

עסקאות Mezzanine

מאת

עומר גדיש, עו"ד* • אחיעד הראל, עו"ד*

א. פתח דבר

אין זה סוד, כי בזמן כתיבתן של שורות אלה, המכשירים הפיננסיים של מימון נדל"ן זוכים למקום מרכזי בשיח הפיננסי והמשפטי הבינלאומי. הדבר נובע, בין היתר, מהתפקיד המכריע שמילאו מכשירים אלה בגרימת המשבר הפיננסי הגדול ביותר שאותו ידע העולם המערבי (ואולי העולם הכולו) מאז "השפל הגדול" שפקד את ארה"ב בשנות ה-30 של המאה הקודמת. שילוב בין רגולציה בלתי מספקת של שימוש במכשירי מימון נדל"ן בארה"ב (החל מהלוואות ה-Sub-Prime, דרך מכשירי איגוח מגובי משכנתאות (Mortgage Backed Securities) וכלה בנגזרות פיננסיות מורכבות יותר) והתעלמות מהסיכונים האינהרנטיים הטמונים במכשירים אלה, הוביל למשבר פיננסי בעל השלכות רוחב עולמיות. מצב זה מעודד חיפוש אחר מכשירי מימון נדל"ן חדשים ומסוכנים פחות, תוך עמידה על המאפיינים, היתרונות והחסרונות של מכשירים אלה.

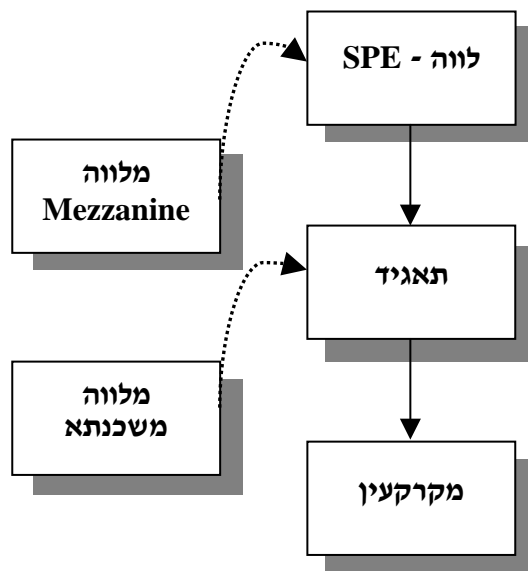
במאמר זה ננסה לעמוד על טיבו של אחד המכשירים הפיננסיים אשר השימוש בו תופס תאוצה בשנים האחרונות, הלא הוא הלוואת ה-Mezzanine. מדובר בהלוואה המשמשת, בדרך כלל, למימון נדל"ן מסחרי (בישראל, במקרים רבים, בבנייה מסחרית למגורים), ושהשחקנים המרכזיים בה הם מלווה, לווה ותאגיד אשר יש ללווה זכויות בו והוא בעל המקרקעין (ראו תרשים מס' 1). בשונה ממשכנתא, הלוואת ה-Mezzanine אינה מובטחת במקרקעין (כפי שנראה להלן, במדינת ישראל המצב שונה), שכן הלווה אינו בעלים של מקרקעין כלשהם, ובדרך כלל הוא אף מחויב שלא לעסוק בפעילות כלשהי מלבד אחזקותיו בתאגיד. לפיכך, הבטחה העומדת לרשותו של המלווה היא אך ורק זכויותיו של הלווה בתאגיד בעל המקרקעין.¹

* עומר גדיש, שותף במשרד עורכי הדין כהן, וילצ'יק, קמחי ושות'.

* אחיעד הראל, עו"ד במשרד שפירא ושות'.

.1 Andrew R. Berman, "Once a Mortgage Always a Mortgage - The Use (and Misuse of) Mezzanine Loans and Preferred Equity Investments" 11 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 76, 79 (2005).

תרשים מס' 1 – מבנה הלוואת ה-Mezzanine



מקרא:

← זכות בעלות:

←..... הלוואה:

כפי שניתן להיווכח מן התרשים ומן האמור לעיל, הלוואת ה-Mezzanine ממוקמת בין המשכנתא, שאותה בדרך כלל נוטל התאגיד לצורך רכישת הנכס, לבין ההון העצמי של הלווה אשר הינו הבעלים של התאגיד. הדבר מסביר את שמה של הלוואה - Mezzanine - אשר פירושו הוא "קומת ביניים". על מנת לעמוד על יתר מאפייניה של הלוואת ה-Mezzanine, לרבות היתרונות והסיכונים הטמונים בה, מן הראוי להבין את ההקשר שבו התפתחה ואת מקומה ב"אבולוציה" של מכשירי מימון הנדל"ן. לפיכך, נסקור תחילה את התפתחותם של מכשירי מימון הנדל"ן השונים, החל מן המשכנתא וכלה במכשירים מתקדמים יותר. לאחר מכן נשוב לדון בהלוואת ה-Mezzanine ונבחן את מאפייניה בדין האמריקאי ובדין הישראלי. לבסוף נבחן אם ההבדלים בין מאפייני הלוואת ה-Mezzanine בדין האמריקאי לבין מאפייני הלוואה בדין הישראלי מלמדים על שוני מהותי בין שתי הלוואות, או דווקא על דמיון עקרוני ביניהן.

ב. ההתפתחות ההיסטורית של מכשירי מימון הנדל"ן

כבר משחר ימי ההיסטוריה, האדם השתמש במקרקעין כבטוחה לצורך נטילת הלוואות. קיימות עדויות לכך ששימוש זה במקרקעין הוסדר בדין המצרי הקדום, בדין הרומי, היווני, ההודי, בקוד הנפוליאוני ובאופן לא מפתיע גם בדין העברי.² העדות הראשונה לשימוש במקרקעין כבטוחה במשפט האנגלי הינה ההסדר של משכון גלנוויל (Glanville's Gage) בסוף המאה ה-12. במסגרת הסדר זה, הלווה היה מוסר את החזקה במקרקעין לידי המלווה עד להחזרת הלוואה, והמלווה אף היה זכאי להחזיק בידיו דמי שכירות ורווחים שצמחו מן המקרקעין עד לפירעון המלא של הלוואה.³

במאה ה-13 הוחלף ההסדר הנ"ל של משכון גלנוויל בהסדר המשכנתא הברקטוניאנית (Bractonian Mortgage), אשר גם במסגרתו היה על הלווה להעביר את המקרקעין לחזקתו של המלווה. ללווה הייתה מוקנית הזכות לקבל בחזרה את החזקה במקרקעין עם פירעון הלוואה, אך אם היה ביכולתו של הלווה לפרוע את הלוואה, זכות הבעלות של המלווה במקרקעין הייתה מתגבשת באופן מיידי. אמנם מדובר בהסדר משוכלל יותר לעומת זה של משכון גלנוויל, שכן הוא הסדיר בצורה מדויקת יותר הן את זכויות הלווה והן את זכויות המלווה. יחד עם זאת, הוא עדיין יצר חוסר שביעות רצון בקרב מלווים, שכן עליהם רבץ הנטל להוכיח את קיומו של החוב ואת תקפות זכות הקניין שלהם במקרקעין, ככל שהלווה נכשל בפירעון הלוואה.⁴

כתוצאה מכך, בסוף המאה ה-15 הסדר חדש החליף את המשכנתא הברקטוניאנית והוא נקרא משכון ליטלטון (Littleton's Gage). הסדר זה נחשב למבשר של המשכנתא המוכרת של ימינו, ובמסגרתו הלווה היה מעניק למלווה זכות בעלות הדירה במקרקעין עם יצירת הלוואה; ככל שהלווה היה מצליח לפרוע את הלוואה במועד המוסכם, זכות הבעלות של המלווה במקרקעין הייתה פוקעת באופן מיידי, והלווה היה זכאי לממש את זכותו לפדות את המקרקעין. לעומת זאת, ככל שהלווה כשל בפירעון הלוואה, הרי שבאותו רגע התגבשה זכות בעלות מוחלטת של המלווה במקרקעין והלווה איבד כל זכות שהייתה לו בהם.⁵

ניתן לראות איפוא, כי בכל אחד משלושת ההסדרים הנזכרים לעיל, זכותו הקניינית של המלווה במקרקעין הלכה והתחזקה. במשכון גלנוויל, זכותו של המלווה התמצתה בזכות חזקה במקרקעין ושמירת דמי שכירות ורווחים שצמחו מהם; במשכנתא הברקטוניאנית, זכות הבעלות של המלווה התגבשה רק במקרה שהלווה לא הצליח לפרוע את הלוואה, ואילו במשכון ליטלטון, זכות הבעלות של המלווה התגבשה כבר במועד יצירת הלוואה כזכות בעלות הדירה.

2. שם בעמ' 82-83.

3. שם בעמ' 83-84.

4. שם בעמ' 84.

5. שם בעמ' 84-85.

בסוף המאה ה-16 ובתחילת המאה ה-17 החלו בתי המשפט של יושר באנגליה (Equity Courts) להתמודד עם ההשלכות הקשות שהיו לאי-פירעון ההלוואה על הלווה, דהיינו מימוש הבטוחה ואובדן הזכויות של הלווה במקרקעין. הם עשו זאת על ידי פיתוח הלכה חדשה, שקבעה את עקרון הפדיון מן היושר (The Borrower's Equity of Redemption), אשר היקנה ללווה זכות לפדות את המקרקעין באמצעות פירעון הלוואה, אפילו אם הפירעון מתבצע תוך זמן סביר לאחר המועד המוסכם. תחילה הוחל עקרון הפדיון מן היושר רק על מקרים שבהם היה חשש לתרמית כלפי הלווה, לטעות, לעושק ולקיומן של נסיבות פסולות דומות, אך בתחילת המאה ה-17 בתי המשפט של יושר הכירו בעקרון הפדיון מן היושר כעיקרון כללי.⁶

למותר לציין, כי כלל הפדיון מן היושר מהווה נקודת ציון משמעותית במשפט המקובל, שכן פיתוחו וסירובם של בתי המשפט של יושר לאפשר חילוט מהיר של בטוחות, מהווה שחיקה של עקרון חופש החושים; הסכם ההלוואה איננו עוד חזות הכל, וקיימת מערכת נוספת של שיקולים הגוברת עליו במקרים מסוימים. כלל הפדיון מן היושר מסמל איפוא את תחילת התפתחותם של דיני המשכנתאות כענף משפטי נפרד וייחודי בתוך דיני היושר.⁷ כמו כן, כלל הפדיון מן היושר הפך את מכשיר המשכנתא לזה המוכר לנו כיום: הוא הכיר בכך שהלווה משמר את זכויותיו הקנייניות במקרקעין בזמן שהם משמשים כבטוחה, ואיפשר ללווה להעניק זכויות אלה כבטוחה נוספת במעמד משני למשכנתא. כך נולדה איפוא האפשרות ליצירה של משכנתא מדרגה שנייה.

דומה כי השלב הבא ב"אבולוציה" של מכשירי מימון הנדל"ן הוא התפתחותו של השוק המשני למשכנתאות, אשר מבוסס על איגוח של משכנתאות ראשיות (Primary Mortgages). עוד בטרם נסקור את התפתחותו של שוק זה בארה"ב, נעמוד בקצירת האומר על מהותו של מכשיר האיגוח ונסביר, כיצד הוא מיושם בהקשר של משכנתאות.

איגוח הינו שיטת מימון, שבמסגרתה חברה הזכאית לתשלומים עתידיים כלשהם (Receivables) מוכרת אותם לתאגיד אחר. החברה המוכרת נקראת, בדרך כלל, חברת מקור (Originator), ואילו החברה הרוכשת נקראת חברה ייעודית (Special Purpose Vehicle), שכן פעילותה מתמזה ברכישת תזרים המזומנים מחברת המקור. מטרתה של העברת תזרים המזומנים מחברת המקור לחברה הייעודית הוא לבודד את תזרים המזומנים ולנתק אותו מסיכונים אחרים, שאליהם חשופה חברת המקור. לכן העברת התזרים מובנית כמכירתו לחברה הייעודית (True Sale), שכן באופן כזה הוא לא יהיה כלול במסת הנכסים הניתנת לחלוקה לנושי חברת המקור, ככל שזו תיקלע לחדלות פירעון.⁸

.6 שם בעמ' 86.

.7 שם בעמ' 88.

.8 Steven L. Schwarcz, "The Alchemy of Asset Securitization", 1 STAN. J.L. BUS. & FIN. 133, 135 (1994).

היות שאמרנו שפעילותה של החברה הייעודית מתמצה ברכישת תזרים המזומנים מחברת המקור, נשאלת השאלה, כיצד החברה הייעודית מגייסת את הכספים לצורך הרכישה. ובכן, כאן בדיוק נכנסות לתמונה איגרות החוב. החברה הייעודית מנפיקה איגרות חוב, משתמשת בכספי ההנפקה כדי לרכוש את תזרים המזומנים, ובאמצעותו היא פורעת לבסוף את החוב כלפי מחזיקי האג"ח. יצוין, כי גם הגבלת פעילותה של החברה הייעודית נובעת מאותה מטרה של בידוד תזרים המזומנים והרחקתו מסיכונים שאינם קשורים אליו. הגבלת פעילות זו מבטיחה, שהנושים היחידים של החברה הייעודית יהיו מחזיקי איגרות החוב, אשר לא יצטרכו להתחרות באף נושה אחר במקרה שהחברה הייעודית לא תוכל לפרוע את איגרות החוב.

מתי, אם כן, כדאי להשתמש באיגוח כשיטת מימון? התשובה היא, כאשר הריבית שאותה אפשר להציע לרוכשים הפוטנציאליים של איגרות החוב נמוכה מהריבית שעל חברת המקור לשלם למעניק אשראי אחר לצורך קבלת מימון. הריבית שתתמרח רוכשים פוטנציאליים לקנות את איגרות החוב מושפעת במידה רבה מהדירוג המוענק לאיגרות החוב על ידי חברות הדירוג (בארה"ב חברות הדירוג המרכזיות הן Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Inc., & Fitch Investors Services, Inc.⁹ ובארץ חברות הדירוג המרכזיות הן מדרוג בע"מ, שהיא חברה - בת של Moody's, ומעלות, חברה - בת של Standard & Poor's וזרוע פעילותה בישראל).

כאשר מאגחים משכנתאות, תזרים המזומנים הנמכר לחברה הייעודית הוא תשלומי החזר המשכנתא. יצוין, כי בישראל כללי הבנק המרכזי אוסרים על בנקים למשכנתאות לאגח רק משכנתאות "חזקות", דהיינו הלוואות שקיימת סבירות נמוכה בלבד שלא תיפרענה, וזאת על מנת למנוע מצב שבו בנקים למשכנתאות ישאירו בידיהם רק משכנתאות מסוכנות אשר עלולות לערער את יציבותם. לפיכך, על בנק למשכנתאות למכור לחברה הייעודית תזרים בו מיוצגות כל ההלוואות שתלויות ועומדות אצלו.¹⁰ היתרונות שמציע מכשיר האיגוח עבור הבנק הינם ברורים: ראשית, התשלום המידי שמקבל הבנק מן החברה הייעודית מאפשר לו להמשיך ולהשקיע כספים אלה, וכך לפתח את עסקיו. יתרון משמעותי נוסף הוא, שמבחינה חשבונאית, המשכנתאות שאוגחו אינן צריכות להיכלל יותר בדוחות הכספיים של הבנק והסיכון שההלוואות לא תיפרענה עבר, למעשה, לכתפיה של החברה הייעודית.¹¹

השימוש באיגוח משכנתאות והשוק המשני למשכנתאות החלו להתפתח בארה"ב בשנות ה-30 של המאה ה-20, בתקופת "השפל הגדול". בתקופה זו, לקוחות רבים כשלו בפירעון הלוואות המשכנתא למגורים שנטלו, והבנקים החלו לצמצם עד מאוד את הענקת המשכנתאות למגורים. בתגובה לכך, הקונגרס בארה"ב השיק מספר יוזמות לעידוד שוק המשכנתאות בארה"ב, כולל הקמת רשות הדירוג הפדרלית (Federal Housing Administration - FHA), וארגון המשכנתאות הלאומי הפדרלי (Federal National Mortgage Association), הידוע בכינויו "Fannie Mae". היות

9. שם בעמ' 136.

10. Shalom Lerner, "Securitization in Israel", 42 Tax INTL L.J. 751, 754 (2007).

11. שם בעמ' 754.

שהשפעתן של יוזמות אלה על שוק המשכנתאות הייתה מועטה, הקונגרס התערב שוב בשנת 1968 באמצעות חקיקה, והפך את Fannie Mae לגוף חצי פרטי, תוך הרחבת סמכויותיו וחלוקתו לשתי ישויות נפרדות. כמו כן, הקונגרס הקים את ארגון המשכנתאות הלאומי הממשלתי (Government National Mortgage Association), הידוע בכינויו "Ginnie Mae", ואת תאגיד המשכנתאות הביתיות הפדרלי (Federal Home Loan Mortgage Corporation - הידוע כ-"Freddie Mac")¹².

החל משנות ה-70 של המאה ה-20, הואצה התפתחות שוק המשכנתאות המשני למגורים בארה"ב: אם בשנת 1970 ההיקף הכולל של איגרות החוב המגובות במשכנתאות למגורים שהונפקו על ידי Fannie Mae, Freddie Mac ו-Ginnie Mae הסתכם ב-0.5 ביליון דולר, הרי שבשנת 1975 ההיקף הכולל של איגרות החוב הללו הגיע לשמונה ביליון דולר. בשנת 1980 איגרות החוב המגובות במשכנתאות למגורים שהונפקו על ידי שלושת הגופים הללו הסתכמו ב-23.1 מיליון דולר, ובשנת 1985 סכום זה גדל באופן דרמטי ל-108.2 ביליון דולר. בשנת 1987 היקף איגרות החוב הנ"ל הכפיל את עצמו ועמד על לא פחות מאשר 225 ביליון דולר, ובשנת 2003 היקף איגרות החוב הללו עלה על 432 ביליון דולר.¹³

גם שוק המשכנתאות המסחריות המשני (Commercial Mortgage Backed Securities - CMBS), התפתח באופן מואץ. כך, למשל, בשנת 1990 הונפקו בארה"ב איגרות מגובות במשכנתאות מסחריות בהיקף של 1.6 ביליון דולר, ובשנת 1996 היקף האיגרות מסוג זה שהונפקו היה 30 ביליון דולר, כשסך ה-CMBS שבמחזור עלה על 100 ביליון דולר. סוכנות הדירוג Fitch העריכה, שבשנת 2004 היקף ה-CMBS שבמחזור היה כ-572 ביליון דולר.¹⁴

סופה של התפתחות מואצת זו של שוק המשכנתאות המשני בארה"ב ידוע. בחודש ספטמבר 2008 הולאמו Fannie Mae ו-Freddie Mac על ידי הממשל האמריקאי לנוכח קריסת שוק המשכנתאות בארה"ב, ועקב החשש ששני ארגונים אלו ייכנסו לחדלות פירעון. כידוע, ההשלכות של קריסת שוק המשכנתאות חרגו הרבה מעבר לתאגידי המשכנתאות החצי-ממשלתיים, וכך תאגידים פיננסיים המהווים סמל של הכלכלה האמריקאית המצליחה, כגון: בנק ההשקעות הרביעי בגודלו בארה"ב, Lehman Brothers, תאגיד הביטוח AIG ותאגידים פיננסיים רבים נוספים, החלו לקרוס או לבקש מפלט בהליכי הקפאת הליכים או בסיוע מן הממשל.¹⁵

לא נוכל לנתח במסגרת מאמר זה את הסיבות לקריסת שוק המשכנתאות בארה"ב, וזו אף לא מטרתו של המאמר; מטרתנו היא לעמוד על טיבו של כלי מימוני נוסף בעסקאות נדל"ן, הלא הוא הלוואת ה-Mezzanine, ולהאיר את מאפייניו, יתרונותיו וחסרונותיו. דומה כי הלקח המשמעותי שאותו ניתן להפיק מן המשבר הכלכלי הוא

12. Berman, לעיל ה"ש 1, בעמ' 91-92.

13. שם בעמ' 92.

14. שם בעמ' 94.

15. דפנה מאור "משבר היסטורי בוול סטריט: ליהמן הגיש בקשה לפשיטת רגל; מריל לינץ' נמכר לבנק אוף אמריקה ו-AIG מנסה לגייס מזומנים" דה-מרקר 15.09.2008.

שימוש מושכל ומודע יותר במכשירי מימון הנדלי"ן השונים, ואין לנו אלא לקוות, כי במאמר זה נוכל לקדם מטרה זו, לפחות בכל הנוגע להלוואת ה-Mezzanine.

ג. הלוואת Mezzanine מהי?

היות שמהותן של הלוואות Mezzanine שונה בארה"ב ובישראל, נתחיל בעמידה על מאפייניה של הלוואת ה-Mezzanine בארה"ב, ולאחר מכן נשווה מאפיינים אלו למאפייניה של הלוואת ה-Mezzanine הנהוגה בישראל. המונח "Mezzanine Financing" מתייחס לסוגים שונים של מימון, ובין היתר לסוגי מימון המכונים אג"ח "זבל", חוב לא מדורג, ניירות ערך לא מובטחים, אג"ח קופון אפס, איגרות חוב עם ריבית נדחית והלוואות המירות. סוגי מימון אלה נכללים תחת אותה הגדרה רחבה, אולם הם מוסדרים באמצעות מבנים משפטיים שונים. יחד עם זאת, המכנה המשותף לכל סוגי הלוואות האלה הוא מבנה הלוואת ה-Mezzanine, אשר במהותה היא הלוואה שפירעונה נדחה מפני חוב בעל מעמד גבוה יותר בסולם הנשייה – בדרך כלל משכנתא - אך פירעונה קודם להון העצמי של הלווה.¹⁶

בניגוד למשכנתא, בה הלווה הוא בעל קרקע אשר משעבד אותה לטובת המלווה, הלוואות ה-Mezzanine בארצות הברית אינה מובטחות על ידי נכס נדלי"ן כלשהו, ולמעשה המקרקעין מעורבים בהלוואה באופן עקיף בלבד. בארצות הברית (וכפי שנסקור בעבודה זו, בישראל המצב שונה לגמרי), הלווה כלל אינו בעלים של קרקע, אלא של זכויות בתאגיד (בדרך כלל בחברה מוגבלת ולעתים נדירות בשותפות), אשר היא עצמה בעלים של מקרקעין. הבטוחה בהלוואת Mezzanine אינה קרקע, איפוא, אלא זכויותיו של הלווה בתאגיד בעל המקרקעין, ושוויה של הבטוחה נגזר מאחזקותיו של הלווה בתאגיד בעל המקרקעין.^{17,18}

בדומה למודל האיגוח שאותו תיארו לעיל, הרי שגם בהלוואות Mezzanine, סוכנויות הדירוג בארצות הברית דורשות שהלווה יהיה מאוגד הן כחברה למטרה מיוחדת (Special-Purpose Entity - SPE) והן כ-Bankruptcy Remote (BRE). משמעותה של דרישה זו של Bankruptcy Remote הינה, שככל שה-SPE משתייכת לאשכול חברות, הרי שלקריסה אפשרית שלה תהיה השפעה מינימלית על יתר החברות באשכול. בנוסף לכך דורשות חברות דירוג האשראי, שהנכס היחידי שיהיה ללווה הוא הבעלות בישויות משפטיות אחרות.¹⁹

דומה כי היתרונות הטמונים בהלוואת ה-Mezzanine ברורים על פניהם: זוהי דרך להשגת מימון שאינה דורשת בעלות ישירה בקרקע, ושמאפשרת להותיר חלק מן הקרקע נקייה משעבודים. דרך נוספת להסתכל על כך היא, שאותה פיסה של קרקע

16. Andrew R. Berman, Risks and Realities of Mezzanine Loans, 72 *MO. L. Rev.* 993, 998 (2007).

17. שם בעמ' 998-999, וראה גם Berman, הי"ש 1 בעמ' 79.

18. תאגיד זה בדרך כלל שעבד את הקרקע עוד קודם לכן לטובת בנק או מקור אשראי אחר, לצורך קבלת מימון לרכישת הקרקע.

19. Berman, הי"ש 16, עמ' 999.

מאפשרת לקבל שתי שכבות של מימון: שכבה אחת הנובעת מן המשכנתא, ושכבה שנייה הנובעת מהלוואת ה-Mezzanine. למרות יתרונות אלה, וחשוב לזכור כי הלוואת Mezzanine סובלת מחסרונות מסוימים ואף גלומים בה סיכונים. סיכונים וחסרונות אלה מתעוררים בשתי נקודות זמן שונות: האחת בתחילת מערכת היחסים בין המלווה ללווה, דהיינו בשלב יצירת ההלוואה, ואילו נקודת הזמן שנייה היא המועד שבו הלווה מפר את הסכם ההלוואה (ככל שמתרחשת הפרה).

חיסרון ראשון של הלוואת ה-Mezzanine הינו, שהיות שהבטחה המוענקת במסגרתה אינה קרקע, כאמור, אלא זכויות בתאגיד, הרי שלא חלים עליה דיני המשכנתאות המדינתיים בארה"ב אלא הקוד המסחרי האחיד (Uniform Commercial Code) (להלן: "UCC"). לפיכך, על המלווה להקפיד שהלוואת ה-Mezzanine תיווצר בהתאם להוראות ולפרוצדורה הקבועות בפרק 9 ל-UCC (או במקרים מתאימים בהתאם להוראות פרק 8), שאם לא כן ייתכן שהשעבוד שלו על זכויות הלווה בחברה - הבת לא יהיה תקף.²⁰

בעיה נוספת הנובעת מן הדין האמריקאי נוגעת לביטוח הנכס. היות שבהלוואת Mezzanine שווי הבטחה נגזר כולו מזכויותיו של הלווה בתאגיד בעל המקרקעין, הרי שלמלווה ה-Mezzanine יש אינטרס שבאם ייגרם נזק כלשהו למקרקעין, לפחות חלק מתגמולי הביטוח ישולמו גם לו. דא עקא, שלפי הדין האמריקאי, למלווה ה-Mezzanine אין זכות ניתנת לביטוח (Insurable Interest) במקרקעין ועל כן רוב חברות הביטוח בארה"ב לא יסכימו לבטח את המלווה. למותר לציין, כי היות שלמלווה ה-Mezzanine אין משכנתא על המקרקעין, הרי שהוא לא יוכל להסתיע גם בביטוח משכנתא טיפוסית.²¹ אמנם ענף הביטוח בארה"ב ניסה למצוא פתרון מאולתר לבעיה זו, אך גם פתרון זה אינו חף מכשלים.

החיסרון המרכזי בשלב מימוש הבטחה המוענקת במסגרת הלוואת ה-Mezzanine נובע מן התרופות אשר עומדות לרשותו של המלווה. כאשר מדובר בהלוואות אשר מובטחות בניירות ערך בעלי שוק מוכר, הרי שבמקרה של הפרת הסכם ההלוואה, עדיף למלווה לממש את הבטחה באמצעות הליך של מכירה פרטית המעוגן ב-UCC, שכן בדרך כלל התמורה המושגת בהליך כזה גבוהה מזו המושגת במכירה פומבית. הבעיה היא, שאין שוק מוכר ומאורגן לזכויות לווה Mezzanine בחברות הבנות שלהם, ולכן במקרה של הפרת הסכם ההלוואה, מימוש הבטחה באמצעות הליך של מכירה פרטית אינו פרקטי. למרבה הצער, בכך לא מסתיימות תלאותיו של מלווה ה-Mezzanine. בגלל אותה בעיה של היעדר שוק מאורגן ומוכר לזכויות לווה Mezzanine בחברות הבנות שלהם, הרי שבדרך כלל אין קונים למניות המשועבדות במכירה פומבית, והמלווה נאלץ לרכוש אותן בעצמו. רק כך הוא יכול להיכנס בנעלי הלווה כבעל מניות בחברה - הבת בעלת המקרקעין. בכך, המלווה משיג לעצמו שליטה מסוימת במקרקעין, אך גם היא מוגבלת מאוד, שכן בדרך כלל המקרקעין משועבדים בהסכמי משכנתא אשר מונעים עשיית דיספוזיציה כלשהי בהם, ולכן

20. שם בעמ' 1004.

21. שם בעמ' 1006.

המלווה אף לא יכול להשתמש בהשפעתו כבעל מניות ולנסות להביא למכירת המקרקעין.²²

יוצא, אם כן, כי מימוש הבטוחה מקנה למלווה ה-Mezzanine אך ורק את הזכות להיכנס בנעלי הלווה כבעל מניות בתאגיד בעל המקרקעין. דא עקא, שבדומה לדיני חדלות הפירעון הישראליים, גם בדיני חדלות הפירעון האמריקאיים, בעלי המניות הם קבוצת הנושים הניצבת בתחתית סולם הנשייה, ולפניהם נפרעים כל יתר הנושים.²³ לפיכך, אם יש לתאגיד בעל המקרקעין נושים נוספים, הרי שהדבר מטיל בספק את יכולתו של מלווה ה-Mezzanine להיפרע את חובו, ועינינו רואות כי הבטוחה המוענקת במסגרת הלוואת ה-Mezzanine הינה בטוחה "חלשה" עד מאוד.

אמנם קיימות דעות, לפיהן הלוואת Mezzanine עדיפה על משכנתא מדרגה שנייה, למרות חולשת הבטוחה המוענקת במסגרתה. זאת, משום שבשיטת המשפט האמריקאית, מימוש שעבוד על מניות מהיר וזול יותר מאשר מימוש שעבוד על מקרקעין.²⁴ אנו איננו מסכימים עם עמדה זו, שכן איננו מוצאים תועלת רבה במימוש מהיר של בטוחה אשר שוויה עלול להיות אפסי. לדעתנו, חיסרון מרכזי זה של הלוואת ה-Mezzanine מטיל בספק כבד את כדאיות השימוש בה, וייתכן שמסיבה זו, הלוואות ה-Mezzanine הנהוגות בארץ הינן שונות במהותן, לרבות הבטוחה המוענקת במסגרתן.

להלן נעמוד על המאפיינים של הלוואות ה-Mezzanine הנהוגות בישראל, אך על מנת להבין את טיבן השונה, עלינו להקדים מספר מילים אודות שיטות המימון השונות למיזמי בנייה בישראל.

ד. מימון מיזמי בנייה בישראל

בפתח הדברים נבהיר, כי בסקירתנו זו של שיטות מימון מיזמי בנייה בישראל נתמקד בפרויקטים למגורים, אשר מהווים את החלק הארי של מיזמי הבנייה בישראל, ולא במיזמי בנייה מיוחדים כגון בנייה לתעשייה, להשכרה, למלונאות, מיזמי BOT, עסקאות Sell & Lease Back וכיו"ב. בישראל, הן בנקים מסחריים והן בנקים למשכנתאות מעניקים אשראי למיזמי בנייה למגורים, וזאת בהתאם להגדרת תחומי העיסוק הקבועים בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981. כניסת בנק למעורבות במימון פרויקט עשויה לספק חלק מצרכיו, ובין היתר אף להפחית מנטל הסיכונים של היזם ושל הרוכשים. נעמוד להלן על שתי השיטות העיקריות הנהוגות בישראל בהקשר של מימון בנייה למגורים, הלא הן שיטת הבטחונות ושיטת הליווי הפיננסי.²⁵

22. שם בעמ' 1015-1016

23. שם בעמ' 1017.

24. שם בעמ' 1018.

25. אבי וינרוט ובוטו אדלשטיין "אחריות בנק מלווה כלפי רוכשי דירות ובעלי קרקע" הפרקליט מח 68, 70-69 (2004).

1.ד שיטת הבטחונות

שיטת הבטחונות אינה ייחודית למיזמי בנייה, אך היא אומצה והותאמה לצורכי המימון של פרויקטים אלה. בשיטה זו נקבע ללקוח האובליגו המקסימלי (תקרת כלל החבויות של הלקוח בבנק) על-פי ערך הבטחונות שמעמיד הלקוח לבנק. הבנק קובע מקדמי ביטחון לפיהם נקבע "יחס הבטחונות" הנדרש, כלומר היחס בין תקרת החבויות לבין ערך הבטחונות (יחס זה נקרא גם שיעור מימון). הבנק בודק את כלל הבטחונות ומעריך אותם לפי מספר פרמטרים: בראש ובראשונה שוויים, לאחר מכן מקדמי ביטחון שונים המבטיחים מפני תנודות בערכי שוק, מהירות מימוש ולבסוף הערכת הסיכון למימוש הבטחונות.²⁶

היתרון הגדול בשיטה זו הוא הגמישות והפשטות שלה עבור היזם, שכן בדיקת הבטחונות מבוצעת על פי נוסחה אריתמטית, ומנגנוני הבדיקה והפיקוח שאותם הבנק צריך להפעיל הם פשוטים. כפועל יוצא מכך, העלויות של העמדת אשראי בדרך זו הינן נמוכות יותר. דא עקא, שמיתרונה זה של השיטה נובעים גם חסרונותיה. כך, למשל, שיטה זו מגדילה את הסיכון שאליו הבנק חשוף, שכן הבטחונות שאותם הוא מקבל הינם, בין היתר, חיצוניים למיזם שעבור ביצועו ניתן המימון. התלות בין הבטחונות השונים מגדילה את הסיכון שמימוש בטוחה "חיצונית" של היזם תוביל למימוש יתר הבטוחות של היזם ב"אפקט דומינו" - תהליך שעשוי להסתיים בקריסתו הכלכלית של אותו יזם, לרבות הפרויקט הממומן.²⁷ הצד השני של אותו מטבע הינו, שייתכן שהבטחונות הנוספים יוכלו לשמש כבטוחה נוספת לפרויקט שכשל.

חיסרון נוסף של שיטת הבטחונות הוא שבידי הבנק אין מידע על כלל המיזמים המבוצעים על ידי היזם, ואין בידי הבנק כלים למעקב ולפיקוח על התקדמות העבודות במיזמים אלה כמו גם כלי בקרה על כשלים וליקויים שעלולים להתרחש בהם. לפיכך עלול להיווצר מצב שכשל במיזם אחד של היזם יוביל לכשלים אף במיזמים האחרים, מבלי שהבנק יוכל לנטר כשלים אלה ולגרום לתיקונם מבעוד מועד.²⁸ כיוון שבשיטה זו רמת הסיכון שאליו חשוף הבנק הינה גבוהה, בנקים נוהגים לממן פרויקטים בשיטת הבטחונות בשיעורים נמוכים יחסית.

גם רוכשי דירות יעדיפו שלא לרכוש דירות בפרויקט שממומן בשיטת הבטחונות. הרוכשים יודעים, שאין כל פיקוח (של הבנק) על כספים שהם מזרימים לפרויקט, ליזם אין יכולת להבטיח בערבויות מתאימות את הכספים שהם שילמו בהתאם לחוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות), תשל"ה-1974 (להלן: "חוק המכר דירות"), וחשוב מכל - הבנק (שזכויותיו

26. שם בעמ' 69.

27. שם בעמ' 70.

28. שם.

קודמות כמובן לרוכשים) יכול לממש איזה מן הבטחונות שהעמיד היזם, ואין הוא חייב להשלים את הפרויקט. זאת, על אף שבמקרים רבים השלמת הדירות ומסירתן לרוכשים יכולה היתה להוות פתרון טוב וזול יותר.²⁹ חסרונות אלה של שיטת הבטחונות הובילו ליצירתה של שיטת הליווי השנייה, הלא היא שיטת הליווי הפיננסי.

ד2. שיטת הליווי הפיננסי

שיטת הליווי הפיננסי מבוססת על העיקרון של "הפרויקט הסגור", דהיינו הפרויקט נשוא המימון משמש כבטוחה באופן נפרד ומנותק מפרויקטים נוספים של אותו יזם. הבנק מנהל מערכת מעקב צמודה על הפרויקט ודואג שכל הכספים הנדרשים להשלמתו ישולמו מתוך חשבון הליווי.³⁰ חשבון זה הינו חשבון בנק מיוחד, שנפתח לטובת הפרויקט נשוא המימון, והן היזם והן רוכשי הדירות מתחייבים להפקיד בו את כל הכספים הקשורים למכירת יחידות בפרויקט או הנובעים מכל מקור הכנסה אחר הקשור לפרויקט. ליזם מותר

29. נסייג ונציין, כי על אף האמור לעיל, בתי המשפט של חדלות-פירעון הכירו זה מכבר בצורך ליתן הגנה לרוכשי דירות, תוך העדפת אינטרסים ציבוריים וחברתיים על פני זכויות-היתר הקנייניות של הנושה המובטח. ביטוי בולט לכך ניתן היה למצוא בפרשת **חפציבה**, שבה קריסתה של קבוצת חברות הנדל"ן הותירה אחריה מאות רוכשי דירות בפרויקטים ששועבדו לבנקים שונים (ראו דו"ח כונס הנכסים הרשמי והמנהל המיוחד: http://www.justice.gov.il/NR/rdonlyres/221C80C1-93FD-430D-A173-(AFA4AA7BD998/0/reportv24.pdf). הנסיבות המיוחדות של פרשת חפציבה הובילו את כונס הנכסים הרשמי ואת המנהל המיוחד לגבש מתווה כולל ואחיד להסדרת השלמת הבנייה בפרויקטים שבנייתם הופסקה עקב הקריסה, ומתווה זה נדון, בין היתר, בבש"א (מחוזי יר') 6779/07 **חפציבה בנייה פיתוח והשקעות בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' דניה סיבוס בע"מ**, תק-מח 2007(4), 12011 (2007). במקרה הנ"ל נדרש בית המשפט ליתן הוראות בקשר לשני פרויקטים - פרויקט מעלה אדומים (102 יח"ד) ופרויקט הר חומה (60 יח"ד), לאחר שרוב הדיירים תפסו את הדירות עקב החשש לאבד את נכסיהם. בית המשפט נדרש לפשר בין המתדיינים בקשר למתווה של הסדר שהוצע בקשר לשני הפרויקטים. בנק הפועלים בע"מ, כנושה מובטח, הביע התנגדות למתווה שגובש על-ידי כונס הנכסים הרשמי והמנהל המיוחד, בטענה שהמתווה מחייב את הבנק בתשלומים נוספים ללא כל בסיס משפטי. בית המשפט (מפי כב' השופט י. צבן), נימק את החלטתו כדלקמן:

"הפתרון המוצע בהסכם שלפניי, הוא ראוי וניתן היה לקבלו כבר עכשיו, לו היה משתלב במתווה המוצע, שהינו פרי עבודה מאומצת, המבוסס על ראייה של כלל הנושים, תוך תשומת לב מיוחדת לנושים הלא מובטחים, העלולים להפוך לבעיה כלכלית וחברתית עם השלכות רבות וארוכות טווח. פתרונות נקודתיים וחלקיים ישימים ובלבד שיהיה בהם לפחות קורט של מבט מעבר לכתף לעבר המצוקה של האחר. השבר כה גדול עד שראייה צרה עלולה להחמיץ את התמונה כולה. בית המשפט שואף, כאמור, להגיע לתוצאה נכונה וצודקת. נכונה מבחינה משפטית וצודקת כלפי כלל הנושים, הדיירים והצרכנים השלובים אלו באלו." (הדגשות המחברים).

על בסיס העקרונות דלעיל, הציע בית המשפט חלוקת נטל החוב הנותר כדלקמן (סעיף 6 להחלטה): " ... המצוקה הקשה אליה נקלעו רבים כל-כך הופכת את התוספת המבוקשת מהדיירים, עד 2%, לתוספת נסבלת וכך גם התוספת המבוקשת מהבנק במקרה זה, המגיעה לכל היותר עד 3 מיליון ש"ח, תוספת נכבדה בפני עצמה, אולם מקום בו מדובר במספר כה גדול של דירות, גם תוספת יכולה להיחשב כנסבלת, בין אם תיקרא כתרומה ובין שיינתן לה מעמד אחר. תוספת כזו תשקף גישה ציבורית, שותפות גורל מעבר לאינטרסים עסקיים. חברה, מערכת ציבורית, נבחנת גם בעת כזו. הקפאה נועדה לא רק לאפשר הבראה של החברות ואולי ניתן לפרשה באופן רחב גם כהבראה של הצרכנים, רוכשי הדירות." (הדגשות המחברים).

למשוך כספים מתוך חשבון זה אך ורק לצורכי המיזם המבוצע ובאישור הבנק ובפיקוחו, ובחשבון זה מפקיד היזם את ההון העצמי שאותו הוא נדרש להשקיע. גם האשראי שמעניק הבנק ליזם מופקד בחשבון הליווי, וכפי שנראה במאמר זה להלן גם כספי הלוואות ה-Mezzanine, בין במזומן ובין בדרך של העמדת ערבויות בנקאיות, מופקדים בו.

בכדי לפקח על הבנייה במסגרת הפרויקט, הבנק ממנה מפקח מטעמו, אשר תפקידו, בין היתר, להכין דו"ח המכונה "דו"ח אפס". דו"ח זה מהווה את התכנית העסקית של המיזם, המתייחסת הן להיבט הפיזי-הנדסי של הפרויקט והן להיבט המסחרי-כלכלי. כך, למשל, הדו"ח כולל את סוגי היחידות שתיבנינה, את מחיריהן, את קצב מכירתן המשוער ואת התקבולים הצפויים ממכירת יחידות בפרויקט.³¹ המפקח עורך גם דו"ח תקופתי, משווה את הביצועים בפועל לדו"ח האפס, ומדווח לבנק על התקדמות הפרויקט.

בכך לא מתמצה תפקידו של המפקח מטעם הבנק. המפקח צריך לאשר ביצוע של כל תשלום מחשבון הליווי, וזאת לאחר שבדק את ההתקדמות הפיזית של הבנייה. המפקח אמור להתריע בפני הבנק (והיזם) על חריגות הן מבחינת לוח הזמנים והן מבחינת התקציב, ובמקרים רבים עליו לבדוק את התקבולים המתקבלים מרוכשי הדירות בהתאם למידע שנמסר מאת היזם. בפרויקט הממומן בשיטת הליווי הפיננסי, משועבדות ומומחות זכויות היזם לקבלת כספים מרוכשי הדירות, ועל כן, במצב של חדלות פירעון, יבכר הבנק לעיתים להשלים את הבנייה באמצעות כונס נכסים (או בעל תפקיד אחר), בתמורה לקבלת מלוא כספי הרוכשים.³² בטוחה מרכזית נוספת שמועמדת לטובת הבנק בשיטת הליווי הפיננסי היא המקרקעין שעליהם בנוי הפרויקט, לרבות כל הבנוי והמחובר אליהם.³³

בנוסף לבטוחות שמעמיד היזם לטובת הבנק, מציב הבנק שתי דרישות עקרוניות נוספות כתנאי להענקת אשראי ליזם, שתכליתן להבטיח שהמיזם אכן יושלם בסופו של דבר. דרישה אחת הינה דרישה לעודפים, דהיינו קיומן של הכנסות מינימליות, שעודפות על ההוצאות הצפויות בפרויקט. הדרישה השנייה הינה העמדת הון עצמי על ידי היזם, דהיינו הפקדת סכום מסויים על ידי היזם בחשבון הליווי, במטרה שגם סכום זה - כמו העודפים - ישמש ככרית ביטחון ויבטיח עודף מקורות על פני השימושים.³⁴ מטרה נוספת של דרישת ההון העצמי הינה חלוקת הסיכון בין הבנק לבין היזם. את שיעור ההון העצמי שיידרש היזם להזרים לחשבון הליווי קובע הבנק בהתאם לדו"ח האפס. אך מה אם אין ביכולתו של היזם לעמוד בדרישת הבנק ולהעמיד את ההון העצמי שנדרש

31. ש.ס.

32. לעניין חובתו של בנק מלווה להשלים את הפרויקט ראו גם י. בהט "מימון בנייה בפרויקט סגור - בטוחות ואחריות הבנק" הפרקליט מה 56, 70-71 (2000) וגם י. בהט "אחריות בנק מלווה - האם נפרצו כל הגבולות?" מקרקעין ה 3 (2006).

33. ש.ס.

34. ש.ס בעמ' 72-73.

ממנו? האם פירושו של דבר שנסתם הגולל על ביצוע הפרויקט או על קבלת ליווי מן הבנק? התשובה לכך שלילית, ובדיוק בנקודה זו נכנסת לתמונה הלוואת ה-Mezzanine. להלן נעמוד על השימוש שנעשה בהלוואת ה-Mezzanine בישראל וניווכח, כי השימוש שנעשה בה הוא בדיוק לצורך זה של השלמת הון עצמי על ידי היזם.

ה. השימוש בהלוואות ה-Mezzanine בישראל

בישראל, השימוש במונח הלוואות Mezzanine למימון עסקאות נדל"ן, שונה באופן מהותי מההלוואות הנושאות את אותו שם בארצות הברית. דומה, שלמעט העובדה שבמקרה של חדלות פירעון כספי הלוואת ה-Mezzanine נמצאים בין ההון העצמי של היזם לבין כספי הבנק המלווה, אין דמיון בין סוגי ההלוואות בישראל ובארצות הברית. הלוואות ה-Mezzanine בישראל מתאפיינות בכך, שהמלווה מסתפק בבטחונות מופחתים (בדרך כלל משכנתא מדרגה שנייה על מקרקעי הפרויקט ושעבוד מדרגה שניה על הכספים שיופקדו בחשבון הליווי), אך זאת כנגד תמורה הנגזרת מרווחי הפרויקט אשר לביצועו משמשת ההלוואה.³⁵ בנוסף לכך, המלווה דורש שיעור ריבית בסיסי, וכמובן את החזר הקרן.

השימוש שנעשה בפועל בהלוואות Mezzanine בישראל הוא לצורך השלמת הון עצמי על ידי יזמים בעסקאות פיתוח או בעסקאות מניבות. כאמור, העמדת הון עצמי על ידי היזם הינה אחת הדרישות המקדמיות של הבנק המלווה, ובדיוק לנישה זו נכנסות הלוואות ה-Mezzanine. מסיבה זו אף נהוג לכוון בישראל את הלוואות ה-Mezzanine "הלוואות השלמת הון עצמי".

יתרון של הלוואות ה-Mezzanine עבור המלווה טמון בכך שמצד אחד הריבית המשולמת עליהן (או התמורה שמקבל המלווה) גבוהה יחסית, ומנגד הסיכון בהן נמוך יותר מהשקעה בהון העצמי של הפרויקט. בחלק מההלוואות קיימת גם השתתפות של המלווים ברווחים היזמיים או בתמורות שאמורות להתקבל מהפרויקט.

מנגנון ה-Mezzanine הופך את העסקה לכדאית גם ליזמים, שכן הוא מאפשר ליזם להימנע מהכנסת שותף לפרויקט, שינגוס בחלק גדול יותר מרווחיו, והיא מאפשרת ליזם להתגבר על דרישת ההון העצמי שהוא תנאי מקדמי של הבנק המלווה להעמדת אשראי. בכך יכול היזם להשיא את רווחיו, תוך ויתור על חלק קטן יחסית מרווחי הפרויקט. התמורות המאפיינות את הלוואות ה-Mezzanine משקפות את הסיכון הכרוך בהלוואות אלה; וניתן לקבוע באופן כללי, כי ככל שההון העצמי הינו גבוה יותר ביחס להלוואה, כך ההלוואה בטוחה יותר ולהיפך. חשוב לציין, כי רמת הסיכון של ההלוואה תלויה באופן ישיר בפרויקט עצמו ובמאפייניו, והדבר יבוא לידי ביטוי

35. ראו בש"א (מחוזי יר) 8114/07 כונס הנכסים הרשמי נ' חפציבה ג'רוולם גולד בע"מ, תק-מח 2008(2), 10569, 10570 (2008).

בדרך כלל גם בתמורות שיקבל המלווה וגם בבטחונות נוספים שהמלווה ידרוש מהיזם.

בפרקטיקה הנוהגת במדינת ישראל כפי שצינו לעיל, הבטוחה שמועמדת לטובת מלווה ה-Mezzanine היא בדרך כלל שעבוד שני על מקרקעי הפרויקט (אחרי השעבוד הראשון שניתן לבנק המלווה את הפרויקט). העמדת בטוחה שכזו לטובת מלווה ה-Mezzanine דורשת, כמובן, את הסכמת בעל השעבוד הראשון - הבנק המלווה - לנוכח העובדה שבמרבית הסכמי השעבודים קיימת הגבלה על ביצוע שעבוד נוסף. בנוסף לכך, נרשמים לטובת מלווה ה-Mezzanine שעבודים על זכויות היזם בכספי הרוכשים (שוב, אחרי השעבוד של הבנק המלווה), ואם היזם הוא חברה - נרשם לטובת המלווה גם שעבוד קבוע אצל רשם החברות על זכויות היזם במקרקעין על כל הבנוי והמחובר אליהם, ועל ההכנסות ודמי המכר (תקבולי הרוכשים או תמורות שיתקבלו אם הפרויקט ימומש ולא יגיע לסיום במכירת היחידות). גם לשעבוד זה קודם, כמובן, השעבוד של הבנק המלווה.

בישראל פועלות בעשור האחרון מספר חברות Mezzanine, ועם הגידול במצוקת האשראי הולך וגדל החלק שהן נוטלות בפרויקטים שונים ברחבי הארץ (ולעתים גם בפרויקטים בחו"ל בהן מעורבות חברות ישראליות). למרות שמדובר בנתח שוק שאינו שולי, נושא הלוואות ה-Mezzanine אינו מוסדר בחקיקה (למעט חוקים החלים על כלל המלווים שאינם תאגידים בנקאיים), ורק במקרים בודדים נדרשו בתי המשפט להכריע בנושא.

1. כדאיותן של הלוואות ה-Mezzanine

כאמור לעיל, מכשיר ה-Mezzanine הופך את מיזם הבנייה למגורים לכדאי עבור היזם: במקום להכניס לפרויקט שותף, שיעמיד חלק מן ההון העצמי וינגוס בחלק ניכר מרווחי הפרויקט, עדיף ליטול הלוואת Mezzanine. נדגים זאת באמצעות פרויקט שהשלמתו צפויה לעלות 10 מיליון ש"ח ורווחיו הצפויים (בניכוי עלויות המימון) הינם שני מיליון ש"ח. הבנק המלווה מוכן להעמיד 85% מהמימון לפרויקט ואת יתרת המימון בשיעור של 15% (דהיינו מיליון וחצי שקלים), הוא דורש מהיזם להעמיד כהון עצמי. בהנחה שלזים אין את מלוא ההון העצמי הנדרש, ניצבות בפניו שתי אפשרויות: האחת היא הכנסת שותף, והאחרת היא נטילת הלוואת Mezzanine. להלן מוצג הניתוח של אפשרויות אלו (באלפי ש"ח).

הלוואת Mezzanine		הכנסת שותף		
מלווה Mezzanine	יזם	שותף	יזם	
900	600	750	750	הון עצמי
500	1500	1000	1000	רווח

כפי שניתן להיווכח מהטבלה דלעיל, אילו צירף היזם שותף שווה, היה כל אחד מהם נדרש להעמיד הון עצמי של 750,000 ש"ח, וצפוי היה לקבל רווח של מיליון שקלים.

לעומת זאת, מניתוח הסכמי הלוואה שהגיעו לידינו עולה, כי מלווה Mezzanine יסכים להעמיד עד 60% מההון העצמי הנדרש מהיזם (קרי 900,000 ש"ח), וכנגד מימון זה יבקש מלווה ה-Mezzanine לקבל תמורות של כ-25% מרווחי הפרויקט בלבד. על רקע דברים אלה דומה, כי יתרונות הלוואת ה-Mezzanine על פני הכנסת שותף הינם ברורים: היזם מסכן פחות כסף מחד, וצפוי לקבל נתח גדול יותר מן הרווחים מאידך. במקרה המוצג לעיל, היזם יצטרך להעמיד הון עצמי של 600,000 ש"ח בלבד (במקום 750,000 ש"ח), ויוכל להישאר עם רווח של מיליון וחצי שקלים (לעומת מיליון ש"ח במקרה של הכנסת שותף - פער של 50%).

סכומי הלוואת ה-Mezzanine מועברים, בדרך כלל, ישירות לחשבון הליווי, בין באמצעות הזרמת כסף מזומן ובין באמצעות העמדת ערבויות בנקאיות אוטונומיות, וכך נשמר הפרויקט כפרויקט סגור. במקרים מסוימים הקרקע עליה מבוצע הפרויקט נרכשת מההון העצמי של היזם, ובשלב מאוחר יותר מוזרמים כספי הלוואת ה-Mezzanine לחשבון הליווי. בשלב זה, היזם יכול "לשחרר" לעצמו סכומי כסף מתוך חשבון הליווי לצרכי פרויקטים אחרים, ופעולה זו מכונה "חילוץ הון עצמי".

יודגש, כי בפרויקטים בעלי נפח בנייה גדול, יכול להיווצר מצב שבו בנקודות זמן מסוימות סכומי הלוואת ה-Mezzanine עולים באופן ניכר על סכומי הלוואה שמעמיד הבנק המלווה. מצב זה מתרחש כאשר הקרקע נרכשת באמצעות ההון העצמי של היזם, באמצעות כספי הלוואת ה-Mezzanine ובאמצעות חלק מהמימון הבנקאי, אולם טרם החלה הבנייה וטרם נמכרו יחידות בפרויקט. נמחיש מצב דברים זה באמצעות דוגמה מספרית: השלמת הפרויקט צפויה לעלות 100 מיליון ש"ח, מתוכם עלות הקרקע הינה 20 מיליון ש"ח.

ההון העצמי הנדרש הוא 15 מיליון ש"ח, אשר מחולק ל-9 מיליון ש"ח של הלוואת ה-Mezzanine ו-6 מיליון ש"ח של היזם. בתחילת הפרויקט העניק הבנק המלווה סך של חמישה מיליון ש"ח, שכן הזרמת הכספים על ידי הבנק המלווה מבוצעת בהתאם לצורך ולהתקדמות הבנייה. הנה כי כן, בשלב המתואר לעיל, מלווה ה-Mezzanine הזרים כספים בהיקף גדול פי שניים כמעט מן הבנק המלווה (ובהתאם לכך, הסיכון הכלכלי שבו נושא מלווה ה-Mezzanine גבוה מהסיכון הכלכלי של הבנק המלווה המחזיק בשעבוד הראשון).

ז. היחסים בין היזם לבין מלווה ה-Mezzanine

הסכמי הלוואת ה-Mezzanine בין המלווה לבין היזם נחתמים, בדרך כלל, לאחר שהפרויקט החל את דרכו, ובזמן שמנוהל משא ומתן עם הבנק המלווה. במקרים מסוימים מסכימים מלווי ה-Mezzanine לממן את רכישת מקרקעי הפרויקט כנגד קבלת שעבוד ראשון עליהם, שיהפוך לשעבוד שני בדרגה לאחר שייבחר הבנק המלווה. הסכמים אלה הינם מפורטים והם כוללים את רשימת הבטחונות שמקבל מלווה ה-Mezzanine. בדרך כלל, הבטוחות הטיפוסיות שאותן מעמיד היזם לטובת המלווה הינן כדלקמן (ההגדרות בשטרי המשכנתא/משכון ובאיגרות החוב הן רחבות עד מאוד):

1. שעבוד קבוע, שני בדרגה אחרי הבנק המלווה, על כל זכויותיו של היזם במקרקעי הפרויקט (משכנתא בקרקעות שרשומות בלשכת רישום המקרקעין או התחייבות מינהל מקרקעי ישראל לרישום משכנתא כאשר הקרקעות רשומות במינהל מקרקעי ישראל). לעניין זה מומלץ לכלול במפורש בשעבוד לא רק את מקרקעי הפרויקט, אלא גם את היחידות שתיבניה עליהם ואת התמורות שתתקבלנה ממכירת הדירות.³⁶

2. שעבוד קבוע ושוטף, שני בדרגה אחרי הבנק המלווה, של חשבון הליווי, של התקבולים ושל הזכויות החוזיות לקבלת תקבולים המגיעים מרוכשי היחידות, של כל התקבולים או ההכנסות האחרות מהפרויקט, של העודפים שיווצרו בפרויקט או בחשבון הליווי ושל פוליסת ביטוח הסיכונים הקבלניים שמופקת בדרך כלל לפרויקט הבנייה. במסגרת שעבוד זה, ומתוך ידיעה שלא בכל הפרויקטים מופקדת מלוא תמורת מכירת היחידות בחשבון הליווי, מומלץ להוסיף, כי השעבוד יחול גם על כל חשבון אחר של היזם המתנהל בבנק. לעניין זה יצוין, כי לעתים נשמעת הטענה, שלא ניתן לכלול במסגרת השעבוד את רווחי הפרויקט, ולכן יש לשעבד באופן ספציפי את עודפי הפרויקט. אנו סבורים, כי לטענה זו אחיזה בדין.³⁷

כאמור לעיל, מלווה ה-Mezzanine רק מסייע בהשלמת ההון העצמי, ועל כן אין הוא משתתף באופן מלא בסיכונים הגלומים בעסקת היזמות. מן הטעם הזה נהוג לציין בהסכמי הלוואת ה-Mezzanine, שאם הבנק יסכים לכך שהיזם יעמיד הון עצמי בדמות ערבויות בנקאיות ולא על ידי הפקדת כספים בפועל, הרי שבמקרה של חדלות פירעון ומימוש הבטוחות על ידי הבנק המלווה, תמושנה ערבויות היזם לפני ערבויות מלווה ה-Mezzanine. כמו כן נדרש היזם להסכים, כי אם הבנק המלווה יאפשר לו להפחית את ההון העצמי (לרבות בדרך של שחרור ערבויות ו/או בטחונות), הרי שקודם כל יופחתו ו/או ישוחררו הערבויות שאותן העמיד מלווה ה-Mezzanine.

התמורות הנקבעות בהסכמי הלוואת ה-Mezzanine משתנות ממקרה למקרה, אולם ניתן לומר, כי יש מקום רב ליצירתיות בקביעת האלטרנטיבות השונות. כך, למשל, ניתן לדרוש תמורות המחושבות כשיעור מסוים ממחזור הפרויקט, תמורות המהוות אחוז קבוע מסכום ההלוואה, תשלום מקדמות ותמורות שנגזרות מרווחי הפרויקט הצפויים או מהרווחים בפועל, תשלום סכום קבוע, חוזר קרן ההלוואה וריבית (במגבלות הקבועות בחוק הסדרת הלוואות חוץ-

36. לעניין הטענה, כי שעבוד קבוע יכול לחול רק על זכויות קיימות ביום יצירת השעבוד ולא על זכויות עתידיות, ראו למשל, בש"א (מחוזי יר) 8617/09 עו"ד אמנון לורד נ' כונס הנכסים הרשמי - מחוז י-ם, תק-מח 2009(3), 12533, 12537 (2009) (על החלטה זו תלוי ועומד ערעור שהוגש לבית המשפט העליון).

37. לעניין טענה זו ראו למשל, בש"א (מחוזי יר) 7373/09 הבנק הבינלאומי בע"מ נ' מניף שירותים פיננסיים בע"מ, תק-מח 2009(2), 13509, 13511 (2009) (על החלטה זו תלוי ועומד ערעור שהוגש לבית המשפט העליון).

בנקאיות, התשנ"ג-1993)³⁸ וכיו"ב.³⁹ לעניין זה יוטעם, כי מומלץ לנסח את ההסכמים בצורה זהירה אשר תקנה למלווה ה-Mezzanine תמורות שנגזרות מהרווחים בפרויקט, להבדיל מחלק ממשי ברווחי הפרויקט, ודוק: תניה שקובעת, שמלווה ה-Mezzanine זכאי לנתח מרווחי הפרויקט עלולה להחשיב אותו כשותף או כחבר בתאגיד שמבצע את הפרויקט, ובמקרה של חדלות פירעון ההשלכות של קביעה שכזו עלולות להיות מרחיקות לכת, עד כדי החשבת מלווה ה-Mezzanine לנושה נדחה כבעל מניות.⁴⁰

על מנת שלרשותו של מלווה ה-Mezzanine יעמדו אמצעי פיקוח על התנהלות היזם - בדומה לאמצעים הנתונים בידי הבנק המלווה כמפורט לעיל - נהוג לעגן בהסכמי ההלוואה דרישה המחייבת את היזם למסור למלווה ה-Mezzanine דו"חות מכירה חודשיים, דו"חות תקבולים חודשיים, תדפיס תנועות בחשבון הליווי והעתקים מדו"ח המפקח שמינה הבנק המלווה. כמו כן מומלץ לצפות מראש ולהסדיר בהסכמי ההלוואה מקרים של חדלות פירעון בהם לא יתממש הפרויקט, ולקבוע תמורות ספציפיות למקרה שהפרויקט לא ייצא לפועל ומקרקעי הפרויקט יימכרו לצדדים שלישיים.⁴¹ לא מן הנמנע, שיתכנו מקרים שבהם היזם ייקלע לקשיים, ואז יהיה נכון יותר שבעל התפקיד מטעם הבנק ימכור את מקרקעי הפרויקט ולא יפעל להשלמת הבנייה, בעיקר כאשר מדובר על שלבים התחלתיים של הפרויקט.

ראינו, אם כן, כי הבטוחות שמוענקות למלווה ה-Mezzanine מציבות אותו בסולם הנשייה בין הבנק המלווה לבין ההון העצמי של היזם. כידוע, קיים מתח אינהרנטי בין הקבוצות השונות בסולם הנשייה, הנובע מהאינטרסים המתנגשים של כל אחת מהן. להלן נעמוד על המתח המאפיין את היחסים בין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine.

38. לעניין זה יודגש, כי הגדרת הלווה בחוק הסדרת הלוואות חוץ-בנקאיות, התשנ"ג-1993 אינה כוללת תאגידים, אולם קיים חשש שבתי המשפט יחילו את המגבלות הקבועות בחוק על הסדרי הלוואות ה-Mezzanine. למעשה, כבר היום בתי המשפט מיישמים את חוק הסדרת הלוואות חוץ-בנקאיות, על עקרונותיו והוראותיו, על לווים שהינם תאגיד. וראו לעניין זה מאמרם של עורכי הדין גלעד נרקיס וורד שיידמן-תקן "ריגולציה חלקית כמנציחה נחיתות של שוק - השלכות תחולתם המוגבלת של חוק הסדרת הלוואות חוץ-בנקאיות", **תאגידים** ה'1 (פברואר 2008) עמ' 78, לפיו החלת העקרונות הקבועים בחוק הלוואות חוץ-בנקאיות גם על לווים שאינם בגדר אדם פרטי, נעשה באמצעות סעיף 30 לחוק החוזים (ביטול הסכם עקב היותו נוגד את תקנת הציבור) או מכוחו של סעיף 18 לחוק החוזים ותוך שימוש בעקרונות הקבועים בחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו. במקרה אחד, הוחלו הוראות חוק הסדרת הלוואות חוץ בנקאיות על בעל תפקיד כאשר ההתייחסות אליו היתה כאל פרט על אף שנטל את ההלוואה במסגרת היותו בעל תפקיד.

39. סקירה זו מתבססת על ניתוח הסכמי הלוואות Mezzanine שהגיעו לידינו.

40. ראו והשוו ע"א 4263/04 **קיבוץ משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע"מ**, תק-על 1372 (1)2009.

41. לעניין זה ראו בשי"א (מחוזי יר') 8114/07, הי"ש 29.

ח. היחסים בין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine

כאמור לעיל, הענקת הלוואת ה-Mezzanine מותנית בהסכמתו של הבנק המלווה. על מנת לשכלל את ההלוואה, היזם צריך להמציא למלווה ה-Mezzanine את אישורו של הבנק המלווה ליצירת השעבודים הטיפוסיים להלוואת ה-Mezzanine⁴² וכן התחייבויות שונות, שמטרתן להבטיח את היותו של חשבון הליווי סגור ואת האפשרות של המלווה לקבל את התמורות שהיזם התחייב לשלם לו.

גם ההסכמות בין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine מוסדרות במערכת הסכמית, וזאת לנוכח ההגבלה בהסכמי המשכנתא הראשונה על יצירת שעבודים נוספים. במסגרת התחייבויות אלה, על הבנק לאשר כי חשבון הליווי וההון העצמי אשר הופקד או יופקד אליו ישמשו אך ורק לצורך ביצוע הפרויקט, כי הבנק ידאג להפקדת כספי הרוכשים בחשבון הליווי, וכי לא יתיר ליזם כל משיכת כספים מחשבון הליווי אלא בהתאם לדו"ח המפקח (או בהתאם להסכמות אחרות שנקבעות בין הצדדים). כמו כן, על הבנק להתחייב שלא יתיר ליזם משיכת הון עצמי, רווחים קבלניים ועודפים, אלא באישור מלווה ה-Mezzanine.

בדרך כלל, מדובר בהסכם משולש שהצדדים לו הם הבנק, היזם ומלווה ה-Mezzanine, כאשר הבנק המלווה הוא זה שמצטרף להסכם שנחתם בין היזם לבין מלווה ה-Mezzanine. אחת ההתחייבויות החשובות ביותר שהבנק המלווה נדרש להתחייב בהן כלפי מלווה ה-Mezzanine הינה, שהשעבודים על פי הסכם הליווי ישמשו כבטוחה לבנק רק בגין התחייבויות היזם בקשר עם הפרויקט נשוא המימון, ולא בקשר לפרויקטים ו/או לחשבונות אחרים של היזם. כמו כן, נדרש הבנק המלווה להתחייב, כי זכות הקיזוז, העיכוב ומימוש השעבוד על כספים מחשבון הליווי ו/או מיתר הבטחונות שהועמדו לרשות הבנק, יוגבלו אך ורק בקשר עם אשראי ושירותים בנקאיים אשר יעניק הבנק המלווה עבור הפרויקט. התחייבות זו הינה רבת חשיבות, שכן בנקים רבים נוהגים לשעבד את העודפים שבפרויקט להבטחת חובות אחרים של היזם, או לקזז סכומים אלה עם חשבונות אחרים של אותו יזם.

גם ההסכמות בין היזם לבין מלווה ה-Mezzanine צריכות לבוא לידי ביטוי בהסכם בין הבנק לבין מלווה ה-Mezzanine. כך למשל, יש לעגן את ההסכמה שכל שהיזם יפקיד את ההון העצמי בדרך של ערבויות בנקאיות, הרי שבכל מקרה שהבנק ימוש את הבטוחות שהועמדו לו, תחולטנה הערבויות שהומצאו לו על ידי היזם לפני מימוש הערבויות שהומצאו לו על ידי מלווה ה-Mezzanine. כמו כן, תעוגן ההסכמה בין היזם לבין מלווה ה-Mezzanine, לפיה בכל מקרה של הפחתת ההון העצמי (בין בדרך של שחרור ערבויות ובין בדרך של הפחתת בטחונות), יופחתו ו/או ישוחררו תחילה הערבויות אותן העמיד מלווה ה-Mezzanine.

התחייבות חשובה נוספת היא ההצהרה, כי ידוע לבנק שמלווה ה-Mezzanine אינו אחראי לפרעון חובות היזם וכי הוא אינו ערב בכל צורה שהיא להתחייבויות היזם.

42. ראו לעיל בפרק ז'.

לפיכך, תעוגן התחייבותו של הבנק, לכך שלמעט בקשר למימוש הערבויות, הוא לא יפנה למלווה ה-Mezzanine בדרישה כלשהי לפירעון חובות כאמור ו/או להעמדת הון עצמי ו/או בטחונות נוספים בכל הקשור לפרויקט ו/או לקיום איזו מהתחייבויות היזם.

במסגרת ההסכם בין הבנק לבין מלווה ה-Mezzanine מוסדר גם נושא החרגת יחידות מהשעבודים הרובצים על הפרויקט. כאשר רוכש יחידה מסיים לשלם את כל תמורת המכר, הוא פונה לבנק ומבקש כי היחידה שרכש תוחרג מהשעבוד (למעשה, לפני מכתב ההחרגה מוציא הבנק מכתב כוונות או מכתב החרגה מותנה, שקובע שבכפוף לקבלת סכומים מסויימים לחשבון הליווי, תוחרג היחידה מהשעבוד). מאחר שנרשם שעבוד מדרגה שנייה על מקרקעי הפרויקט לטובת מלווה ה-Mezzanine, לא ניתן להסתפק בהחרגת היחידה מן השעבוד לטובת הבנק המלווה ויש לקבל גם את הסכמת מלווה ה-Mezzanine להחרגת היחידה. ההסכם בין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine מסדיר את התנאים להחרגת יחידות מהשעבוד, ובמקרים מסויימים מקבל הבנק יפוי כוח שמאפשר לו להחריג יחידות מהשעבוד בתנאים מסויימים.

במקרה של חדלות פירעון או כשל אחר בפרויקט, תלוי מלווה ה-Mezzanine כמעט באופן מוחלט בבנק המלווה. עמדנו על כך, שאחד היתרונות של ליווי פיננסי הוא האפשרות של הבנק להשלים את הפרויקט במקרה שהיזם לא עומד בהתחייבויותיו להשלמתו. מכיוון שהבנק המלווה הוא בעל השעבוד הראשון, בידי האפשרות להגיש בקשה לכינוס נכסים או למינוי בעל תפקיד לצורך מימוש הפרויקט באמצעות השלמתו או מכירתו. דא עקא, שלמלווה ה-Mezzanine אין במקרה כזה כל שליטה על התהליך: לא על זהות הכונס, לא על אופן ביצוע העבודות ולא על קצב התקדמותן.

מצב זה יכול ליצור ניגוד עניינים בין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine; טלו לדוגמה מקרה של חדלות פירעון, שבו מונה כונס נכסים להשלים את עבודות הבנייה. הבנק צופה שבתום עבודות הבנייה ומסירת היחידות לרוכשים יישאר רווח בגין הפרויקט. כמובן שהאינטרס של מלווה ה-Mezzanine הוא, שהפרויקט יושלם כמה שיותר מהר, על מנת שיוכל להיפרע ולו רק חלק מהחוב כלפיו מתוך עודפי הפרויקט. האם זהו גם האינטרס של הבנק המלווה? נראה שלא. היות שבידי רוכשי היחידות נמצאות ערבויות חוק מכר שהנפיק להם הבנק תמורת עמלה מוסכמת, והיות שככל שתקופת הבנייה מתארכת, הבנק מרוויח סכומי כסף גדולים יותר מעמלות הערבויות, האינטרס של הבנק הוא שהבנייה דווקא תתארך. במקרה כזה, מדובר במשחק "סכום אפס" שבו משתתפים הבנק המלווה ומלווה ה-Mezzanine: ככל שהבנייה מתארכת והבנק מרוויח יותר מעמלות ערבויות חוק המכר, כך הסיכוי של מלווה ה-Mezzanine להיפרע את חובו פוחת, שכן רווחיו של הבנק באים על חשבון חלקו של מלווה ה-Mezzanine בעודפי הפרויקט. ספק רב אם התנהלות שכזו מצד הבנק המלווה תעלה בקנה אחד עם חובות האמון ותום הלב המוגברות החלות עליו,⁴³ אך לא ניתן להימנע מן האינטרסים המנוגדים של הצדדים, כאמור.

43. ראו למשל, ע"א 5893/91 טפחות בנק משכנתאות לישראל בע"מ נ' צבאח פ"ד מח(2) 573, ה"פ; (מחוזי יר') 2247/03 אהרון רשף, עו"ד, בתפקידו ככונס נכסים נ' לוי, תק-מח 2004(1), 6761 (2004).

צורה נוספת של ניגוד אינטרסים בין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine יכולה לבוא לידי ביטוי בהעדפתו של הבנק למכור את הפרויקט As Is במקרה של חדלות פירעון, בעוד שלדידו של מלווה ה-Mezzanine, עדיף מבחינה כלכלית ומשפטית להשלים את הבנייה. במקרה כזה, ידו של מלווה ה-Mezzanine תהיה על התחנתונה, גם אם יתרת החוב כלפיו גבוהה מיתרת החוב כלפי הבנק המלווה. הסיבה לכך הינה, שבמסגרת ההסכם בין מלווה ה-Mezzanine לבין הבנק המלווה נכלל, בדרך כלל, תנאי שבמקרה של חדלות פירעון מימוש הבטוחות יופקד בידי הבנק, ובכך למעשה מאבד מלווה ה-Mezzanine את השליטה על התהליך. על כן, במקרה של חדלות פירעון של היזם, עלול למצוא עצמו מלווה ה-Mezzanine יושב באפס מעשה וממתין שהבנק יפעל להשלמת הבנייה בקצב ובתנאים שבהם יבחר לעשות כן.

ט. היחסים בין מלווה ה-Mezzanine לרוכשי הדירות

על מנת להבין את אופי היחסים בין מלווה ה-Mezzanine לבין רוכשי הדירות בפרויקט, עלינו להקדים מספר מילים אודות חובתו של היזם להבטיח את השקעתם של רוכשי הדירות. בעקבות מקרים חוזרים ונשנים של רוכשי דירות שאיבדו את כספם עקב אי-עמידתם של קבלנים בהתחייבויותיהם, נחקק חוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות), תשל"ה-1974 (להלן: "חוק המכר דירות"). בעקבות "פרשת חפציבה" תוקן החוק, באופן שהחמיר עם הקבלנים והקשיח את הדרישות⁴⁴ שבהן עליהם לעמוד.

חוק המכר דירות מחייב את היזמים להבטיח את הכספים שקיבלו מהרוכשים באחת מחמש חלופות המפורטות בחוק. שתי החלופות השכיחות ביותר בפרויקט בנייה הן רישום הערת אזהרה ומתן ערבות בנקאית. לרישום הערת אזהרה לטובת הרוכש מספר חסרונות, ולהלן נמנה כמה מהן: ראשית, רישום הערת אזהרה אפשרי רק לגבי קרקעות שרישומן מתנהל בלשכת רשם המקרקעין, אלא שחלק ניכר מהבנייה במדינת ישראל מתבצעת על קרקעות מינהל מקרקעי ישראל במסגרת הסכמי פיתוח בין המינהל לבין יזמים (92% מהקרקעות במדינת ישראל רשומות על שם המדינה באמצעות מינהל מקרקעי ישראל, הקרן הקיימת לישראל ורשות הפיתוח).

זאת ועוד: אחד התנאים לשימוש בחלופה של הערת אזהרה הינו, שעל הנכס להיות נקי משעבדים העדיפים על הערת האזהרה. דא עקא, שעל מנת להשיג מימון לפרויקט, על היזם לשעבד את מקרקעי הפרויקט באופן שעדיף על כל הערת אזהרה, עובדה המקשה על היזם לקבל אשראי כנגד שעבוד הקרקע עליה נבנה הפרויקט. בנוסף לכך, הבטחת הרוכש באמצעות הערת אזהרה בלבד עלולה להגביל את קצב התשלומים בהתאם לקצב הבנייה, זאת בכפוף לתקנות המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות) (סייג לתשלומים על חשבון מחיר דירה), תשל"ה-1975.

44. ראו חוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות) (תיקון מס' 4), התשס"ח-2008, תיקון תשס"ח (ס"ח 2146 (6.4.08), עמ' 418), חוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות) (תיקון מס' 5), התשס"ח-2008, תיקון תשס"ט (ס"ח 2209 (10.8.09), עמ' 318).

תקנות אלה הותקנו מכוח חוק המכר, והן כוללות לוח תשלומים הקובע את שיעור התשלום המקסימלי ממחיר היחידה שרשאי היזם לדרוש מרוכש הדירה בכל אחד משלבי הבנייה.

החסרונות שפורטו לעיל גורמים לכך, שהחלופה השכיחה ביותר להבטחת רוכשים הינה הערבות הבנקאית, ואילו החלופה של הערת האזהרה מתבצעת בעיקר בפרויקטים קטנים שנבנים על קרקע הרשומה בלשכת רישום המקרקעין. ערבויות על-פי חוק המכר הן אשראי בנקאי לכל דבר ועניין, והשימוש הנרחב בהן מוסיף על צורכי המימון של היזמים.

בדרך כלל, בהסכמי המכר של הדירות בפרויקט, אין זכר לקיומה של הלוואת ה-Mezzanine. זאת לעומת הליווי הבנקאי, אשר על קיומו יכולים רוכשי הדירות ללמוד מנספח הליווי הפיננסי המצורף להסכמי המכר, והמחייב את הרוכשים להפקיד את מלוא תמורת המכר אך ורק בחשבון הליווי. לדעתנו, יש מקום לציין במפורש בהסכמי המכר גם את דבר הלוואת ה-Mezzanine והשעבודים שניתנו להבטחתה, שכן לקיומו של מלווה Mezzanine עשויה להיות משמעות מהותית על זכויותיו של הרוכש. כך, למשל, על מנת שרוכש יוכל למכור את זכויותיו בדירה שרכש או על מנת שיוכל להשלים את רישום הזכויות על שמו, הרוכש יצטרך לקבל את הסכמת מלווה ה-Mezzanine להחרגת הדירה מן השעבוד על מקרקעי הפרויקט (בנוסף לקבלת הסכמה דומה מהבנק המלווה).

לציון דבר קיומו של מלווה Mezzanine בהסכם המכר יש גם משמעות צרכנית. ודוק: קיומו של מידע משוכלל הינו אחת הערובות להבטחת קיומה של תחרות ולניצול מירבי של המשאבים שבידי הצרכן.⁴⁵ כאשר רוכש הדירה אינו מודע לקיומה של הלוואת ה-Mezzanine, הרי שלמעשה הוא מעריך ביתר את איתנותו הפיננסית של היזם. הרוכש סובר לתומו, כי היזם איתן מספיק על מנת להעמיד את ההון העצמי הנדרש לביצוע הפרויקט, בעוד שלא אלה הם פני הדברים. ניתן לשער, כי לפחות חלק מהרוכשים היו משנים את דעתם בנוגע לרכישת דירה בפרויקט מסוים, אילו היו יודעים שהיזם של אותו פרויקט מסתייע באשראי חוץ-בנקאי לצורך ביצועו. לפיכך, ולנוכח האינטרס הצרכני של זרימת מידע מלאה וחופשית אל הצרכן, אנו סבורים, כי יש להביא לידיעת רוכש הדירה גם את דבר קיומה של הלוואת ה-Mezzanine.

יצוין, כי לעתים עלולים רוכשי הדירות למצוא את עצמם "בקו האש" שבין הבנק המלווה לבין מלווה ה-Mezzanine. סיטואציה כזו תתרחש כאשר רוכשי הדירות יבקשו לקבל מכתבי החרגה לצורך רישום הזכויות בדירות על שםם. היות שעם רישום הזכויות, ערבויות חוק המכר מושבות לבנק המלווה, הרי שהאינטרס של הבנק המלווה הוא ליתן מכתבי החרגה על מנת להשלים את רישום הזכויות במהירות האפשרית. לעומת זאת, אם לא כל כספי הרוכשים הופקדו בחשבון הליווי מסיבה כלשהי, בין אם באשמת הרוכשים ובין אם באשמת צדדים שלישיים, מלווה ה-Mezzanine לא יסכים להחרגת הדירות מן השעבוד, וזאת עד שלא יופקדו מלוא

הכספים בחשבון הליווי. בין שני אינטרסים מנוגדים אלה נמצאים רוכשי היחידות, שלעתים יוכלו למצוא פתרון רק בפנייה לערכאות.⁴⁶

י. היחסים בין מלווה ה-Mezzanine לבין צדדים שלישיים

כאשר פרויקט בו מעורב מלווה Mezzanine נקלע לקשיים, ובדרך כלל מדובר במקרים שבהם היזם נקלע להליכי חדלות פירעון, הרי שנוצרת נקודת חיכוך בין מלווה ה-Mezzanine לבין יתר נושי היזם. במסגרת התחרות על כספי הפרויקט בין הנושים השונים, ניתן למצוא בראש ובראשונה את הבנק המלווה, ובנוסף אליו את רוכשי הדירות, את קבלני המשנה ואת מלווה ה-Mezzanine. נקודת חיכוך ראשונה שעלולה להיווצר היא בין מלווה ה-Mezzanine לבין קבלני המשנה. אלה האחרונים יכולים לטעון לזכות עיכובן שעומדת להם במקרקעי הפרויקט, וטענה זו עשויה לזכות אותם במעמד של נושה מובטח אשר נפרע עוד לפני בעל שעבוד ספציפי.⁴⁷ מפאת קוצר היריעה לא נוכל לעמוד על דיני העיכובן במסגרת עבודה זו, ולא נוכל לסקור את כל המבחנים להכרעה בזכות עיכובן של קבלן מבצע. יחד עם זאת, נזכיר בקצירת האומר בלבד, כי על הטוען לזכות עיכובן להוכיח, כי במועד חדלות הפירעון הייתה לו חזקה בקרקע, שכן עצם ביצוע העבודות במקרקעין לא מקנה באופן אוטומטי את זכות העיכובן.⁴⁸ אף אם צולח הקבלן את המשוכה הנ"ל ומוכיח, כי הייתה לו חזקה ושליטה במקרקעי הפרויקט, הרי שגם בכך לא די, שכן ייתכן שיהא על הקבלן אף להוכיח שהשביח את המקרקעין.⁴⁹

נקודת חיכוך נוספת עלולה להיווצר בין מלווה ה-Mezzanine לבין הנושים בדין קדימה של היזם, והיא עלולה להתעורר בהקשר של הבטוחה העיקרית השנייה שעומדת לרשותו של מלווה ה-Mezzanine, הלא היא השעבוד על חשבון הליווי ועל תקבולי הרוכשים. השאלה המשפטית שסביבה ייסוב המאבק בין הנושים בדין קדימה לבין מלווה ה-Mezzanine היא שאלת סיווגו של השעבוד הנ"ל - דהיינו, האם מדובר בשעבוד קבוע או שוטף. הנושים בדין קדימה יטענו, כי מדובר בשעבוד שוטף, שכן כך הם יזכו למעמד עדיף בסולם הנשייה, ובאופן טבעי מלווה ה-Mezzanine יטען שמדובר בשעבוד קבוע, שכן במצב דברים זה ידו תהא העליונה. קיימות דעות שונות בשאלת סיווגו של השעבוד על חשבון הליווי ועל תקבולי הרוכשים, וכאמור - מפאת קוצר היריעה לא נוכל להרחיב בסוגיה הנ"ל במסגרת מאמר זה.

46. ראו לעניין זה בשי"א (מחוזי יר') 7373/09 הבנק הבינלאומי בע"מ נ' מניף שירותים פיננסיים בע"מ, תק-מח 2009(2), 13509, 13513 (2009).
47. סעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל (נוסח חדש), תש"ס-1980, וראו גם ע"א 790/85 ע"א 806/85 ע"א 143/86 ע"א 180/86 רשות שדות התעופה בישראל ע"א נ' ד"ר י. גרוס, עו"ד, פ"ד מוד(3), 185 (1990); ע"א 79/89 סולל בונה בע"מ נ' אחים גולדשטיין חברה לשיכון ופיתוח בע"מ (בפירוק) פ"מ מו(3) 58.
48. ראו למשל את פסק דינו של כבוד השופט בדימוס שטרומן המ' (ת"א) 4205/94 ת.א. 429/03 (ת"א) שרם בנגב בע"מ נ' אינג' נינו פריי ס.ר.ל., תק-מח 2009(2), 827 (1993).
49. ע"א 4588/06 אלניאל בע"מ נ' כונס הנכסים עו"ד שי גרנות, תק-על 2009(3), 4297 (2009) אשר אבחן את ההלכה שנקבעה בע"א 5789/04 המשביר הישן בע"מ, גאלרי - רשת בתי אופנה בע"מ נ' לוגיסטיק בע"מ, תק-על 2007(2), 3957 (2007).

יא. סיכום

פתחנו רשימה זו בסקירת ההתפתחות ההיסטורית של מכשירי מימון הנדליין השונים, החל מן המשכנתא וכלה באיגוח. לאחר מכן עברנו לדון בהלוואת ה-Mezzanine ועמדנו על מאפייניה השונים בדין האמריקאי ובדין הישראלי. לכאורה מצאנו, כי בדין האמריקאי הלוואת ה-Mezzanine מוסדרת באופן שונה לגמרי מן האופן שבו היא זו מוסדרת בדין הישראלי, שכן בארה"ב ה-UCC הינו דבר החקיקה שמסדיר את אופן יצירת ההלוואה, את שכלולה ואת מימוש הבטוחות מכוחה, ואילו בדין הישראלי אין אף נורמה חקיקתית המסדירה באופן ספציפי היבטים אלה של ההלוואה.

יתרה מכך: לכאורה יכולנו לחרוץ משפט מרחיק לכת עוד יותר ולטעון, כי הלוואת ה-Mezzanine הנהוגה בארצות הברית שונה **במהותה** מהלוואת ה-Mezzanine הנהוגה בישראל. זאת, משום שבעוד הבטוחה המוענקת בהלוואת ה-Mezzanine "הישראלית" הינה משכנתא מדרגה שנייה על מקרקעי הפרויקט (ובנוסף לכך שעבוד על חשבון הליווי ועל תקבולי רוכשי הדירות), הרי שהבטוחה המוענקת בהלוואת ה-Mezzanine "האמריקאית" אינה מקרקעין כלל ועיקר, כי אם זכויות הלווה בתאגיד אחר. אמנם אותו תאגיד הינו בעל מקרקעין, אך הבטוחה שמוענקת למלווה ה-Mezzanine היא אך ורק זכויות בתאגיד, הא ותו לא.

האם הלוואות ה-Mezzanine הישראלית והאמריקאית, אכן שונות במהותן? אנו סבורים שבמובנים מסוימים, התשובה על כך חיובית. במיוחד הדברים אמורים בעוצמת הבטוחה המוענקת במסגרת שתי ההלוואות, שכן נוכחנו כי הבטוחה המוענקת במסגרת הלוואת ה-Mezzanine בארה"ב חלשה הרבה יותר מאשר הבטוחה המוענקת במסגרת הלוואת ה-Mezzanine הנהוגה בישראל. יחד עם זאת, לא ניתן להתעלם מן הדמיון העקרוני בין שני "טיפוסי" ההלוואות, בהיבט של המקום שהן ממלאות במבנה ההון של מימון מיזם הבנייה. שתי ההלוואות מהוות "שכבת ביניים" בין ההון העצמי של היזם לבין המימון שמעניק הבנק המלווה, ואכן נשמעות דעות בספרות שלפיהן יש להתייחס למשכנתא מדרגה שנייה ולהלוואות ה-Mezzanine באופן זהה.⁵⁰

איננו רואים צורך להכריע באופן פסקני בשאלה זו, שכן לא זו הייתה מטרת מאמר זה. כאמור, מטרתנו במאמר זה הייתה להאיר את מאפייניו ואת פניו השונים של מכשיר ה-Mezzanine, שכן מדובר במכשיר מימוני חדש שטרם זכה לתשומת לב רבה בספרות ובפסיקה. דומנו, כי דווקא ההבדלים שמצאנו בין שיטות המשפט השונות העשירו את נקודות המבט שמהן יכולנו לבחון ולנתח את הלוואת ה-Mezzanine, ואין לנו אלא לקוות שהצלחנו להפוך מכשיר מימוני זה למוכר ולנהיר יותר.

50. ראו Berman, ה"ש 1, בעמ' 125.