

CFO דצמבר 2007



CFO

מגזין מקצועי למנהלי כספים ראשיים > גיליון מס' 1 > דצמבר 2007

**ההשלכות
החשבונאיות
של משבר
הסאב-פריים**

סקירה מיוחדת > עמ' 14

עמ' 7	ריאיון מיוחד עם נגה קינן, יו"ר פורום ה-CFO
עמ' 8	עופר שגב, מנהל הכספים הראשי של נס טכנולוגיות, על אתגרי הניהול של חברה רב-לאומית בעידן הגלובלי
עמ' 18	מחירי העברה כבר כאן
עמ' 22	על הקשר בין תורים המזומנים לאורך חיי מוצר
עמ' 24	איך לנהל בהצלחה את התקינה החשבונאית החדשה

מחקר חדש:
המניסיון הבין-לאומי של הסחר האלקטרוני עמ' 36

מופץ לבאי האיכוה השנהי של פורום מנהלי כספים ראשיים. 1-2 ליוואר 2008. תל-אביב





לחיות בקומת הביניים הלוואות מזנין

הלוואות מזנין - צורה של מימון ביניים בין חוב להון עצמי - קיימות בעולם ובישראל מזה שנים רבות, אך רק באחרונה תפס מימון ביניים זה תאוצה. מה צריך לעשות כדי לעודד אפיק מימוני זה בישראל?

עו"ד דנה ליבנה-זמר

ההגדרה המסורתית של הלוואות מזנין היא צורה של מתן מימון ביניים בין חוב להון עצמי (מקור המונח "מזנין" הוא קומת ביניים בין קומת הקרקע לקומת העליונה). הלוואה זו מהווה למעשה השלמה של אשראי בנקאי אשר הינו מוגבל מטיבו ולא תמיד מספק מענה מושלם לתאגיד לסימון צמיחתו. מלווה המזנין מסתפק בדרך כלל, בביטחונות מופחתים ביחס לחוב רגיל, ואולם הוא מצפה להשתתפות ברווחי הלווה (equity kicken), בנוסף לשיעור ריבית בסיסי גבוה על קרן הלוואה והחזר הקרן. המזנין נמצא, מבחינת סדר הנשייה במקרה של פירוק הלווה או חלוקת רווחים, בין ההון העצמי ובין ההון הזר.

הניסיון המצטבר מלמד, כי תרבות המשקיעים בישראל - המוכנים לסיווג חלק בהשקעה כחברות המעניקות הלוואות מזנין - מתחת את ההגדרה הבסיסית של הלוואות מזנין לכיוון הלוואות חוב "רגילה". המשקיע הישראלי חושש

מצד שני, ברור להן כי לא ניתן לקבל מאת הלווה ביטחונות אשר יספקו את המשקיעים, כפרט במקרה שמדובר במימון לשם רכישת נדל"ן הממונפת על ידי מימון בנקאי. שהביטחון העיקרי לשם העמדתו הוא שיעבוד של הקרקע ולעיתים אף מלווה כשיעבוד תזרימי הפרויקט ושיעבוד מניות החברה בעלת הקרקע.

תרומה לנזילות

מדוע דווקא מזנין? מה היתרונות הגלומים במזנין על פני הון זר או equity? מזנין מהווה פתרון לתאגיד אשר אינו בשל לגיוס הון או להכנסת משקיעים לשם מימון פרויקטים. לחילופין, מזנין הינו כלי חלופי למימון זר והכנסת אקוויטי, אשר עלותם לחברה גבוהה יותר. נטיית הלוואות מזנין כחלופה להשלמה של הון זר, במקום הורמת אקוויטי, משחררת הון עצמי להשקעה בפרוייקטים נוספים ולכן אטרקטיבית לחברות ותורמת לנזילותן. כמו

הלוואות מזנין מהווה פתרון לתאגיד אשר אינו בשל עדיין לגיוס הון זר להכנסת משקיעים לשם מימון פרויקטים. זהו כלי חלופי גם למימון זר והזרמת אקוויטי, אשר עלותם לחברה גבוהה יותר

מנטילת סיכונים הסמונים בהשקעה בפרוייקט מתפתח ומבקש לקבל ביטחונות ראויים על מנת לבדר את הסיכון. לעומת זאת, כדי לשקף את הסיכון הסמוני בהשקעתו בקרן מזנין, הוא דורש ריבית שנתית בשיעור העולה על שיעור הלוואות הניתנות על ידי הון זר וכן תוספת סיכון בצורה של השתתפות ברווחי הפרוייקט. לעיתים, עומדות קרנות מזנין מול שוקת שכורה, שכן מצד אחד מטרות לגייס משקיעים להעמדת המימון, לשם מתן הלוואות מזנין, ועל כן הן צריכות לעמוד בדרישות הגבוהות שמציב המשקיע הישראלי כתנאי להשקעה.

הישראלי לאמיקו השקעה אחרים, בשל הצורך לקבל תשואה עודפת, ואולם לרוב לא מוכן לשאת בעודף הסיכון בהתאם.

מימון ביניים תופס תאוצה

הלוואות מזנין קיימות בעולם מזה כ-30 שנים ובישראל מזה כ-20 שנים, אך רק בשנים האחרונות תפס מימון ביניים זה תאוצה כחלופה מימון רצויה על פני השלמת המימון הבנקאי בהון עצמי וכאלטרנטיבה לחברות אשר אינן מסוגלות לקבל מימון בנקאי נוכח מצבן, לעיתים, לאחר קבלת מימון בנקאי לפרויקט נדל"ן ולדוגמה, הבנק מעמיד מימון בשיעור של כ-70% מעלות הכוללת של הפרויקט, תעדיף החברה לקבל מימון ביניים כחלופה להשקעת 30% הנותרים בפרוייקט כהון עצמי, כפרט במצב שבו הבנק אינו מאשר לחברה קבלת הלוואה נוספת מנורם אחר הנוחות ממנו ובהתאם לא ניתן רישום שיעבוד מדרגה שנייה על הנכס נשוא הפרוייקט. במצב זה, עלות ניסוי הלוואת המזנין נמוכה יותר מעלות הכנסת האקוויטי.

הלוואות מזנין סטנדרטית מיועדת לתקופה של שלוש עד חמש שנים, כריבית שנתית הנעה בין 8%-13%, עם אפשרות פירעון מוקדם של ההלוואה על ידי הלווה, במקרים הנקבעים בהסכם, כגון שינוי שליטה כלוה, או מכירת חלק מהותי של הפרוייקט לצד ג', נדרש פירעון מוקדם של ההלוואה וכן השתתפות ברווחי הלווה מאירוע EXIT זה. בשוק הישראלי, למשקיע הישראלי "אין זמן" - הוא מצפה לתשואה שנתית מינימלית, לפחות בגובה הריבית הנצברת על ההלוואה, וכן למימוש הפרוייקט תוך פרק זמן קצר. הוא מוכן לסיווג סיכון תמורת החזר ההשקעה, הריבית וכן השתתפות ברווחים תוך זמן קצר, דבר אשר עלול ליצור קושי בניסו כספי משקיעים לקרנות המזנין.

לצמצם את פער הציפיות

על מנת ששוק המזנין יתפתח בישראל כאלטרנטיבה להשקעת הון עצמי, או כחלופה לקבלת הון זר, צריכים להתוות קווים ברורים יותר לתנאי המזנין המקובלים בשוק, כמו כן, נדרשת הבנה על ידי המשקיע הישראלי של הפרמטרים המנחים בעסקאות מסוג זה, תוך תיאום בין הדרישות שמציב המשקיע מחד גיסא וציפיות החברה הלווה בקבלת מזנין, כחלופה להכנסת הון עצמי או קבלת הון זר, מאידך גיסא. הניסיון מלמד, כי ככל שהמשקיעים יהיו מעורבים בהשקעה בגופים המעניקים הלוואות מזנין, כך יצומצם פער הציפיות. איזון האינטרסים בין המלווה ללווה כרוך בשיקולים נוספים רבים ונדרשת מומחיות ומקצועיות על מנת לנשר על הפערים ולהביא לסגירת עסקה מוצלחת העונה על דרישות שני הצדדים ולשביעות רצונם.

עו"ד דנה ליבנה-זמר היא שותפה במשרד עורכי דין לבגין אשלני, פירא אשל, מומחית למימון, מימון ורכישות

