

**הסדר החוב
בסקיילקס עומד
בפני פיצוץ**

מחזיקי האג"ח המובטחות של החברה החליטו להעמיד את החוב לפירעון מידי, באמצעות השתלטות על מניות פרטנר שמהוות בסיס להסדר החוב בחברה שירי חביב ולדהורן, עמ' 2



**הרווח הצפוי של
שמיד בתנובה:
857 מיליון שקל**

עסקת המכירה של תנובה לברייטפורד הסינית נדחתה לתחילת אפריל • הרוכשת תשלם למוכרות קנס של 40 מיליון דולר אם תבטל את העסקה רון שטיין, עמ' 6



הכוכב העולה בתחום ההסדרים

**שחקן
חוב**

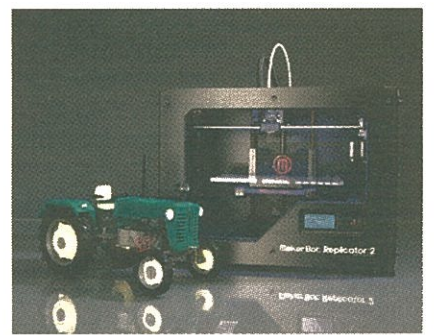
ראיון
גלובס

בשנים האחרונות הפכה חברת הייעוץ הפיננסי MNS לאחד הגופים העוסקים בתעשיית הסדרים החוב המקומית • "ההיכרות שלנו עם שוק ההון הופכת אותנו לשחקנים חזקים גם בתחום גיוס הכספים והערכות השווי", אומר שרון זאורבך, מנכ"ל החברה, "אנחנו עוזרים גם לגייס כסף וגם לצאת מבעיות" / אביב לוי, עמ' 32

שרון זאורבך, מועסק ע"י חברות מחזיקי אג"ח וביהמ"ש (צילום: תמר מצפי)

**החברה הישראלית שתנסה להוביל
את המהפכה התעשייתית הבאה**

חברת סטרטסיס נמצאת כיום בחזית התחום הלוהט של הדפסה בתלת-ממד - טכנולוגיה שצפויה לשנות בהדרגה את כל מה שאנחנו יודעים על ייצור • איך היא עשתה את זה ולאן היא עוד שואפת להגיע, מהם המכשולים המחכים לה בדרך - ומה זה בכלל הדפסה בתלת-ממד / טלי ציפורי, עמ' 98



**ב-2015
משקיעים בחו"ל**

פרטים בעמודים 4-5



יתרון הגודל עובד בשבילך פסגות
בית ההשקעות הגדול בישראל לניהול השקעות וחסכון פנסיוני

להערכת מנהל הקרן. על בסיס נתונים וניתוחים כלכליים של מנהל הקרן. אין באמור התחייבות להשגת תשואה כלשהי.

0.27%



"בזכות ההסדרים אנחנו בני בית בעולם החוב, ונמצאים בהמון מקומות שבהם חברות רוצות לגייס כסף"

ראיון גלובס



זאורבך. כל הסדר חוב מניב לחברה הכנסות של מאות אלפי שקלים (צילום: תמר מצפי)

שיא, מספר זאורבך על שאירע בקרדן, "בהסדרים, בסופו של דבר, הנהלת החברה היא שנותנת את הטון, וברגע שהחברה הבינה שזה מה שהיא רוצה לעשות, ישבנו שם על בסיס יומיומי כדי לסכם על הפרטים. גם בעלי המניות וגם ההנהלה היו מוכוונים לגיבוש הסדר, ומהרגע שהנושא עלה על השולחן לקח כארבעה חודשים לגבש אותו, והוא אושר כמעט פה אחד."

● ומה אפשר להגיד בדיעבד על ההסדר הזה?

"העובדה שאחרי ההסדר לא רואים שום טענה שעולה מצד המחזיקים, מחזיקת את הבנת הצדדים שהסדר הזה טוב לכולם. המקרה של קרדן מראה כי כשהחברה רוצה ומקדישה להסדר את כל המשאבים שלה, הוא יכול להתבצע במהרה".
האמירות הללו מתחברות לחדשות האחרונות בתחום הסדר החוב שמגיעות מכיוון הרגולציה. לאחר כשנה וחצי של דיונים, הגישה לאחרונה ועדת אנדרון להסדרת התחום את המלצותיה הסופיות למי שהיה עד לאחרונה שר האוצר, יאיר לפיד, ולנגידת בנק ישראל, קרנית פלוג. מטרת הוועדה הייתה "ליצור כללי משחק ברורים לכל השחקנים בשוק, שיסדירו את האופן בו פועלים כלל השחקנים, ויאפשרו תמחור נכון של החוב".

האחרונים נבחרה MNS לייצג את חברת מירלנד של אליעזר פישמן (בעל השליטה בעיתון זה) במגעים בהם היא החלה מול מחזיקי האג"ח שלה, אחרי שמצבה התדרדר בתקופה האחרונה, בעקבות צניחת מחירי הנפט ושער הרובל הרוסי. ימים אחרים קודם לכן החליט ביהמ"ש למנות את החברה כמומחית מטעמו במסגרת הסדר חוב שני שמקדמת חברת הנדל"ן ארוים. הפעילויות הללו מצטרפות ללו"ז העמוס של זאורבך ושותפיו, שרק לאחרונה סייעו לקבוצת קרדן NV לגבש את אחד מהסדרי החוב הגדולים שהיו בשוק בשנים האחרונות, בהיקף של כ-350 מיליון אירו. "מבחינת ההיקף והמורכבות של ההסדר, הוא גובש במהירות

ס בשנת 2014 המשיכו הסדרי חוב גדולים ללוות את שוק ההון המקומי, ובניגוד לרוב הפעילים בשוק, עבור תעשיית היועצים שהתפתחה סביבם מדובר רווקא בחדשות טובות. אחת השחקניות הדומיננטיות בתעשייה הצומחת והמשגשגת הזאת היא חברת הייעוץ הכלכלי MNS, המתמחה בתחום חדלות הפירעון ובחינת סולבנטיות (כושר פירעון) של חברות, בנייהולו של שרון זאורבך. למעשה, כמעט שאין הסדר חוב גדול בשוק ההון שבו MNS אינה מעורבת, אם מצד החברה, אם מצד המחזיקים ואם מטעם ביהמ"ש (ראו טבלה). פתיחתה של שנת 2015 מרמזת כי גם בשנה הנוכחית ירדו של זאורבך יהיו מלאות עבודה. בימים

כששרון זאורבך הקים ב-2010 את חברת הייעוץ הפיננסי MNS יחד עם שני שותפיו היא נועדה לעסוק בכלל בעולם התשתיות • אבל הסדרי החוב הענקיים שמטלטלים בשנים האחרונות את שוק ההון, משכו אותם לתחום הזה וכיום כמעט שאין הסדר שהם לא מעורבים בו • "מי שיודע לממן חברה כמו שצריך, יודע לגייס לה כסף, ובשעת משבר גם לעזור לה", אומר זאורבך בראיון ל"גלובס", "לשמחתי אנחנו נמצאים בשני העולמות: גם עוזרים לגייס כסף, וגם עוזרים לצאת מבעיות" / אביב לוי

הסדר החוב בסקיילקס על סף פיצוץ: מחזיקי האג"ח המובטחות החליטו להעמיד את החוב לפירעון מיידי



לוקסנבורג, בעל השליטה בפועל

במניית פרטנר "תספורת" של כרבע מיליארד שקל. במחיר של 27.3 שקל למניית פרטנר, מחזיקי אג"ח י' החזיקו בשיעור למניית פרטנר בשווי של מעל 250 מיליון שקל, כלומר, יותר מ-100 מיליון שקל מעבר לחוב של סקיילקס כלפיהם, כשהפער הזה היה מיועד לעבור למחזיקי הסדרות האחרות. כיום, כאמור, שוות המניות המשועברות כ-151 מיליון שקל - רק 3 מיליון שקל יותר מהחוב. סקיילקס נשלטת כיום בפועל על ידי נושיה, בראשותו של יעקב לוקסנבורג (לוקסי), שמחזיק באג"ח החברה באמצעות חברת לפידות. אם וכאשר יושלם הסדר החוב לפי המתווה הקיים, לפידות של לוקסי תחזיק בכ-13% מהון המניות של סקיילקס, וברשותה גם אופציה להגדלת ההחזקה בכ-20%-30% נוספים מההון, על רקע הערכויות שהעמידה לסקיילקס בחודשים האחרונים. אגב, למימוש הבטוחות של אג"ח י' עלולה להיות השפעה שלילית נוספת על המניה החבוטה של פרטנר, במקרה שבו מחזיקי האג"ח יבחרו למכור את המניות בשוק.

● שירי חביב ולדהורן

מחזיקי אג"ח סקיילקס מסדרה י' הצביעו בעד העמדה של האג"ח לפירעון מיידי - צעד שמערער למעשה על יסודותיו של מתווה הסדר בחברה שפורסם לפני כארבעה חודשים. היום דיווחה סקיילקס לבורסה כי מחזיקי אג"ח י' החליטו לנקוט הליכים לשם מימוש הבטוחות שהועמדו לטובתם, לרבות הליכי כינוס ביחס למניות פרטנר המשועברות. נכון להיום, היתרה הבלתי מסולקת (קרן וריבית, ללא ריביות פיגורים) של אג"ח סדרה י' עומדת על כ-148 מיליון שקל, ולהבטחתן משועברות כ-9.2 מיליון מניות פרטנר, ששוויין הנוכחי הוא כ-151 מיליון שקל (כמחצית מהחזקות סקיילקס בפרטנר). סקיילקס חדלת הפירעון הייתה בעבר בשליטת אילן בן רב והוא החזיק באמצעותה בחברת הסלולר פרטנר. כיום הנכס המרכזי שלה הוא הויכיון ליבוא מכשירי הסלולר של סמסונג, כשבנוסף היא מחזיקה בכ-11.4% ממניות פרטנר, שמהוות את הבסיס להסדר החוב המתוכנן בחברה. אלא שהנפילה החדה במניית פרטנר בתקופה האחרונה משפיעה על מתווה ההסדר. החישוב

שנעשה לצורך ההסדר בספטמבר התבסס על מחיר של 27.3 שקל למניית פרטנר, ברומה למחיר השוק של המניה. כיום עומד מחיר השוק של המניה על 16.2 שקל בלבד, כ-40% פחות מבספטמבר, והדבר צפוי להגדיל את התספורת למחזיקי האג"ח הבלתי מובטחות. החוב המתואם של סקיילקס למחזיקי האג"ח מגיע ליותר מ-900 מיליון שקל - מחציתו ללא ביטחונות. הסדר החוב כולל המרת חוב למניות והנפקת אג"ח חדשות, והוא גילם טרם הנפילות



שרון זאורבך

- גיל: 40
- מצב משפחתי: נשוי + 4
- השכלה: עו"ד וכלכלן
- ניסיון קודם: בנקאות השקעות בלונדון, יועץ פיננסי לחשב הכללי, ניהול הנדל"ן המניב והתשתיות של אפריקה ישראל

חברת הייעוץ הכלכלי MNS

- שנת הקמה: 2010
- מייסדים: שרון זאורבך, משה חביב, ניר גרינברג
- תחום עיסוק: מימון פרויקטים ותשתיות, מימון חברות, גיוס הון וחוב, הערכות שווי, הסדרי חוב
- לקוחות בולטים: בנק הפועלים, בנק ישראל, כלל, מגדל, קבוצת דלק, קרדן א.ו.י, קרסו מוטורס, פסגות, אדלטק, הפניקס, סופרגז, משרד הביטחון, משרד ראש הממשלה, חברת כביש חוצה ישראל
- מספר עובדים: יותר מ-20

חדש שאנחנו חלק ממנו. זה שוק לא גדול שבעבר היו פעילים בו בעיקר משרדי רו"ח אבל יש איתם הרבה בעיות של ניגודי עניינים, והיום קיימת הקפדה מאוד גדולה על זה."

מעורבותה של MNS בהסדרים נוגעת לכלל ההיבטים והגורמים המעורבים בהם, והיא יכולה לכלול במקרה אחד ליווי וייעוץ לחברה, במקרה אחר ליווי וייעוץ למחזיקי האג"ח, ובמקרים אחרים מתן חוות דעת כלכליות מטעם ביהמ"ש, ביצוע פעולות של ביקורת חקירתית, ועוד.

אחד מהסדרי החוב הגדולים בהם הייתה מעורבת MNS בשנים האחרונות היה ההסדר בקונצרן אי.די.בי, שם ביצעה החברה ביקורת חקירתית מטעם ביהמ"ש. "הכנו תיק על מוטי בן משה (אחד משני בעלי הבית החרשים בקונצרן, א' ל') וטסנו לגרמניה יחד עם הכנ"ר כדי לחקור את האיתנות הפיננסית שלו, ואת חברת אקסטרא אנרג'י שהיא לב הפעילות שלו. נתקלנו שם בפתחות יוצאת דופן: נכנסנו למיילים של עובדים ולקבצי אקסל של הנהלת החשבונות. אני יודע שאנשים היו מאוד סקפטיים לגבינו, אבל גילינו עסק סופר-רציני ומקצועי. זה גם מה שכתבנו ברוח שלנו, וביהמ"ש השתכנע". הליך חקירה מעניין נוסף בו הייתה MNS מעורבת נוגע לחברת קמור השקעות של דני ברנר, שם פעלה החברה מטעם המפרק שמונה לחברה. "רוב ההשקעות של קמור נעשו בהסתמכות גדולה מאוד על שותף בשם מיכאל טלמור, והיה שם מנגנון שהוביל את החברה מצד אחד להשקיע כסף, אבל מצד שני לא להפיק מההשקעות את התועלות של הניהול והשליטה בעקבות ההשקעה", הוא אומר. "אנחנו מצפים שבמקרה בו חברה משקיעה 40%-50% בפרויקט, תהיה לה שליטה עליו, אבל בקמור לא כך היה המצב. כאסטרטגיה, לא להיות בעל השליטה במרבית הנכסים, מאותה לנו שיש פה משהו ששווה בדיקה, כי זו לא נשמעת לנו פרקטיקה הגיונית".

מה הרבר הראשון שאתם עושים כשאתם נכנסים להסדר חוב חדש?

ממיד רוצים הסדר או פירוק, אומר זאורבך. "בסופו של דבר שתי קבוצות של משקיעים הגיעו לקו הגמר באנגל - קרן DK פרטנרס ואבי גבאי - והברירות שעמדו בפני המחזיקים היו ללכת למהלך של החלפת שליטה, או להשאיר את החברה בידי כונסי הנכסים. היעד שלנו בתור יועצים זה לספק חלופות, ובמקרה של אנגל משאבים, המחזיקים קיבלו תוספת ריבית, נכסים ושעבודים, לכן החליטו מה שהחליטו. מניות החברה עדיין בכינוס, אבל למנהלי החברה יש שקט תעשייתי, ועם הנכסים הטובים שיש לחברה, אפשר להשיב אותה".

מה מאפיין הסדרי חוב שמהווים סבב שני?

"בשנים האחרונות, עם הסדרי החוב שנחתמו בשוק, יש מקורות ידע. כשאנחנו נכנסים להסדר חדש, אנחנו מנתחים את מצב החברה ורואים איך אפשר להביא את ההסדר הנכון עבור הצדדים".

"כל הצדדים מגיעים טעונים"

דוגמה מעניינת להסדר חוב שני באותה חברה מהתקופה האחרונה היא של אנגל משאבים, שם גויסה MNS על ידי בעלי החוב. באופן די נדיר, במקרה הזה החליטו מחזיקי האג"ח להותיר את החברה בידי כונסי הנכסים של מניות השליטה, לאחר שהנהלת החברה, בראשות היו"ר עודד שמיר והמנכ"ל רב לוקסנבורג, הגישה להם הצעה משלה. "זו דוגמה לכך שהמוסדיים לא

"חלק מהעניין זה לא להעמיד את מחזיקי האג"ח בחוסר ברירה. תמיד יש אפשרות להשתלט על החברה, לפרק אותה, או להגיע איתה להסדר - וכל מקרה צריך לבחון לגופו"

ואם נחזור אליכם, עד כמה הפעילות בתחום הסדרי החוב סיעה ל-MNS לצמוחה?

"בשנים האחרונות יש אצלנו שגשוג בזכות הסדרי החוב, אבל הם רק חלק מהפעילות שלנו. אנחנו נמצאים בעולם החוב בכל הגזרות, וכך, לדוגמה, אנחנו מלווים את המדינה בסגירה הפיננסית של כביש 6, בהיקף של כ-2 מיליארד שקל בקטע הצפוני שלו. ההיכרות שלנו עם שוק ההון הופכת אותנו לשחקנים חזקים גם בתחום גיוס הכספים והערכות השווי. מי שיוודע לממן חברה כמו שצריך, יודע לגייס לה כסף, ובשעת משבר גם לעזור לה. לשמחתי אנחנו נמצאים בשני העולמות - גם עוזרים לגייס כסף, וגם עוזרים לצאת מבעיות".

ההסדרים האלה יוצרים מצב שבו כל הצדדים מגיעים מאוד טעונים, כי בעל הבית הציג תוכנית עסקית שלא התממשה. אבל יש מקרים שבהם הבעלים באמת עשו את מרב המאמצים ולכן אי אפשר לכעוס עליהם. היתרון בהסדר שני הוא שההליך מתבצע בפחות זמן, כי כל המסגרות להסדר כבר קיימות: יש תבניות ושאלות שכבר נידונו בעבר, והנושאים ידועים".

מניסיונך, עד כמה האמוציות משפיעות בסופו של דבר על קבלת ההחלטות בהסדרי חוב? "הייתי רוצה לחשוב שבסופו של דבר כל ההחלטות נוגעות להיבטים כספיים. בפועל, הנושאים רוצים להגיע להסדר מול החברה, אבל באופן טבעי נכנסים לשיקולים שלהם משקעים מהעבר. זה לא עניין של אמוציות, אבל אפשר לראות בחלק מהמקרים בהם היינו מעורבים, שכמו כל דבר בחיים גם כאן אכזבות קודמות משפיעות על קבלת החלטות נוכחית.

"חלק מהעניין בהסדר חוב זה לא להעמיד את מחזיקי האג"ח בחוסר ברירה. בכל הסדר חוב יש תמיד אפשרות להשתלט על החברה, לפרק אותה, או להגיע איתה להסדר - וכל מקרה צריך לבחון לגופו. כדי לבחור בפירוק או בהשתלטות על החברה אחת מהאופציות הללו צריכה להיות באופן מובהק אלטרנטיבה טובה יותר".

חלק מהקשיים של הסדרי החוב זה ההימשכות שלהם, ולפעמים צריך התערבות של דגולטור כדי לשים את הדברים בסדר זמנים הגיוני, אומר על כך זאורבך, "זה כשל השוק הגדול ביותר שהמלצות הוועדה פותרות, ואנחנו מחכים לראות שהן יעברו להליכי חקיקה. כיום לוקחים הסדרי החוב יותר מדי זמן, כי הם תלויים באינטרסים של החברה, ובחלק מהמקרים יש לה אינטרס למשוך זמן".

ואיך השפיעו על זאורבך ר MNS עצמה גל הסדרי החוב? "בזכות הסדרי החוב אנחנו היום בני בית בכל עולם החוב הלא סחיר בארץ, ונמצאים בהמון מקומות בהם חברות רוצות לגייס כסף", הוא משיב על כך. "ההיכרות עם שוק ההון הופכת

הסדרי חוב בולטים שבהם מעורבת MNS

החברה	היקף החוב (מ' ש')	סטטוס	התפקיד של MNS
פטרזוכימיים	2,000	אושר	ליווי מחזיקי האג"ח
אי.די.בי	1,800	הסתיים	ביקורת חקירתית
קרדן א.ו.י	1,600	אושר	ליווי החברה
מידלנד	1,000	דיונים ראשוניים	ליווי החברה
פלאזה סנטרס	1,000	הסתיים	ליווי מחזיקי האג"ח
סקורפיו	240	אושר	מומחה מטעם ביהמ"ש
אריים	220	גיבוש פרטי ההסדר	מומחה מטעם ביהמ"ש
אנגל משאבים	170	הסתיים	ליווי מחזיקי האג"ח
קמור	100	החברה בפירוק	ביקורת חקירתית

אותנו לשחקנים חזקים בתחום גיוס הכספים והערכות השווי. העובדה שאנחנו בחזית של שוק ההון מסייעת לנו, ולשמחתי אנחנו נמצאים בשני עולמות - לחלק מהשחקנים אנחנו עוזרים לגייס כסף, ולחלקם לצאת מבעיות אליהן נקלעו".

"קם דור חדש"

את MNS הקים זאורבך, 40 יחד עם משה חביב וניר גרינברג ב-2010, וייעודה במקור היה לתת מענה לחברות בתחום התשתיות, בו צברו שלושת השותפים ניסיון רב בתפקידיהם הקודמים. אולם הקשיים אליהם נקלעו חברות לא מעטות בבורסה בשנים האחרונות, והסדרי החוב הרבים שהגיעו בעקבותיהם, הסיטו חלק ניכר מפעילותה של

MNS לתחום זה. על פי ההערכות, המעורבות בהסדרי החוב מניבה למשרדי הייעוץ המעורבים בהם סכומים של מאות אלפי שקלים, בכפוף להיקף ההסדר ולרמת האינטנסיביות הנדרשת לביצוע העבודה. בהסדר האחרון בחברת הנדל"ן ארוזים, בו נבחרה MNS על ידי ביהמ"ש, היא דרשה שכר טרחה של 530 שקלים לעובד לשעה, לא כולל מע"מ. "הקמנו את חברת הייעוץ אחרי שקיבלנו בקשות מלקוחות ללוות אותנו בפרויקטים של תשתיות, משום שזה הרקע של כולנו", מספר זאורבך המשמש כמנכ"ל החברה. "גם היום עדיין כמחצית מהפעילות שלנו היא בתחום התשתיות. מעבר לכך, יש שינוי בתחום הייעוץ הפיננסי וקם דור