



עמירם פליישר | Fleisher

יועצים לתקשורת ויחסי ציבור בע"מ
Communications & Public relations Ltd.



דה מרקר יום שישי 30 באוקטובר 2009



לכלה והעסקים של ישראל | י"ב בחשוון תש"ן

"ייתכן שמוטב למשקיעים בלי לב לבייב"

כך קובע הפרופסור הישראלי-אמריקאי מהרווארד, לוציאן אריה בבצ'וק, מהמומחים המובילים בעולם לתאגידים • "הצעת ההסדר באפריקה אינה מעניקה הגנה ראויה למחזיקי האג"ח", הוא מוסיף בחוות דעת שהזמין פסגות • בבצ'וק: "חוות הדעת ניתנה בחינם, כי ההסדר ישפיע על כל המשק" • נציגו של לבייב, פרופ' אמיר ברנע: "אין כמעט ויכוח בדבר חיוניותו של לבייב" • עידו באום

30



פרופ' בבצ'וק: לא בטוח שיש הצדקה להותרת השליטה בידי לבייב

מה מציע בבצ'וק לאפריקה?

ההנחה בהסדר	הבעיה בהנחה	הצעת בבצ'וק
אפריקה תחול להתנהל כעסק חי	אין בסיס להנחה זו, והיא מרעה את מצבם של מחזיקי האג"ח	במסגרת הסדר בחסות בית המשפט תישמר פעילות אפריקה כעסק חי, ויוקצו מניות למחזיקי האג"ח
לב לבייב צריך להישאר בעל שליטה בחברה, שכן יש לו ערך מספר בשימור שווי עסקיה	הצעת ההסדר דורש ברצוע אינם מספקים הערכה כמותית בדבר שווי תרומת לבייב	הבטחת חלק מהרווחים ללייב עשויה להיות תמרוץ יעיל יותר
מחזיקי האג"ח יקבלו מניות בשווי 7.4 מיליארד שקל	אין כל ביסוס לנובי תורים המזומנים העתיד, ואין לדעת אם הוחה אופטימית וזנוכה	מחזיקי האג"ח יוכלו לקבל מניות נוספות אם יתברר ששווי החברה נמוך מזה שנטען



לוצ'יאן אריה בבצ'וק

לדבריו, אין בסיס בתוכנית לכך שאי הגעה להסדר תוביל לכך שאפריקה תחול מקיום כעסק חי, אלא יש להניח כי אם לא יושג הסדר על פי התוכנית, תיאלץ אפריקה להגיע להסדר במסגרת בית המשפט לפי ההוראות הרלוונטיות בחוק החברות הישראלי. "אין הכרח כי הסדר בין כותלי בית המשפט יגורר מכירה של נכסי אפריקה במחירי הפסד אם יתברר כי הדבר ירוס את ערכה של אפריקה כעסק חי", קובע בבצ'וק.

לדברי בבצ'וק, "ההפך הוא הנכון. תוצאה סבירה יותר של ההליך המשפטי היא הסדר בחסות בית המשפט שבו תישמר פעילת תה של אפריקה כעסק חי ויוקצו מניות בחברה למחזיקי האג"ח. אם יתברר כי שווי החברה אינו מספיק כדי לפצות את מחזיקי האג"ח, ייתכן כי מחזיקי האג"ח יקבלו כסופי של רב"א את כל האחזקות בחברה".

לדבריו, אין בסיס בתוכנית לכך שאי הגעה להסדר תוביל לכך שאפריקה תחול מקיום כעסק חי, אלא יש להניח כי אם לא יושג הסדר על פי התוכנית, תיאלץ אפריקה להגיע להסדר במסגרת בית המשפט לפי ההוראות הרלוונטיות בחוק החברות הישראלי. "אין הכרח כי הסדר בין כותלי בית המשפט יגורר מכירה של נכסי אפריקה במחירי הפסד אם יתברר כי הדבר ירוס את ערכה של אפריקה כעסק חי", קובע בבצ'וק.

לדברי בבצ'וק, "ההפך הוא הנכון. תוצאה סבירה יותר של ההליך המשפטי היא הסדר בחסות בית המשפט שבו תישמר פעילת תה של אפריקה כעסק חי ויוקצו מניות בחברה למחזיקי האג"ח. אם יתברר כי שווי החברה אינו מספיק כדי לפצות את מחזיקי האג"ח, ייתכן כי מחזיקי האג"ח יקבלו כסופי של רב"א את כל האחזקות בחברה".

"הנתונים אופטימיים מדי"

ההנחה השנייה בהסדר שבבצ'וק תוקף היא ההנחה של פיה לב לבייב אמור להישאר בעל השליטה בחברה גם לאחר ההסדר. בבצ'וק מצייין כי לפי ההסדר יש ללבייב ערך מספר מבחינת שימור שוויה של אפריקה בהקשר לגבי

מאת עידו באום

הצעת הסדר החוב באפריקה יש ראל, המבוססת על דו"ח שובחן מרופ' אמיר ברי נע, אינה הגנה ראויה למחזיקי האג"ח ולמבוטחיהם – כך קבע אחד המומחים הבכירים בעולם בתחום התאגידים, מרופ' לרי ציאן אריה בבצ'וק, בחוות דעת מיוחדת שניתנה לבקשת פסגות – שאימה לפרוש מהנציגות אם תתקבל ההצעה להמיר חלק מודי חוב לפי שווי של 2 מיליארד שקל לאפריקה. בבצ'וק, פרופ' למשפט, כלכלה ומימון באוניברסיטת הרי ווארי, ציין כי התבקש לבחון את ההסדר מנקודת המבט של הדגנה על זכויות מחזיקי האג"ח.

בבצ'וק מסביר כי אחת ההניחות הבסיסיות בהסדר המוצע כיום היא כי אם אפריקה נגושה לא יגיעו להסדר תחול אפריקה להתנהל כעסק חי, וכתוצאה מכך יימכרו מניותיה ומניות החברות הבנות שלה בשוק במכירה כפויה, כשהמחיר שיתקבל בעבורן יהיה נמוך באופן משמעותי משוויון האמיתי. לדברי בבצ'וק, להנחה זו יש תפקיד קריטי בטענה כי ההסדר המוצע מעמיד את מחזיקי האג"ח והגושם במצב טוב בהרדרת פירעון.

"תוכנית אינה מספקת בסיס להנחה קריטי זו", מעיר בבצ'וק.

אם ירצה בכך כדי לספק חובות אחרים שלו. "לא ברור כלל כי לא ניתן להבטיח את מחויבותו של לבייב לחברה באמצעות תמריצים והסדרים משפטיים אחרים וללא תשלום המהיר הגבוה של הותרת השליטה בידיו", קובע בבצ'וק. הוא גם מצייין כי תרומתו של לבייב באמצעות קשריו ברוסיה רלוונטית לפעילותה של חברת אפי פיתוח, שהיא רק אחת ההכרות הבנות באפריקה ישראל, ואילו ההסדר מציע להותיר בידיו לבייב את השליטה בחברה האם שלה עוד חרות בנות רבות. לפי דברי בבצ'וק, "מתן תמריץ לבעל השליטה לשפר את ביצועי אפי פיתוח באמצעות מניות באפריקה ישראל עלולה להיות דרך לא יעילה ויקרה במיוחד לתמריץ את בעל השליטה". לדעתו, תמרוץ יעיל יותר יכול להיעשות כך שיובטחו ללבייב חלק מהרווחים בכל שירפור שיצליח להביא לפעילותה של אפי פיתוח. הותרת השליטה בידיו לבייב