

חוות דעת מומחה

פשרה בין אינטרנט זהב לבנק ההשקעות אופנהיימר וחברת מגדל חיתום
וקידום

רו"ח אבישי עובדיה

אבלון מחקרים בע"מ

שד' דוד המלך 51, תל אביב

רקע

1. בנק ההשקעות אופנהיימר וחברת החיתום - מגדל חיתום הם הגופים שנבחרו על ידי אינטרנט זהב במהלך 2018 לצורך ליווי והובלת הליך המכירה להחזקות, בחברה הבת - בי קומיוניקיישנס שמחזיקה בשליטה בבזק.
2. על פי ההסכם המקורי שכר הטרחה של בית ההשקעות אופנהיימר נקבע על סך של 1.5 מיליון דולר, ושכר הטרחה של מגדל חיתום נקבע על 650 אלף דולר כאשר אם העסקה תהיה מול סרצ'לייט, התמורה תהיה 350 אלף דולר (כל הסכומים לפני מע"מ).
3. בפברואר 2019 נכנסה אינטרנט זהב להליך של הסדר חוב, כשבסוף השנה הושלמה עסקת סרצ'לייט כחלק מהסדר החוב הכולל וכאלטרנטיבה הכלכלית הנכונה לגישתי למחזיקי החוב.
4. בהתאם להוראות הסכם ההתקשרות עם אופנהיימר, שכר הטרחה בסך 1.5 מיליון דולר היה אמור להיות משולם במועד ההשלמה של עסקת סרצ'לייט. הסכום לא שולם ובין הצדדים, התנהלו מגעים להסכם פשרה. גישת אינטרנט זהב היתה ועודנה כי על רקע מצבה וכניסתה להסדר חוב בו הנושים אמורים לקבל חלק מהחוב הכולל המגיע להם, ובהתאמה על אופנהיימר (ובמקביל גם על חברת מגדל חיתום) לקבל סכום חלקי מהחוב המקורי. מדובר כמובן בסוגיה משפטית, וחוות דעתי מתייחסת להשלכות הכלכליות.
5. בית ההשקעות אופנהיימר תבע את הסכום המלא כשבמסגרת התביעה, הוא מבקש, לקבל מבית המשפט האמריקאי צו מניעה האוסר על בירור הטענות בישראל וזאת לאור תניה של סמכות השיפוט הקבועה בהסכם התקשרות.
6. אינטרנט זהב ונציגות מחזיקי אגרות החוב המשיכו לנהל משא ומתן מול אופנהיימר במטרה להגיע לפשרה, וכתוצאה מהמגעים האלו, הגיעו להסכם פשרה לפיו על אינטרנט זהב לשלם 1.25 מיליון דולר לבנק ההשקעות אופנהיימר.

הסוגיה הכלכלית – עלות מול תועלת

7. התבקשתי לחוות דעתי האם הסכם הפשרה, בהינתן הנסיבות והרקע, הוא סביר. שני עקרונות מנחים אותי בסוגיה זו - העלות מול התועלת של מחזיקי האג"ח בכל אחת משתי האלטרנטיבות - הליך משפטי או הסכם הפשרה. וכן עניין המהותיות.
8. במבחן העלות מול התועלת, יש תיאורטית צורך להעריך את העלות של ההליך המשפטי, מול התועלת שלו - הסכום שייחסד (אם בכלל ייחסד) ביחס לאלטרנטיבה של הפשרה. לצורך חישוב תוחלת הערך העתידי יש להתבסס על הסתברויות של כל תרחיש ותרחיש (הסתברויות לתרחיש הצלחה, כישלון ותרחיש ביניים). כמו כן, יש להעריך עלויות כוללות של כל תרחיש.

הסתברויות התרחישים לא ניתנות להערכה על ידי עורכי הדין המלווים את התהליך. כך שמצד אחד לא ניתן לחשב כלכלית את כדאיות או אי הכדאיות להליכה להליך משפטי. אך מצד שני – דווקא אי הוודאות הגדולה, והסיכון שמתלווה להליך, הם שיקול משמעותי בצורך להגיע לפשרה.

9. בנסיבות העניין, וממכלול הגורמים שהובאו לידיעתו, ובהינתן שעילת החוב (בלי להתייחס לגודלו) לבנק ההשקעות אופנהיימר מוצדקת, הרי שהליך משפטי עלול לגרום להפסד לחברה ביחס להצעת הפשרה. כמו כן, הליך משפטי יגרום לדחייה של חלוקת סכום מסוים מקופת החברה, למחזיקי החוב. זאת ועוד, להבנתי ובהתאם למידע שהובא לידיעתו, גם בתרחיש האופטימי לחברה – משמע זכייה מול תביעת אופנהיימר ותשלום מופחת, הרי שבמכלול העלויות הכרוכות בהליך, ייתכן שעדיין הסכם הפשרה עדיף. על רקע הנסיבות האלו, הסכם הפשרה המוצע טוב וסביר למחזיקי החוב, במבחן עלות מול תועלת.

מבחן המהותיות

10. מבלי להיכנס לעובי הקורה, ברור כי הטווח הכספי של המחלוקת הוא מאות אלפי דולרים. להערכתי התרחיש האופטימלי ביותר הוא סביב 700 אלף דולר (על זה יש להוסיף מע"מ). התרחיש הזה הוא תיאורטי בלבד מכיוון שהוא כרוך בהליך משפטי והוא לא מידי. הליך כזה כולל עלויות שוטפות, לרבות עלויות מימון שמבטאות את דחיית התשלום למחזיקים (וריתוק של סכום נוסף – כי הרי לא ידוע מתי ההליך יסתיים ומה תהיה עלותו הכוללת). אין לי דרך להעריך את העלות הכלכלית המינימלית אבל בהינתן שהסדר הפשרה הוא על 1.25 מיליון דולר, הרי שאני מעריך שבין התוצאה התיאורטית הטובה ביותר, לבין הסדר הפשרה יש פער של 300-500 אלף דולר.

11. מדובר אמנם בסכום אבסולוטי מכובד, אבל לא מהותי ואפילו שולי ביחס להסדר החוב הכולל ולתמורות הצפויות למחזיקי החוב – מתחת ל-0.5%. כלומר, כל האפסייד ב"ללכת עד הסוף", נאמד ב-0.5%. מנגד, הדאונסייד עלול להיות גבוה יותר. בתרחיש פסימי (לא הפסימי ביותר) העלות הכוללת עלולה לעלות על 2.5 מיליון דולר – פער של 1.25 מיליון דולר, סדר גודל של 1.2%.

12. אני לא סבור שמחזיקי האג"ח צריכים לקחת את הסיכון. משוואת הסיכון סיכוי מאוד לא וודאית. זאת ועוד – הסוגיה לא מהותית כלכלית, כל התעסקות בה, רק גורמת לעלויות נוספות ולא נחוצות (גם של כל המעורבים בהליך ההסדר), ולהערכתי בשקלול כל הגורמים האלו, הצעת הפשרה מול אופנהיימר סבירה.

פשרה מול מגדל חיתום

13. הסכם ההתקשרות עם מגדל קובע כי אינטרנט זהב תשלם למגדל חיתום 3 ימים לאחר עסקת מכירה, עמלה של 650 אלף דולר בתוספת מעימ, ובמקרה של השלמת העסקה עם סרצ'לייט הוסכם כי העמלה תעמוד על 350 אלף דולר.

14. אינטרנט זהב ומגדל חיתום הגיעו להסכם פשרה לפיו התשלום יעמוד על 290 אלף דולר.

15. השאלה אם לפנות להליך משפטי בסוגיה זו או להסכים לפשרה, קשורה ואולי גם תלויה משפטית לסוגיה הקודמת – ההליך מול בנק ההשקעות אופנהיימר. מבלי להיכנס לעניין המשפטי, אני סבור שבמבחן הכלכלי, גם כאן האלטרנטיבה של פשרה סבירה על פני אלטרנטיבה של מעבר לערכאות משפטיות – העלות בהליך לרבות עלות המימון (שנובעת גם מריתוק הון ודחייה חלוקות) עלולה להיות גבוהה, בעוד החיסכון במקרה המקסימלי בהגדרה נמוך בהינתן היקף החוב. במבחן העלות תועלת הפשרה סבירה.

16. במבחן המהותיות, הרי שלפער בין סכום הפשרה לבין הסכום בתרחיש אופטימי, אין כמעט השלכה על תקבולי המחזיקים (ההפרש שולי ביחס לתקבול כולו). גם במבחן זה הפשרה המוצעת סבירה למחזיקי החוב.

סיכום:

בהינתן המידע והנתונים שהובאו בפני, הפשרה המוצעת בין אינטרנט זהב לבנק ההשקעות אופנהיימר וחברת החיתום – מגדל חיתום, סבירה למחזיקי החוב, ועדיפה על תרחיש של התקדמות בהליך משפטי.