשל כך מהווה אזור השקעה אטרקטיבי עבור המשקיעים בתחום התשתיות והאנרגיה המתחדשת

- שוק התשתיות באמריקה בכלל וארצות הברית הפך לשוק משמעותי ומהווה יעד למשקיעים התרים אחר תשואה וגיוון תיק ההשקעות שלהם

- צוות השקעות התשתיות והאנרגיה המתחדשת של החברה ביצע עסקאות בהיקף כולל (חוב והון) של למעלה מ-45 מיליארד דולר ביבשת, ולמעלה מ-31 מיליארד דולר בארצות הברית בפרט

- **החברה נהנית משיתופי פעולה עם מפתחים אירופאיים בעלי דריסת רגל משמעותית גם בארצות הברית ומיכולתה להעמיד מימון בהיקפים גדולים באופן בלעדי**



יתרונות ההשקעה בקרן ומבנה הקרן

יתרונות ההשקעה בקרן

- ✓ השקעת Equity בשיתוף עם חברת הביטוח הגדולה בעולם ואחד מבתי ההשקעות הגדולים בעולם כולו, עם נוכחות מסיבית במדינות רבות
- ✓ אפשרות לפיתוח הקשרים להשקעות נוספות בתחום התשתיות ואנרגיה מתחדשת ותחומים נוספים
- ✓ השקעה עם צוות מנוסה בעל ניסיון מוכח בתחום התשתיות והאנרגיה המתחדשת ו"רכיבה" על הידע שלהם לצורך שיפור התשואות
- ✓ השקעה ב-Ticket נמוך יחסית, 10 מיליון דולר
- ✓ גיוון פורטפוליו ההשקעות וכניסה לתחום אשר דורש בדרך כלל השקעות בסכומים גבוהים יותר
- ✓ השקעה בשוק מפותח אשר נמצא בצמיחה משמעותית וזוכה לתמיכה מראשי המדינות בארה"ב

מבנה הקרן

Delaware Limited Partnership and Luxembourg parallel fund	•	מבנה הקרן
500 מיליון דולר	•	גודל הקרן
Q4 2017 - Q1 2018	•	1 st closing
8%-12% לאורך חיי הקרן	•	תשואת יעד נטו
כ-10 עסקאות	•	סך השקעות צפוי
4-5 שנים	•	תקופת ההשקעה
10 שנים עם 2 הארכות של שנה	•	תקופת הקרן
1.5% מההתחייבות / 15% Carry מעל 8%	•	דמי ניהול / דמי הצלחה

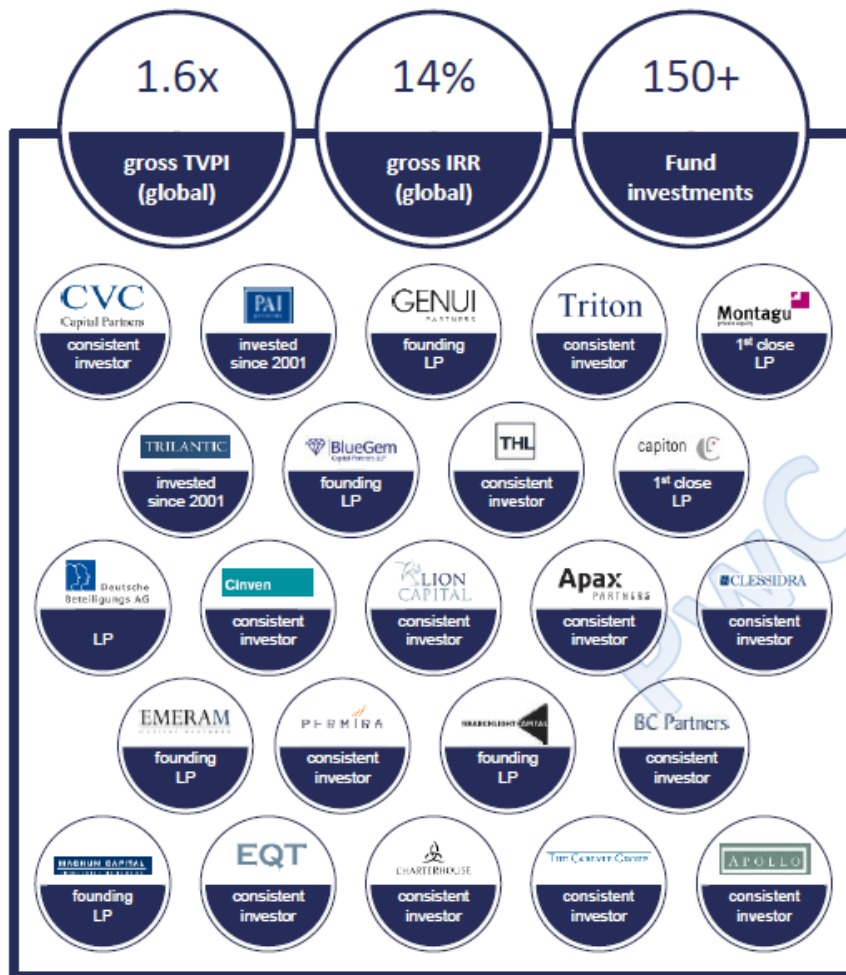
קרן *Private Equity* המתמחה בהשקעות *Fund of Funds* ועסקאות בשוק המשיני

- הקרן המיוצגת על ידינו הינה קרן PE אירופאית המתמקדת בעיקר בפעילות Buyout Mid-Market באמצעות פעילות במתווים הבאים:
 - השקעות ראשוניות בקרנות (Fund of Funds)
 - השקעות משניות בקרנות
 - השקעות משותפות ישירות בחברות
- צוות הקרן מונה 25 אנשים מנוסים ב-4 משרדים ברחבי אירופה וארצות הברית
- הקרן מהווה שותף אסטרטגי משמעותי עבור מנהלים מובילים בעולם

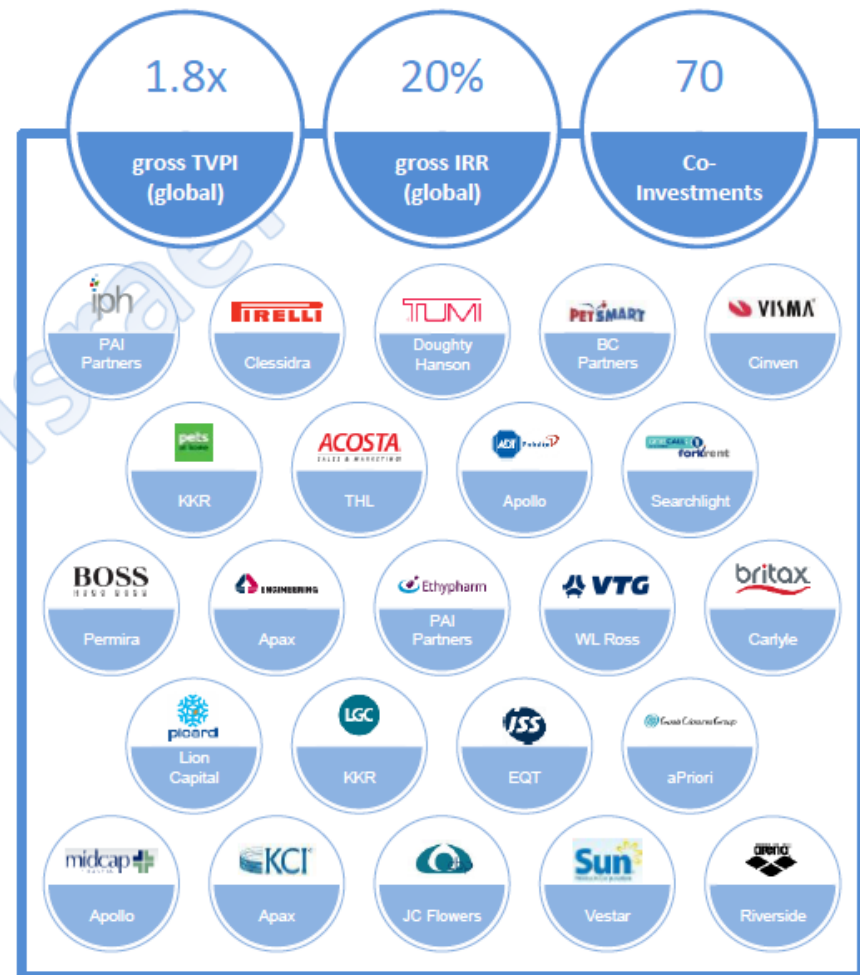


מתווה פעילות הקרן

Fund investments (excerpt)

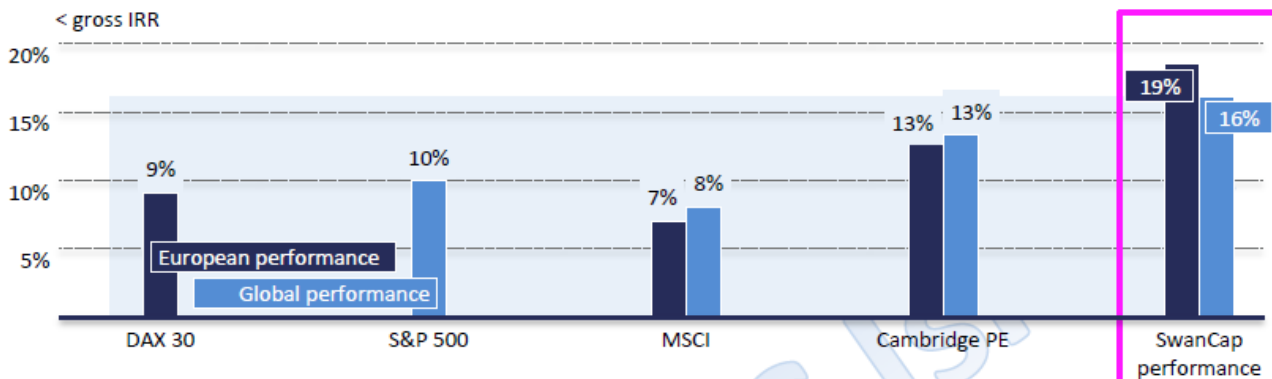


Co-investments (excerpt)

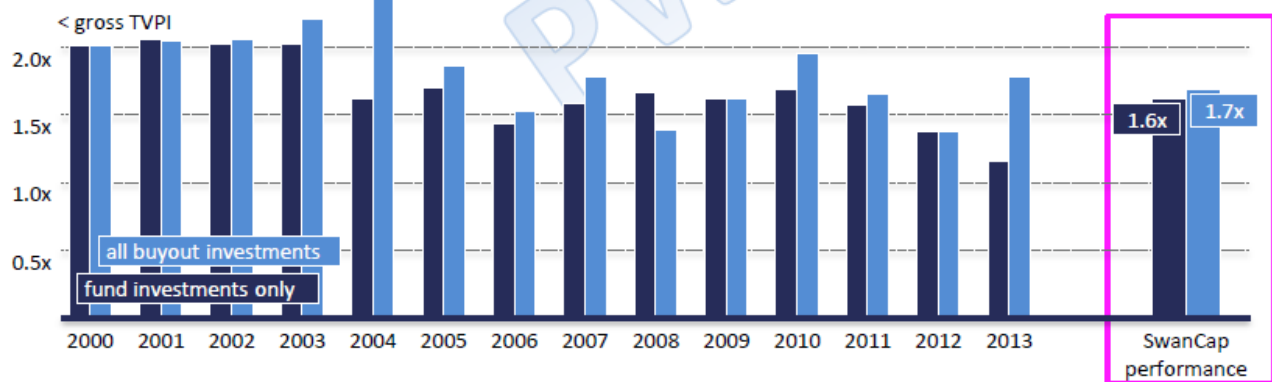


ביצועי הקרן לאורך השנים

SwanCap's performance (gross IRR since 2000)¹



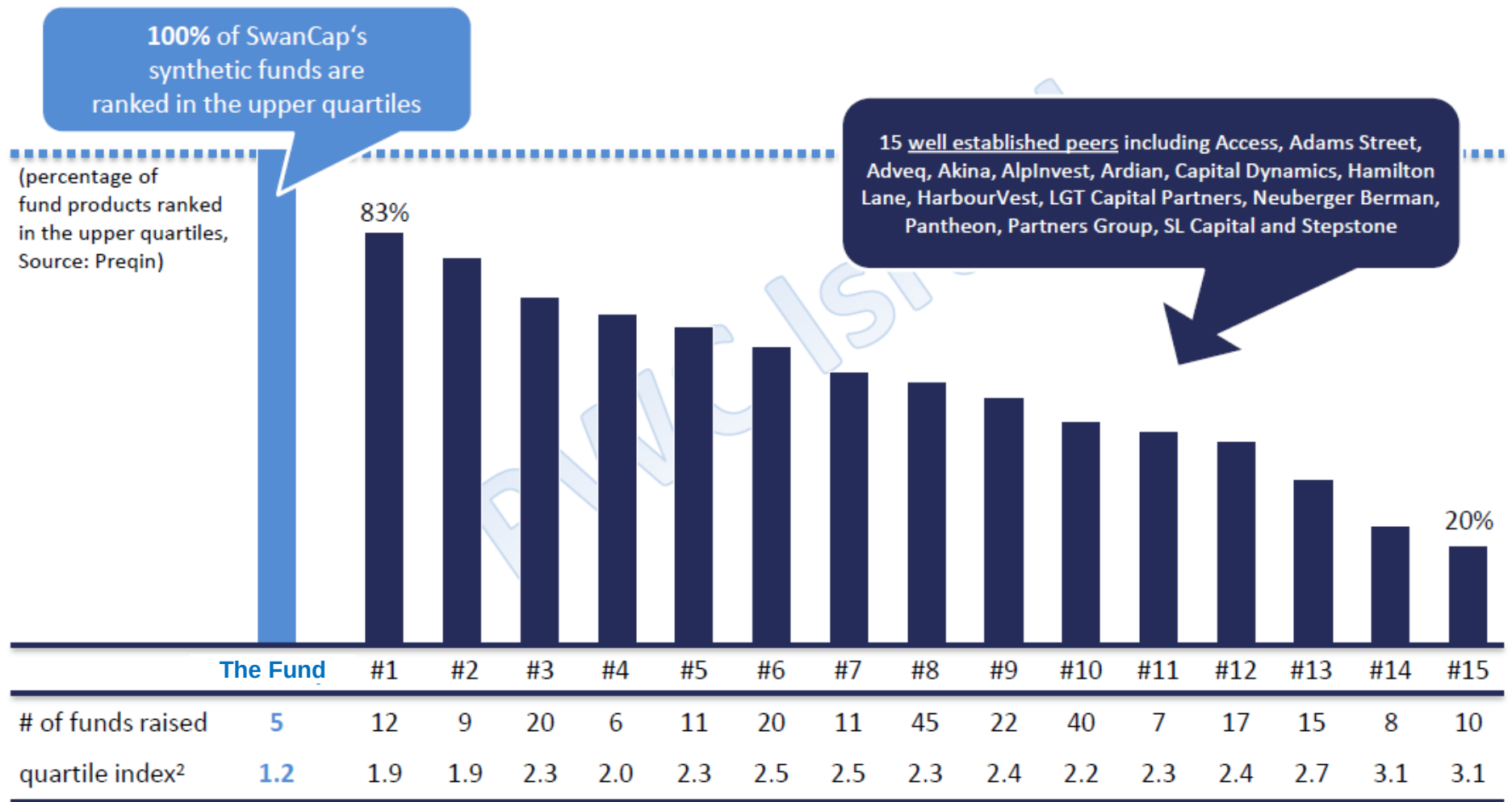
SwanCap consistently outperforming (gross TVPI)¹



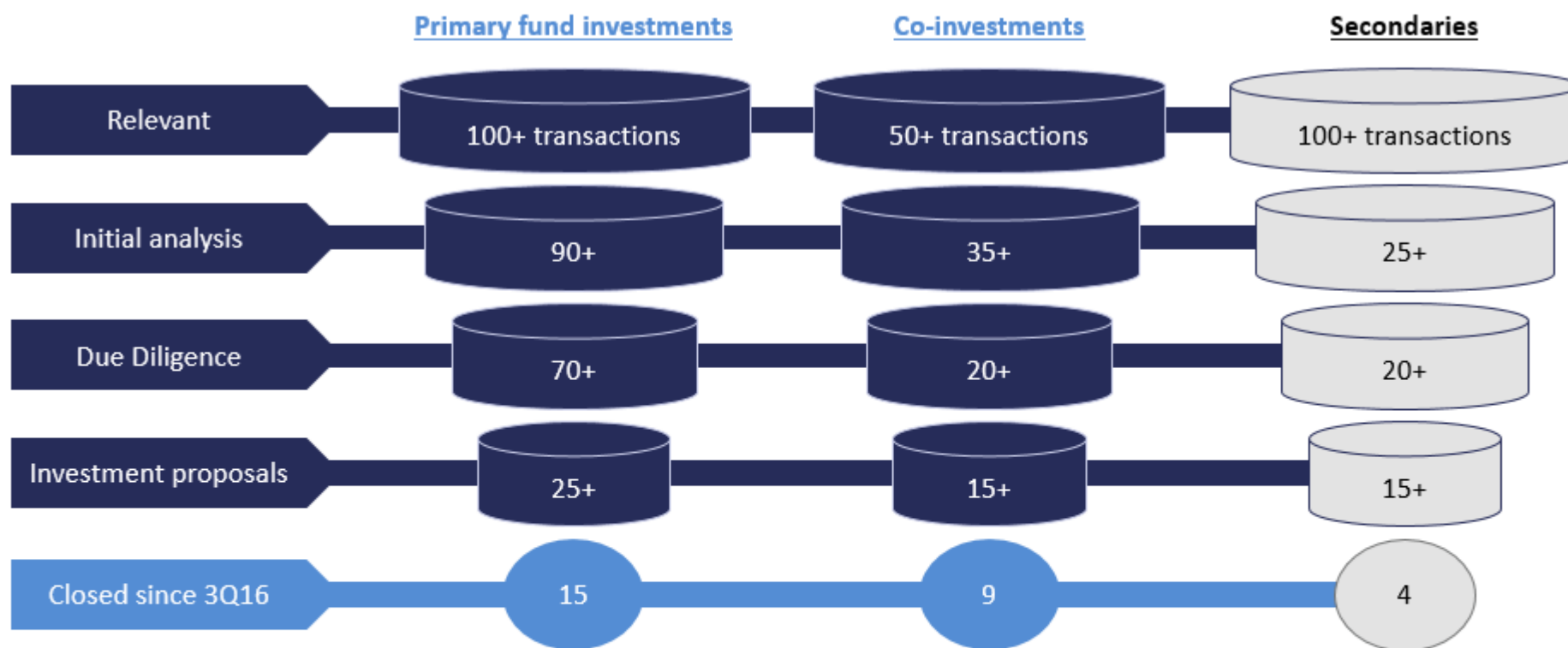
- המדדים המוצגים להלן הינם החל משנת 2000, מועד ייסוד הקבוצה
- הקבוצה מציגה IRR של 16% בהשקעותיה הגלובליות ו-19% באירופה בפרט
- במונחי TVPI, הקבוצה מציגה יחס של 1.7x באופן כולל ו-1.6x בהשקעות הקרנות
- ניתן לראות כי לאורך השנים מציגה הקבוצה ביצועים איכותיים גם בתקופות בהן חלו שינויים משמעותיים בכלכלה

ביצועי הקרן ביחס לקבוצת ההשוואה

ביצועי הקרנות של הקבוצה מדורגים ברביעים העליונים (Top Quartiles) באופן קבוע והינם גבוהים יותר מהביצועים של המתחרים שלהם בסגמנט ה-FOF



פעילות הקבוצה במהלך 12 החודשים האחרונים (אוקטובר 2016)



Swan III
(examples)



WATERLAND

HgCapital



Ortholite®



HMY



PM & PARTNERS
PRIVATE EQUITY

wise sgr

SILVERLAKE*

יתרונות ההשקעה בקרנות מסוג FOF בקבוצה

השקעה עבור גופים פיננסיים קטנים עשויה להביא תועלת הן בחשיפה לתחום והן בפיזור הרחב המתקבל מהשקעה באמצעות פלטפורמה זו



מכלול היתרונות האמורים לעיל, בשילוב עם הפיזור הנרחב הקיים בהשקעה בקרן מהווים יתרון משמעותי לשחקנים קטנים שאינם יכולים להתחרות בגופים המוסדיים הגדולים בהיקפי העסקאות

תנאי הקרן

תנאי הקרן מאופיינים בעמלות נמוכות יחסית לקרנות PE סטנדרטיות ומאידך מגדילות את הפיזור בהשקעה בצורה משמעותית

היקף הקרן	€400m, מתוכם כ-€150m הובטחו
תקופת ההשקעה	3-4 שנים
תקופת הקרן	12 שנים + אפשרות להארכה של עד 3 שנים
דמי ניהול	95 bps – 50 bps, בהתאם לסכום ההתחייבות מול הקרן
/ Hurdle rate תשואת יעד	8% / 15% ברוטו
Carry	10%
מבנה משפטי	Limited Partnership under Luxembourg law (société en commandite simple – “SCS”)

תודה רבה!

לשאלות נוספות, אנא אל תהססו ליצור עמנו קשר

Contact information

Itay Ruschkewitz

Partner, head of Complex Finance

Office: +972-37954775 | Mobile: +972-528848053

Itay.ruschkewitz@il.pwc.com

Eran Lahav

Senior Manager, Complex Finance

Office: +972-37955045 | Mobile: +972-523712725

Eran.Lahav@il.pwc.com

PwC Israel

<http://www.pwc.co.il>

© 2017 PricewaterhouseCoopers LLP. All rights reserved. PwC refers to the Israel member firm, and may sometimes refer to the PwC network. Each member firm is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This proposal is protected under the copyright laws of the United States and other countries. This proposal contains information that is proprietary and confidential to PricewaterhouseCoopers LLP, and shall not be disclosed outside the recipient's company or duplicated, used or disclosed, in whole or in part, by the recipient for any purpose other than to evaluate this proposal. Any other use or disclosure, in whole or in part, of this information without the express written permission of PricewaterhouseCoopers LLP is prohibited.

