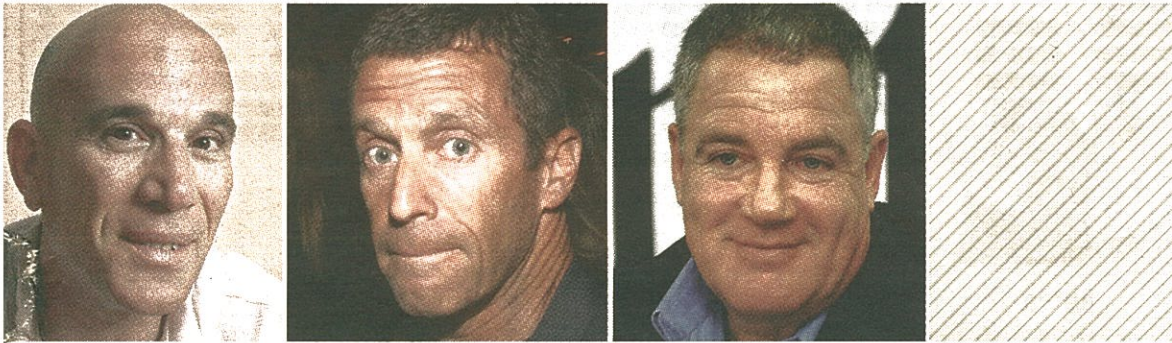


הגל השני של הסדר החוב

סקיילקס ואילן בן דב לא לבד: עוד ועוד חברות נאלצות להגיע להסדר חוב שני / אביב לוי

# איפה טעינו? מדוע חברות מגל הסדרי החוב הראשון נדרשות להסדר נוסף

חברות שנקלעו להסדר חוב בפעם השנייה במיליוני שקלים



| שם החברה בעל השליטה בהסדר הראשון | צ'ים עידן עופר (החברה לישראל) | סקורפיו* בני שטיינמץ | סקיילקס אילן בן דב  |
|----------------------------------|-------------------------------|----------------------|---------------------|
| היקף ההסדר הראשון                | 1,300                         | 570                  | 600                 |
| מועד ההסדר                       | ינואר 2010                    | פברואר 2011          | ינואר 2014          |
| היקף ההסדר השני                  | 1,400                         | 670                  | 600                 |
| סטטוס                            | לפני אישור המחזיקים           | דיונים ראשוניים      | מתגבשת נציגות למו"מ |

\*מחזיקי האג"ח ובנקים

הכלכלה העולמית בכלל וזו של סקטור הפעילות של החברה שבהסדר בפרט, שעמדו בכסים 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

(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 היצוניים 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



צילום: חנור חצפני

עו"ד גיל אורן משרד יגאל ארנון

**מגבשי ההסדרים הניחו פעמים רבות שהבעיה היא בסיטואציה בשווקים. אבל המציאות הוכיחה שבמקרים רבים רמות המינוף היו גבוהות מדי"**

עומדת קעת סקיילקס בפני הסדר נוסף, בהיקף דומה, על רקע התערערות יחסיה עם יצרנית הטלפונים הסלולריים הקוריאנית סמסונג (ראו מסגרת). הסדר חוב בולט נוסף העומד קעת על הפרק הוא זה של חברת הספנות צ'ים, מקבוצת החברה לישראל. מחזיקי האג"ח של צ'ים 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 צ'ים מסתכמים בכ-3 מיליארד דולר). מלבד שני ההסדרים הללו ניתן למנות גם את סקורפיו נדל"ן של המיליארדר בני שטיינמץ; סינג'י כבלים, ואנגל משאבים (לכולן זהו בסדר שני), ואת פרופיט

אחר תקופה קצרה של שקט יחסי בגזרת הסדרי החוב המקומיים, על רקע רמות השיא בכורסה ותשואות נמוכות באפיק האג"ח הקונצרניות, מסתמן קעת 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,

ההסדר השני בסקיילקס

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

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' ר') לא מתכוונים לשבת בחיבוק ידיים, והבוקר דיווחה סקיילקס כי הם צפויים להתכנס ב-8 ביולי, כשעל סדר היום תעלה העמדה לפירעון מייד 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.

מאז הפרסום הודעת סמסונג ב-28 במאי, קרסה מניית סקיילקס בכ-75% והגיעה לנקודת שפל המשקפת לחברה שווי נזיח 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, תחרל 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' ר'), שערכן צנח באחרונה בעשרות רבות של אחוזים למחיר של 48-45 אגורות, לא

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 ררשה לשנות את תנאי הזיכיון ולקצרו עד לסוף השנה הבאה, הובילה לכך שסקיילקס צופה קעת 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.



יהל שחר, מנכ"ל סקיילקס

המנוהלת על ידי יהל שחר, לרווח כי תיאלץ לבקש מינוי נציגות מקרב מחזיקי האג"ח לצורך מו"מ על הסדר חוב, הוא ההרעה ביחסיה עם חברת

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 קעת 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 חולות פירעון, וההסדר שנתפר בה עם מחזיקי האג"ח בהיקף של כ-270 מיליון שקל, ונסמך על הנכס המרכזי שלה, סקיילקס, הפך קעת ללא רלוונטי. כזכור, מה שהוביל את סקיילקס, מפיצת מכשירי הסלולר של סמסונג





שרון זורבך  
חברת הייעוץ הפיננסית MNS

**אחד הדברים שמאפיינים את הסדרי הגל השני הוא שהם יותר מהירים מהסכב הראשון, משום שכל הצוותים כבר קיימים, ויש בסיס להתקדם ממנו**

מוריס מברייטניה לאבד את חברת הנדל"ן קצת יותר משנתיים לאחר שירשה אותה מידי שעה בוימלגרין, 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, ובקרב תעבור השליטה בחברה לידיים חדשות, כחלק מהסדר חוב בהיקף של כ-170 מיליון שקל. שרון זורבך, מנכ"ל חברת הייעוץ הפיננסית 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 זורבך, "אחד הדברים שמאפיינים את הסדרי הגל השני הוא שהם יותר מהירים מהסכב הראשון, משום שכל הצוותים כבר קיימים והחברה נמצאת תחת בחינה הדוקה יותר, כך שיש בסיס טוב יותר להתקדם ממנו".

זורבך 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 בסקיילקס עם סמסונג".

רואים עכשיו הם תופעות לוואי של הסדרים שגובשו ושהעמיסו על החברות היקף חוב גדול - הרבה פעמים גדול מדי. באותה תקופה, הסדרים אלה היו טובים 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 גוילי, שותפו לשעבר של רקנאטי ומנכ"ל החברה, יהפוך לשותף שלהם עם כ-25% מהמניות. "המסדרים יותר בררניים כיום במתן אשראי ויש כללים יותר נוקשים למי וכמה אפשר לתת", מוסיפה גבע הראל. "לדוגמה, בהנפקה האחרונה של סקיילקס 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 סקיילקס וסמסונג למשל".

**"אי אפשר לצפות מהפכה צבאית"**  
דוגמה נוספת לשינויי שליטה במסגרת הסדר חוב ספקה לאחרונה אנגל משאבים, שם עומדת משפחת

צילומים: תמר מצפי, יוסי כהן, איל יצהר, אבשלום ששוני, אריאל ירוזולימסקי

| פרופיט משפחת יצחקי     | גמול השקעות ליאון רקנאטי | אנגל משאבים שעה בוימלגרין | סינרזי כבלים סטיבן אלבאום (אלפיי גרופ) |
|------------------------|--------------------------|---------------------------|--|
| 200                    | 450                      | 260                       | 140                                    |
| דצמבר 2010             | דצמבר 2009               | נובמבר 2011               | ינונוט 2010                            |
| 200                    | 190                      | 170                       | 80                                     |
| נכנס לתוקף בתחילת 2013 | אושר                     | מכרז לרכישת השליטה בחברה  | בדיונים                                |



לילך גבע הראל  
היועצת המשפטית של פסגות

**ההסדרים הקודמים היו הטובים ביותר שהיה אפשר להשיג, אבל היום יש הבנה שצריך להעמיס פחות חוב, ולקבל פיצוי במניות**

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 החזקתיו בחברה, כארבע שנים לאחר שגיבש מול המחזיקים הסדר חוב בהיקף של כ-450 מיליון שקל.

**"המוסדיים היום יותר בררניים"**  
לילך גבע הראל, היועצת המשפטית של בית ההשקעות פסגות, אומרת כי "הרבה מההסדרים החוזרים שאנחנו

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

**תקבל עוד ציאנס?**

**נאוסיטי מעמידה את שוק גיוסי החוב במבחן**



אהוד בן שון, פבעלי השליטה

עתידי, ובסוף 2009 - שנתיים לאחר הגיוס - אושר בה הסדר חוב, שכלל הוזמת 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

פריחת שוק גיוסי האג"ח הקונצרניות בתקופה האחרונה מעניקה אפשרות גם לחברות לא מדורגות ובסיון גבוה יחסית לחזור ולגייס חוב. אחת מהחברות המנסות להסתייע בפתיחת המאפינת 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 שון, דוד ארדיטי ושבטאי בר נוי, להסדר חוב עם מחזיקי האג"ח שלה. בגלל הגאות הקודם הנפיקה

● אביב לוי