

"הדור הבא של חדלות הפירעון יבוא מתוך מגייסות החוב האמריקאיות"

עם רוח גבית מאייל גבאי, לב לבייב ושוקי אורן, הקים שרון זאורבך עם שותפים את חברת הייעוץ MNS. מאז החברה מעורבת בהסדרי החוב הגדולים במשק — ועשויה לייצג כבר מהשבוע את מחזיקי האג"ח של המצטרפת החדשה למועדון המפוקפק, ברוקלנד אפריל. לזאורבך, שמיטיב לשחות בבריכת ההסדרים, יש כמה טיפים — גם לחייבים וגם לנושים

יניב רחימי 14.11.18 07:52

"מאז אי.די.בי ופטרוכימיים אנחנו נמצאים בכל הסדרי החוב הציבוריים, ללא יוצא מן הכלל", אומר שרון זאורבך, מנכ"ל חברת הייעוץ והבנקאות להשקעות MNS — שחקנית דומיננטית בתחום הסדרי החוב בישראל. הרשימה ארוכה: הסדרי החוב של פלאזה סנטרס, דואר ישראל, סקורפיו, ארזים, אנגל משאבים, קרדן אן.וי. את בכירי החברות ששכרו את שירותי MNS פגש זאורבך לאורך הדרך.

קראו עוד בכלכליסט:

- [ברוקלנד מודיעה על מגעים עם מחזיקי האג"ח - בדרך להסדר חוב](#)
- ["ברוקלנד אפילו לא רמזה לנו שיש לה בעיה לעמוד בתשלומי האג"ח הקרובים"](#)
- [אורנשטיין אישר את הסדר החוב באפריקה השקעות: מוטי בן משה יקבל את השליטה בחברה](#)

הוא התחיל בפירמת ראיית החשבון BDO בישראל, התגלגל ב-2004 לרה-לוקיישן ללונדון עם אשתו, ילד בן 3 ותאומים בני חצי שנה, ואחרי שנתיים במחלקת הייעוץ של BDO עבר לתחום הבנקאות להשקעות, בבנק ההולנדי ABN AMRO. בסוף 2008, בעיצומו של משבר האשראי העולמי, קיבל זאורבך הצעה להצטרף לקרן תשתיות שהוקמה בשיתוף עם לקוח שלו מלונדון. ההצעה הגיעה מאייל גבאי, לשעבר מנכ"ל משרד ראש הממשלה. "חזרה לארץ הסתדרה לנו טוב", אומר זאורבך, "אחרי חמש שנים, המשבר בלונדון כבר התחיל, הילדים כבר גדלו". זאורבך נענה להצעה, אבל עד שמשפחתו נחתה בישראל, הקרן כבר הספיקה לפשוט רגל.

ב-2009 גויס זאורבך לעבודה אצל החשב הכללי באותם ימים, שוקי אורן, ושם הכיר את משה חביב וניר גרינברג, שותפיו ב-MNS שהוקמה ב-2011. השם MNS מורכב מראשי התיבות של שלושת השותפים.

זמן קצר אחרי הקמת MNS עזב זאורבך את השותפות לטובת ניהול הנדל"ן המניב בישראל של אפריקה ישראל, שהיתה בשליטת לב לבייב. באמצע 2013 הוא חזר לשותפות — ובנקודת זמן קריטית לחברת הייעוץ, שעד אז היתה קטנה ואלמונית. אבל אז החלו כל הנקודות להתחבר.

באותם ימים התנהל הסדר החוב של אי.די.בי, שהיתה בשליטת נוחי דנקנר. MNS יעצה למומחה הכלכלי שמינה בית המשפט, הלא הוא אייל גבאי — אותו אחד שהציע לזאורבך ב-2008 להצטרף לקרן. זה לא מקרי. שוקי אורן, שגייס את השלושה למשרד החשב הכללי, נהפך לימים למנכ"ל קרדן אן.וי ומינה את MNS ליועצת בהסדר החוב הראשון שלה. ולבייב, המעסיק לשעבר של זאורבך, גייס את MNS לייעץ לו באופן אישי בהסדר החוב השני של אפריקה. "אני מניח שההיכרות שלי עם האנשים באפריקה היתה יתרון. לא היה צורך שיציגו לי הצגות ויספרו סיפורים", הוא אומר.

השוק המקומי ממשיך לספק ל-MNS פרנסה. חברת הנדל"ן המאוגדת בא"י הבתולה (BVI), ברוקלנד אפריל, שגייסה 262 מיליון שקל אג"ח בתל אביב, הודיעה שלשום על כוונתה לגבש הסדר חוב עם מחזיקי האג"ח שלה. נאמן האג"ח, יוסי רזניק, כבר קרא את זאורבך לדגל, בניסיון להציל את החוב בהיקף של 150 מיליון שקל.

מה צריכים מחזיקי האג"ח של ברוקלנד לעשות כדי להציל את כספם?

"אני עוד לא מעורב במקרה, אבל כבר התבקשתי להגיע לאסיפה ביום חמישי. ככל שנקדים לשים יד על חברות הנכס, כך הסיכוי לריקברי (החזר של החוב — י"ר) יהיה גבוה יותר. ברגע שיש הסדר, לא ברור מי הבעלים של החברה. האם צריך להזרים כסף לפרויקטים? החברה עדיין חיה? יש סיכוי לראות כסף רק אם נתקרב במהירות הבזק לנכסים ונחליט אם לממש או להמשיך לתפעל אותם".

למחזיקי האג"ח יש יכולת לנהל נכסים בחו"ל?

"בעולם הנדל"ן האמריקאי זה בהחלט אפשרי. זה לא אזור גיאוגרפי בעייתי, ומדובר בפעילות בסדרי גודל ששחקנים ישראלים יודעים להכיל. בהסדר חוב של חברה שבונה למשל בהודו, בעל השליטה טוען שיש לו יתרון יחסי על פני הנושים, כי הוא מכיר את השוק טוב יותר. הפעם מדובר בחברה שפועלת בברוקלין, ולא תהיה בעיה להשתלט על זה. המוסדיים יכולים לקדם את הפרויקטים בכוחות עצמם".



שרון זאורבך

צילום: אוראל כהן

שאלה של עיתוני "אי.די.בי היתה קפיצת המדרגה שלנו"

חלוקת התפקידים ב-MNS ברורה: חביב אחראי לליווי הסקטור הציבורי במכרזים מורכבים ובפרויקטי תשתיות; גרינברג מוביל את מימון הפרויקטים לסקטור הפרטי והפיננסי ואחראי לקרן תשתיות של יצחק מרילשווילי, שמנוהלת בעזרת MNS; וזאורבך? "התמקדתי במימון תאגידי ובבנקאות להשקעות. רצה הגורל ובדיוק כשחזרתי לשותפות החלה פרשת אי.די.בי. זו היתה קפיצת המדרגה שלנו".

ההסדר המשמעותי הבא אחרי אי.די.בי, שבו היה זאורבך מעורב, היה של פטרוכימיים. MNS יעצה במסגרתו לנאמן מחזיקי האג"ח. "היופי של ההסדר בפטרוכימיים הוא שהצלחנו בזמן אמת לשכנע את מחזיקי האג"ח לקחת כסף שהיה בחברה ולדחוף אותו לחברה הבהת בזן, שעשתה הנפקת זכויות. זה היה 'כפול או כלום'. הם הלכו על כפול — והרוויחו", הוא מסביר.

כיועץ למומחה הכלכלי הערכת שהשווי של אי.די.בי פתוח הוא מיליארד שקל. מה השתבש וחייב את אדוארדו אלשטיין להזרים מיליארדים רק כדי שהחברה הזאת תעמוד על הרגליים?

"השותפות עם מוטי בן-משה לא הצליחה. הרבה מהלכים שיכלו להוביל את החברה למקומות אחרים, לא קרו. כששני

אנשים יושבים ליד ההגה ולא מצליחים לקבל החלטות, זו בעיה. כדי שעסק יצליח הוא צריך מנהיג. אחד שמחליט. אם שותפות לא עובדת — בטח בעסק שעבר הסדר — ככה זה נראה. כשיש בעל בית, האסטרטגיה בחברות־הבנות רצה. פועלים לממש חברות, ולא בגלל שלאחד יש אהבה לביטוח ולשני אהבה לנדל"ן. עסק שיוצא ממשבר צריך בעל בית חזק. כשבן־משה רכש את אלון רבוע כחול — זה בעל בית חזק; בא, גייס כסף, הזרים עוד, הלך לממנים, ולחברות הדירוג. כשבעל הבית עובד, העסק יוצא ממשבר. אבל אם הוא עסוק במריבות ובוויכוחים, כך זה נראה. וכמובן, ייתכן שטעינו בהערכת השווי".

איך אתה ניגש להערכת שווי של אחרים?

"כשקוראים הערכות שווי, חשוב לשים לב עבור מי הן נכתבו, לנקות את האופטימיות או הפסימיות. ככל שהגוף שכתב את הערכת השווי חזק וותיק יותר, ההטיות מינימליות. יש מאזן אימה בין המעריך והמוערך. אם מישהו התחיל אתמול לעשות הערכות שווי ומולו בא טייקון, זה ניכר".

בעולם הסדרי החוב מקובל שיש בעלי תפקידים שמלווים את מחזיקי האג"ח, וכאלה שמלווים את החברות. אתם נמצאים בשני הקצוות.

"אנחנו רוקדים על שתי החתונות, בדומה לעורכי דין. גם אצלם חלק מייצג באופן מסורתי צד אחד וחלק בצד השני, אבל יש כאלה שרוקדים על כל החתונות. בשנים האחרונות לקחנו יותר את הפוזיציה של החברות. עשינו את זה לראשונה במירלנד, שהיתה מהסדרי החוב היפים. המשקיעים הבינו שהאשמה היא גלובלית, ושלאדם שכנראה יכול לחלץ אותם מהסיפור יש תעודת זהות ספציפית (הכוונה למנכ"ל רומן רוזנטל — י"ר). זה לא קורה בהסדרים שבהם מחזיקים לוקחים את החברה, משאירים את המנכ"ל וגם נותנים לו אופציות".

מה גרם לכם לעבור לייצג את החייבים?

"לעבוד עם חברה בהסדר זה יותר מעניין, כי פוגשים את הבעלים בשעות קשות. חלק מהמנהלים ובעלי השליטה חשופים אישית, כי מאיימים עליהם בתביעות. הצד של הנושים הוא מאוד מתמטי. אם צריך לבחור, הדינמיקה אצל החייב יותר מעניינת מהדינמיקה אצל הנושה".

סביר להניח שלא רק הדינמיקה משחקת תפקיד בבחירה של MNS ללוות את החייבים. במקום שבו לוחץ יותר וכואב יותר, גם משלמים יותר. זאורבך ליווה את לבייב בהסדר החוב השני של אפריקה, ובשלב מוקדם הפתיע בעל השליטה את מחזיקי האג"ח כשהסכים לרכוש את אפי פיתוח, החברה שריכזה את הפעילות ברוסיה, לפי שווי כפול מערכה בשוק.

האמנת שלבייב ישלם יותר מחצי מיליארד שקל כדי לקנות את אפי פיתוח?

"יש אנשים שהתקשורת לא הגונה איתם, ולבייב הוא אחד מהם. הוא הזרים המון כסף. לא חושב שמישהו הביא סכומים דומים. במשא ומתן בהסדר חוב נותרת בעיה שיוצרת תלות בבעל השליטה. המינוף של לבייב באפריקה היה אפי פיתוח — והוא הוציא אותה החוצה. הוא יצא הוגן מאוד".

MNS מעורבת גם בייצוג אורבנקורפ, חברת הנדל"ן הקנדית שבבעלות אלן סקין, שהגיעה לחדלות פירעון חודשים ספורים אחרים שגייסה 180 מיליון שקל בבורסת תל אביב בהנפקת אג"ח.

איפה עומד המשא ומתן בין אורבנקורפ לנושים?

"אנחנו מייצגים קרן של ילדי סקין, שנתנו הצעה, ואני מקווה שבקרוב הסיפור ייסגר. זה עניין מורכב, שיש בו שתי נקודות אור: שהדיונים הם על כסף, על שיעור ההחזר, כשהשחקנים שמו את הרגשות בצד; ובנוסף, למרות כל הביקורת על החברות האמריקאיות, הריקברי כאן יהיה 85% וצפונה. למשקיע שלנו יש הצעה משופרת, ואני מקווה שבשבועות הקרובים נתקדם".





צילום: אוראל כהן

לב לביב

נדרשת תגובה מהירה: "שום דבר טוב לא קורה בחברות בהסדר"

אתה תמיד מגיע לשטח אחרי שמהו רע קורה. מה העצה שלך לבעלי שליטה ומנהלים, כדי שלא יגיעו למקום הזה?

"יש סיבה לכך שאנחנו יועצים ושהם יזמים. אם כולם היו עובדים לפי טמפלט באקסל ובונים מקורות ושימושים, הם היו עובדים אצלי בחברת ייעוץ. יזם צריך דמיון ואומץ להעז. You win some, you lose some. יזמים לא צופים משברי-על. חלק מהחברות שנפגעו הן תוצר של אותו משבר. למשל, אפריקה ישראל והמשבר ברוסיה. מה אפשר לעשות נגד זה? אם תהיה משקיע פחדן ותבנה תיק בהתאם, תהיה לך קרן נאמנות אג"ח. זה לא אופי של יזם. מאוד קשה לשבת עם יזם, שבא עם רעיון טוב, ולהגיד לו, 'תשמע, יכול להיות מקרה קצה שהכלכלה תתמוטט ב-50% ואז אתה לא מכוסה'."

מה על הבעלים וההנהלה לעשות כשהחברה בצרות?

"הכי חשוב — לעבוד מהר. מי שמוביל את הסדר החוב זה המנכ"ל או בעל השליטה. הוא מחליט מה יהיה הקצב שלו, לא הנושים ולא היועצים. החשיבות היא להגיב כמה שיותר מהר, כדי שהסיפור יהיה מאחוריהם."

מה המשמעות המעשית של תגובה מהירה?

"לבנות צוות, להבין מהו ההסדר הנדרש, לכנס מהר את מחזיקי האג"ח ולסיים עם זה במהירות האפשרית. חברות לא יודעות לעבוד ב'בלבלה'. קשה גם לעשות הסדר וגם לנהל עסק. אלה שעות ארוכות של משא ומתן ואיומים על נושאי משרה בתביעות אישיות. וזה לא שקודם הם שיחקו פוקר."

האיומים בתביעות באמת מפחידים אותם?

"כולם מאמינים כי פעלו בתום לב, אבל איש לא רוצה לברר את זה ארבע שנים בבית משפט. צריך לעבוד מהר, כי בחברות האלה לא קורים דברים טובים. כשהחברה מגיעה למדרון הזה, המצב רק מחמיר. הסדר שיושג היום יהיה בהגדרה טוב מהסדר שיושג שלושה חודשים או חצי שנה מאוחר יותר."

ועכשיו? זאורבך אומר ש"בסך הכל השוק התנקה. אנחנו מעבירים את הפוקוס יותר למימון התאגידי ולבנקאות להשקעות. אם בעבר נושאי חדלות פירעון תפסו חלק משמעותי מהזמן ומהתקציב שלנו, היום זה פוחת."

אתה יכול להצביע על חברות שעתידות להצטרף למעגל הסדרי החוב?

"לדעתי, הדור הבא של חדלות הפירעון יבוא ממגייסות החוב האמריקאיות. אני לא אומר שלא יהיה שם ריקברי, אבל ברגע שהריביות יזוזו, יהיה צורך לסדר את החוב. לא בכולן, אבל זה יקרה. וגם בחברות נדל"ן למגורים בישראל. המקורות של החברות האלה מתעכבים, בגלל הירידה במכירת דירות בישראל, בעוד השימושים די קבועים. זה יארך זמן, אבל גם זה יגיע. מתווכחים פה על מילים, 'ירידה', 'עצירה', 'קיפאון' — אבל חד-משמעית קצב המכירות פחות טוב מבעבר. בנדל"ן תמיד מדובר בתהליכים ארוכי טווח, אבל אני פחות אופטימי לגבי שוק הנדל"ן למגורים. החברות הגדולות והחזקות ישרדו את המשבר — וייצאו ממנו חזקות יותר."

