

## Uptiering – ללכת לישון עם חוב בכיר ולקום עם חוב נחות

עדכוני לקוחות

השוק האמריקאי של הלוואות בסינדיקציה חווה בשנים האחרונות עלייה במספר העסקאות שבהן מלווים בכירים בהלוואה קיימת מאבדים, ללא הסכמתם, את זכויות הקדימות שלהם בבטוחות החוב והופכים בין לילה למלווים נחותים. פסיקת בית המשפט לערעורים בארה"ב בנידון, שניתנה בחודש שעבר, אינה צפויה להאט מגמה זו. על כן, למשקיעים ולמשתתפים בשוק זה מומלץ להכיר את דפוסי הפעילות שהתפתחו בשוק בהקשר זה ולבחון היטב את תנאי ההסכמים הרלוונטיים הנוגעים לאותן התפתחויות.

בשנים האחרונות, התפתח והתרחב תחום העסקאות לארגון מחדש של חובות (Liability-management exercise) או (בקיצור: LMEs) בשוק הלוואות הממונפות בסינדיקציה בארצות הברית (leveraged finance syndicated market). עסקאות אלו הופכות בהדרגה לשיטה נפוצה בה משתמשים לווים והמשקיעים העומדים מאחוריהם לשיפור מבנה ההון שלהם, בעיקר במצבים של אתגרים פיננסיים, בעיתות מצוקה כלכלית או על מנת להתמודד עם תנאי שוק בלתי ודאיים.

למרות שמתווה עסקאות LMEs משתנה ממקרה למקרה, המשותף לכל המתווים הוא הצורך להתנהל בכפוף להסכמי מימון קיימים ולוודא שהטכניקה לביצוע העסקה אינה מפרה את התנאים של אותם הסכמים. כתוצאה מכך ולעיתים, LMEs מסתמכות על פרשנויות טכניות (ולעיתים אגרסיביות, תלוי בנקודת המבט), של מסמכי מימון קיימים כדי לנהל חוב קיים ולגייס חוב חדש. הרוב המוחלט של עסקאות LMEs שנתמכו רק על ידי חלק מהמלווים הקיימים בוצעו בדרכים שנויות במחלוקת ועל חשבונם של המלווים שלא תמכו ולא השתתפו באותן עסקאות. עסקאות אלה הובילו, לעיתים קרובות, למה שמכונה בעגה המקצועית "אלימות בין מלווים" ("lender-on-lender violence").

אחת השיטות השנויות במחלוקת שנעשה בהן שימוש בעסקאות מסוג זה היא "העלאת דרגה" (Uptiering). מאמר זה בוחן בקצרה את (א) "העלאת הדרגה" שבוצעה על ידי החברה האמריקאית Serta Simmons Bedding (הנחשבת על ידי רבים כעסקת "העלאת הדרגה" הגדולה הראשונה בשוק); (ב) תגובת השוק לעסקה והדרכים שמצאו שחקני השוק להתמודד עם עסקאות כאלה בעתיד; (ג) החלטת בית המשפט הפדרלי החמישי לערעורים של ארצות הברית שהתקבלה לאחרונה אשר בחנה את תוקפה של עסקת "העלאת הדרגה"; ו-(ד) ההשלכות הכלולות של הפסיקה האמורה על תחום ומבנה שוק עסקאות ה-LMEs.

### העסקה

בשנת 2016, Serta Bedding, יצרנית ומפיצה מיטות, מהגדולות בארצות הברית, התקשרה בהסכם מימון בסינדיקציה בהיקף של 2.4 מיליארד דולר אשר במסגרתו ניתנו לחברה הלוואות חוב בכיר בסך של 1.95 מיליארד דולר והלוואות חוב נחות בסך של 450 מיליון דולר.

כמקובל בהסכמי מימון בסינדיקציה, ההסכם כלל הוראה המחייבת את החברה לפרוע את חובותיה למלווים על בסיס

יחסי (pro-rata) בלבד. במילים אחרות, ההסכם אסר על החברה לפרוע את החוב רק לחלק מהמלווים או לשלם אותם באופן שאינו תואם לחלקם בהלוואה. יתר על כן וכמקובל, ההסכם קבע כי אם החברה תפרע חוב של מלווה כלשהו, בנפרד ושלא על פי המנגנון הקבוע בהסכם המימון, אותו מלווה יהיה חייב לחלוק את אותו פירעון עם המלווים האחרים באופן יחסי לפי חלקם. הוראות מסוג זה (הנוגעות לחלוקה פרופורציונלית של פירעונות בין המלווים) מהוות בדרך כלל "זכויות קדושות" (sacred rights) שמלווים המשתתפים בהלוואה בסינדיקציה נהנים מהן, ולא ניתן לתקן אותן, לוותר עליהן או לשנות אותן ללא קבלת הסכמתם של כל המלווים.

על אף האמור, ההסכם כלל חריג מעורפל להוראות הנוגעות לחלוקה הפרופורציונלית של פירעון החוב. לפי החריג, פירעון חוב שמתקבל אצל מי מהמלווים כחלק מרכישות בחזרה של ההלוואה ("buy back") על ידי החברה ב"שוק החופשי" ("open market purchase") – אינו נדרש להיות משולם או מחולק באופן יחסי בין חברי הסינדיקציה האחרים.

ביוני 2020, החברה מצאה את עצמה בקשיים פיננסיים וגיבשה פתרון מימוני יצירתי על מנת לגייס חוב נוסף. החברה חתמה על עסקה עם (ורק עם) חלק מהמלווים הקיימים בסינדיקציה, לפיה אותם מלווים יספקו לחברה מימון חדש בסך של 200 מיליון דולר בדרגת עדיפות ראשונה (ובכירה יותר מכל ההלוואות שניתנו במסגרת ההסכם מ-2016), ובנוסף לכך אותם מלווים יחליפו את חלקם בהלוואות הקיימות (כ-1.2 מיליארד דולר) בחוב חדש של כ-875 מיליון דולר בדרגת עדיפות שנייה (בכירה אף היא מכל ההלוואות שניתנו במסגרת ההסכם ונחותה רק למימון החדש). מצד אחד, העסקה סיפקה לחברה הזרמה חדשה ונחוצה ביותר של מזומנים וכן הפחתה בסך החוב שלה ומצד שני סיפקה למלווים המשתתפים בעסקת החדשה עדיפות במבנה ההון של החברה על חשבון המלווים שלא השתתפו בעסקה. כדי לעקוף את הוראות ההסכם הנוגעות לפירעון חוב באופן יחסי בין המלווים, הציגה החברה את חלק העסקה שכלל את קניית החוב הקיים והחלפתו בחוב חדש כ"רכישה בשוק החופשי" של החוב הקיים, שכן כל המלווים על פי ההסכם (לרבות אלה שלא השתתפו) היו רשאים להציע לחברה הצעות דומות. בנוסף, הכפפת ההלוואות הקיימות לחוב אחר (מבחינת הזכות לפירעונות ומבחינת דרגת השעבוד על הביטחונות) לא עוגנה כ-"זכות קדושה" (דהיינו, בהחלטות "פה אחד") בהסכם ולכן נדרש היה רוב רגיל בלבד של המלווים (מעל 50%) כדי לשנות את ההסכם ולאפשר את ההכפפה.

לפני השלמת עסקת העלאת הדרגה ובניסיון למנוע אותה, חלק מהמלווים שלא השתתפו בעסקה זו תבעו את החברה ואת חלק מהמלווים שהשתתפו בה, וביקשו מבית המשפט, ללא הצלחה, צו מניעה. לאחר השלמת העסקה, חלק מאותם תובעים שוב תבעו את החברה ואת המלווים המשתתפים, בטענה שעסקת המימון החדשה הפרה את תנאי ההסכם מאחר שהחלפת החוב הקיים על ידי חלק מקבוצת המלווים בתמורה לחוב חדש "הניתן" על ידם אינה מהווה "open market purchase" (החריג המוזכר לעיל), וכן הפרה את חובות תום הלב וההגינות. בינואר 2023, למרות המימון החדש שניתן לה, החברה נכנעה בסופו של דבר למציאות הכלכלית שלה והגישה בקשה לפשיטת רגל. בשנים שלאחר פשיטת הרגל הוגשו והתנהלו בין הקבוצות השונות בסינדיקציה תביעות וערעורים נוספים.

## תגובת השוק

תגובת השוק לעסקה הנ"ל לא איחרה להגיע, ושחקני השוק הבינו שעליהם לקבוע במפורש את החוקים שעל פיהם הם רוצים להתנהל בנידון. בהרבה מההסכמים שנחתמו לאחר השלמת העסקה, ישנה התייחסות מפורשת ליכולת הלווה להכפיף, בהסכמתם של המלווים, את ההלוואה הקיימת להלוואות חדשות. יש הסכמים שאוסרים זאת במפורש ככל שלא התקבלה הסכמת כל המלווים, יש הסכמים שרק מחייבים את הלווה להציע לכל המלווים להשתתף בהלוואה

החדשה והבכירה, וכן קיימים הסכמים שמאפשרים הכפפה לחוב חדש ובכיר אך מגבילים ב'תקרה' את היקפו של החוב כאמור. יחד עם זאת, יש עדיין מספר לא מבוטל של הסכמי מימון שמתיר ללווה, בהסכמת רוב רגיל של המלווים, להכפיף את ההלוואה ללא כל מגבלה.

### החלטת בית המשפט לערעורים

ב-31 בדצמבר 2024 פרסם בית המשפט הפדרלי לערעורים את ההחלטה המצופה והמיוחלת בעניין. פאנל של שלושה שופטים פסל את עסקת "העלאת דרגה" (Uptiering) שנעשתה על ידי Serta וקבע כי החלטת החוב הקיים בחוב חדש אינה מהווה "רכישה בשוק החופשי" ולכן הייתה צריכה להיעשות, ככל שאר תשלומי פירעון חוב, באופן שווה בין כל המלווים. ראוי לציין כי ביחס לטענות האחרות של המלווים, ציין בית המשפט כי הן נזנחו על ידי התובעים, ולכן לא נערך לגביהן דיון לגופו של עניין.

הפסיקה בעניין מייצגת התפתחות משמעותית במחלוקות המתמשכות בארה"ב הנוגעות לחלק מעסקאות LMEs שבוצעו בשנים האחרונות. בעוד שבית המשפט פסל ספציפית את העסקה שנעשתה על ידי Serta, הוא גם ציין שהפסילה נובעת מכך שהעסקה נוגדת את תנאי ההסכם הרלוונטי ושבעתיד כל עסקת LMEs שתגיע לפתחו תיבחן בפני עצמה על פי לשון ההסכם והוראותיו. בעוד שההחלטה כבר עוררה תגובות ודיונים משמעותיים בקרב השחקנים בשוק, המסקנה המיידית והמתבקשת עבורם, בין אם הם משתתפים במו"מ על תנאי הסכם במסגרת עסקת מימון חדשה ובין אם הם שוקלים להצטרף לעסקת מימון קיימת, היא להתמקד בתנאי ההסכם ונוסחו ולא להסתמך על נוהג עסקי מקובל או מוסכמות כלשהן. כמו כן וכחלק מזה, חשוב לשחקני השוק להכיר את הדרכים והטכניקות שהופעלו בעבר בעסקאות LMEs כדי לנתח ולהעריך בצורה טובה יותר את הסיכונים הקיימים בהסכם.

### אנשי קשר



**אולג זבורוב**  
עורך דין בכיר



**דובי גרוס**  
שותף



**מאיר דומיניץ**  
שותף



**אלי אליה**  
ראש תחום בנקאות ומימון