

## מדוע חברות מגל הסדרי החוב הראשון נדרשות להסדר נוסף

סקיילקס ואילן בן דב לא לבד: עוד ועוד חברות נאלצות להגיע להסדר חוב שני  
 אביב לוי רון שטיינבלט 9/6/14

לאחר תקופה קצרה של שקט יחסי בגזרת הסדרי החוב המקומיים, על רקע רמות השיא בבורסה ותשואות נמוכות באפיק האג"ח הקונצרניות, מסתמן כעת גל נוסף של הסדרי חוב בשוק ההון. הגל הזה מתאפיין בכך שהוא מורכב מחברות שעבורן מדובר בהסדר חוב שני. הן כשלו בניסיון הקודם לצאת לדרך חדשה, וכעת נאלצות לשוב לשולחן המו"מ מול מחזיקי האג"ח והמוסדות הפיננסיים.

החוליה האחרונה בשרשרת הזו היא חברת סקיילקס שבשליטת אילן בן דב. פחות מחצי שנה לאחר שהשלימה הסדר חוב בהיקף של כ-600 מיליון שקל, עומדת כעת סקיילקס בפני הסדר נוסף, בהיקף דומה, על רקע התערעורת יחסיה עם יצרנית הטלפונים הסלולריים הקוריאנית סמסונג.

הסדר חוב בולט נוסף העומד כעת על הפרק הוא זה של חברת הספנות צים, מקבוצת החברה לישראל. מחזיקי האג"ח של צים צפויים להתכנס בימים הקרובים כדי לאשר את הסדר החוב השני בתולדותיה (הראשון גובש בתחילת 2010), בהיקף של 1.4 מיליארד שקל (סך החובות פיננסיים האדירים של צים מסתכמים בכ-3 מיליארד דולר).

מלבד שני ההסדרים הללו ניתן למנות גם את סקורפי נדל"ן של המיליארדר בני שטיינמץ; סינרג'י כבלים, ואנגל משאבים (לכולן זהו בסדר שני), ואת פרופיט (לה זהו הסדר חוב שלישי!). והחברות הללו בוודאי לא יהיו האחרונות לעשות זאת. רק לפני כשנה, למשל, עוד ריחף סימן שאלה לגבי יכולתה של אפריקה ישראל שבשליטת לב לבייב לעמוד בהסדר החוב הענק שעליו חתמה בשנת 2009, והיה ההסדר הגדול הראשון שנחתם בשוק ההון המקומי.

### "לחצים חיצוניים של התקשורת"

עו"ד גיל אורן ממשרד יגאל ארנון מונה כמה מרכיבים מרכזיים שאפיינו את התנהלות הצדדים המעורבים בגיבוש ההסדרים הראשונים, וגורמים כעת לכך שרבות מהחברות לא מצליחות לעמוד בהם. אחד המאפיינים שמציין אורן בהקשר זה נוגע לציפיות ולתחזיות מוטעות לגבי מצב הכלכלה העולמית בכלל וזו של סקטור הפעילות של החברה שבהסדר בפרט, שעמדו בבסיס רבים מההסדרים.

"בהסדרים חוזרים לא מעטים החליטו שלא לעשות תספורת בהסדר הראשון, אלא להמיר ולדחות חובות, וזאת בהנחה שההסדר נעשה בתקופה של שפל חסר תקדים בשווקים, ושמפה והלאה המצב ישתפר ונכסי החברה יושבחו. אבל התקוות הללו לא תמיד התממשו - למשל בענף הספנות העולמי ובתחום הנדל"ן במזרח אירופה - וכך נגררו החברות להסדר נוסף".

נקודה נוספת שמציין אורן היא כי "מגבשי ההסדרים הניחו לא פעם שאין בעיה עם רמות המינוף של אותן חברות ושהבעיה היא בסיטואציה בשווקים שפגעה ביכולת התמודדות של החברה עם התחייבויותיה. אולם המציאות הראתה כי במקרים רבים רמות המינוף היו גבוהות מדי, ולא ניתן להמשיך לעבוד איתן.

"על גיבוש הסדרים רבים השפיעו גם לחצים חיצוניים מכיוונים שונים, דוגמת התקשורת, שגררו לכיוון של הימנעות מתספורת והצגת מראית עין שאף אחד מהצדדים לא מוותר יותר מדי.

"גם זה הוביל לגיבוש הסדרים שלא סיפקו פתרון יסודי לבעיות בחברה, ורק דחו אותן כמה שנים קדימה. בהרבה מקרים מחזיקי האג"ח נגררו למקום בו רצו להעניש את החברה, במקום להבין שלעיתים מתרחש דיפולט במסגרת מתן אשראי, וכך נגררו להסדר לא נכון".

חלק מההסדרים החוזרים שבים לשולחן המו"מ לאחר שהמצב הקשה הוביל את בעלי השליטה שגיבשו הסדר ראשון לוותר על מניות השליטה ולהעביר את המושכות לבעלים חדשים. כך, לדוגמה, אישר באחרונה ביהמ"ש הסדר חוב בהיקף של כ-200 מיליון שקל בחברת גמול השקעות, במסגרתו יאבד ליאון רקנאטי את החזקותיו בחברה, כארבע שנים לאחר שגיבש מול המחזיקים הסדר חוב בהיקף של כ-450 מיליון שקל.

### **"המוסדיים היום יותר ברנניים"**

לילך גבע הראל, היועצת המשפטית של בית ההשקעות פסגות, אומרת כי "הרבה מההסדרים החוזרים שאנחנו רואים עכשיו הם תופעות לוואי של הסדרים שגובשו ושהעמיסו על החברות היקף חוב גדול - הרבה פעמים גדול מדי. באותה תקופה, הסדרים אלה היו הטובים ביותר שהיה אפשר להשיג לאור הנסיבות, אבל היום יש הבנה שצריך להעמיס פחות חוב על החברות, ויש יותר מעבר לכיוון רכיב האקוויטי - קבלת פיצוי במניות במסגרת ההסדר.

"באי.די.בי פתוח, לדוגמה, ההסדר אליו שאפנו היה מוריד את המינוף בחברה ונותן לה הרבה שנים של שקט וזמן התאוששות. בסופו של דבר הוא לא התקבל, אבל זה הכיוון".

ההסדר בגמול השקעות אותו הזכרנו מדגים את דבריה של גבע הראל, שם נציגות המחזיקים הייתה של פסגות ומנורה, ובמסגרת ההסדר נקבע כי מחזיקי האג"ח יקבלו את עיקר מניות החברה לידיהם, ואילו יצחק גילי, שותפו לשעבר של רקנאטי ומנכ"ל החברה, יהפוך לשותף שלהם עם כ-25% מהמניות.

"המוסדיים יותר ברנניים כיום במתן אשראי ויש כללים יותר נוקשים למי וכמה אפשר לתת", מוסיפה גבע הראל. "לדוגמה, בהנפקה האחרונה של סקייילקס אף מוסדי לא רצה להשקיע.

"לכן, בראיה קדימה נראה כי ההסדרים יהיו טובים יותר. צריך לזכור כי יש גם אירועים חיצוניים לא צפויים - אירועים שמשנים את המציאות בה פועלת החברה - כמו מה שקרה בין סקייילקס וסמסונג למשל".

### **"אי אפשר לצפות מהפכה צבאית"**

דוגמה נוספת לשינויי שליטה במסגרת הסדר חוזר סיפקה לאחרונה אנגל משאבים, שם עומדת משפחת מוריס מבריטניה לאבד את חברת הנדל"ן קצת יותר משנתיים לאחר שירשה אותה מידי שיעה בויםלגרין, במסגרת הסדר חוב בהיקף של כ-260 מיליון שקל.

למרות הניסיונות לשקם את החברה, אי עמידתה של המשפחה היהודית-בריטית בהחזר חוב לבנק שמימן את ההשתלטות על אנגל, העביר לאחרונה את מניות השליטה לידי כונסי נכסים, ובקרוב תעבור השליטה בחברה לידיים חדשות, כחלק מהסדר חוב בהיקף של כ-170 מיליון שקל.

שרון זאורבך, מנכ"ל חברת הייעוץ הפיננסי והאסטרטגי MNS, המנהלת את המכרז הנוכחי באנגל משאבים, מספר כי "בגלל שבמקרים רבים הצדדים המעורבים - מחזיקי האג"ח, הנציגות והבעלים - נפגשים שוב, הפגישות החוזרות הן מעט יותר מתוחות, על רקע חוסר ההצלחה של ההסדר הראשון".

למרות זאת, לדברי זאורבך, "אחד הדברים שמאפיינים את הסדרי הגל השני הוא שהם יותר מהירים מהסבב הראשון, משום שכל הצוותים כבר קיימים והחברה נמצאת תחת בחינה הדוקה יותר, כך שיש בסיס טוב יותר להתקדם ממנו".

זאורבך מוסיף כי "בכל הסדר מנסים להסתכל לטווח ארוך, וגם בדרישות מאתנו מבקשים שנסתכל על המצב מעבר לטווח הזמן של השנתיים-שלוש הקרובות.

"אבל יש דברים שאותם אי אפשר לצפות, כמו מהפכה צבאית שהתרחשה באוקראינה והשפיעה לרעה על מצבה של סקורפיו נדל"ן, או ביטול זיכיון, כמו מה שקרה בסקייילקס עם סמסונג".

### **נאוסיטי מעמידה את שוק גיוסי החוב במבחן**

פריחת שוק גיוסי האג"ח הקונצרניות בתקופה האחרונה מעניקה אפשרות גם לחברות לא מדורגות ובסיכון גבוה יחסית לחזור ולגייס חוב.

אחת מהחברות המנסות להסתייע בפתיחות המאפיינת את השוק בעת הנוכחית כדי להתמודד עם התחייבויותיה, היא נאוסיטי, הפועלת בשוק הנדל"ן של מזרח אירופה. רק לפני ארבע שנים וחצי הגיעה החברה, הנמצאת בשליטת אהוד בן שך, דוד ארדיטי ושבתי בר נוי, להסדר חוב עם מחזיקי האג"ח שלה.

בגל הגאות הקודם הנפיקה נאוסיטי אג"ח בהיקף של 290 מיליון שקל, אולם המשבר הכלכלי העולמי גרם לה להקפיא פרויקטים ולבטל תוכניות עתידיות, ובסוף 2009 - שנתיים לאחר הגיוס - אושר בה הסדר חוב, שכלל הזרמת כ-166 מיליון שקל על ידי בעלי השליטה שלה, והקצאת 35% ממניות החברה למחזיקי האג"ח. כעת בוחנת כאמור נאוסיטי גיוס אג"ח נוסף, בהיקף של 80 מיליון שקל, כשהכסף שיגויס צפוי לסייע לה בתשלומים השוטפים ובהמשך פיתוח פעילותה.

בסוף מאי השנה הציגה נאוסיטי בדוחות הרבעון הראשון של 2014 קופת מזומנים של 12 מיליון שקל, מול התחייבויות שוטפות של 16.5 מיליון שקל - כ-5 מיליון שקל מהן למחזיקי האג"ח. הונה העצמי של החברה עומד על כ-97 מיליון שקל, מול סך התחייבויות של כ-80 מיליון שקל - כמחציתן למחזיקי האג"ח.

סדרת האג"ח הנוכחית של נאוסיטי נסחרת בתשואה של פחות מ-6%, והתשלום המשמעותי הקרוב, בסך של כ-9 מיליון שקל, צפוי בספטמבר 2015. בסיכום הרבעון הרוויחה נאוסיטי 1.6 מיליון שקל, בהמשך לרווח שנתי של כ-5 מיליון שקל ב-2013 כולה. גם לאחר זינוק של 46% במניה בשנה האחרונה היא נסחרת לפי שווי של 36 מיליון שקל בלבד.

### **הפעם בן דב יידרש להזרים הון משמעותי כדי לא לאבד השליטה**

המצטרפת הטרייה לגל השני של הסדרי החוב היא סקיילקס, החברה באמצעותה רכש איש העסקים אילן בן דב את השליטה בחברת הסלולר פרטנר ב-2009. ההסדר הנוסף שצפוי כעת בחברה, חמישה חודשים בלבד לאחר שהושלם ההסדר הקודם, צפוי לפתוח מחדש גם את הסדר החוב בחברה האם, סאני, דרכה מחזיק בן דב בפירמידה. זו האחרונה נמצאת כבר יותר משנה וחצי במצב של חדלות פירעון, וההסדר שנתפר בה עם מחזיקי האג"ח בהיקף של כ-270 מיליון שקל, ונסמך על הנכס המרכזי שלה, סקיילקס, הפך כעת ללא רלוונטי.

כזכור, מה שהוביל את סקיילקס, מפיצת מכשירי הסלולר של סמסונג המנהלת על ידי יהל שחר, לדווח כי תיאלץ לבקש מינוי נציגות מקרב מחזיקי האג"ח לצורך מ"מ על הסדר חוב, הוא ההרעה ביחסיה עם חברת הענק הקוריאנית. זיכיון ההפצה מסמסונג, שבפברואר האחרון הוארך תוקפו עד לסוף שנת 2020, היה העוגן שעליו נסמכה סקיילקס לצורך פירעון התחייבויותיה. ההודעה ששלחה לאחרונה מסמסונג לחברה, בה היא דרשה לשנות את תנאי הזיכיון ולקצרו עד לסוף השנה הבאה, הובילה לכך שסקיילקס צופה כעת כי לא תוכל לפרוע את חובותיה במועד.

חובה של סקיילקס עומד על כ-950 מיליון שקל, כשמתוכו החוב למחזיקי האג"ח מסתכם בכ-550 מיליון שקל, ואינו מגובה בבטוחות כלשהם. החוב מוחזק בעיקר על ידי חברת לפידות, שבשליטת יעקב לוקסנבורג, וגופי נוסטרו בשוק ההון.

מאז הפרסום הודעת מסמסונג ב-28 במאי, קרסה מניית סקיילקס בכ-75% והגיעה לנקודת שפל המשקפת לחברה שווי זניח של 33 מיליון שקל. שווי זה מבטא את הבנת המשקיעים כי המהלך הבא שצפוי לקרות הוא המרה של חלק מהחוב הלא מובטח להון, מה שיביא לדילול משמעותי של בעלי המניות הנוכחיים. במצב כזה, תחדל סאני להיות בעלת השליטה בסקיילקס, ומכאן הצורך לגבש הסדר חוב חדש לחברה (שישקף כנראה תספורת של הרבה יותר ממחצית החוב).

מחזיקי האג"ח הלא מובטחות של סקיילקס (סדרות ז', ח', ט' ו-1), שערך צנח באחרונה בעשרות רבות של אחוזים למחיר של 45-48 אגורות, לא מתכוונים לוותר לבן דב הפעם. בניגוד להסדר הקודם, בו הביא בן דב לשולחן את קשריו עם סמסונג, הפעם אם הוא לא ירצה לספוג דילול בהחזקותיו, הוא יצטרך להזרים סכומים משמעותיים לסקיילקס במסגרת ההסדר העתידי.

גם מחזיקי האג"ח המובטחות (סדרות ד' ו-ו') לא מתכוונים לשבת בחיבוק ידיים, והבוקר דיווחה סקיילקס כי הם צפויים להתכנס ב-8 ביולי, כשעל סדר היום תעלה העמדה לפירעון מיידי של החוב. היקף החוב בסדרות אלו עומד על כ-200 מיליון שקל, והן מגובות במניות פרטנר. לפי המחיר בו נסחרת כעת חברת התקשורת, מכסות המניות הללו כמעט את כל החוב.

שם החברה	ג'ים	טוניס'י	סקילק	פריס'ם	נמול השקעות	אנול שאכסיס	סימני' כבלים
כבל כמיליארד במספר דולרים	עידן עופר (בתחבוב ד' ע' ע' ע')	בני טפיינמץ	אילן בן דב	חשפחה יצחקי	ליאון רקנאטי	טעיה בויהלגרין	סטיבן אלכאם (אלסי' ג' ע' ע')
חוקר המסדר	1,300	570	600	200	450	260	140
חוקר המסדר המני	1,400	670	600	200	190	170	80
סטטוס	לפני אישור דומטרי'ס	דינים ראשוניים	מחובות וציגות לסיים	נכנס לסיים בתחילת 2013	אולר	סגרו לדי'סוק והעדי'ם בתכנה	די'סוק