

הניהול של איפקס בבזק מאכזב? לא בכדי

04.6.2007 | 09:38 נמרוד רוזנבלום

מאת נמרוד רוזנבלום ואמנון אפשטיין

בטורו מה-18 במאי התייחס גיא רולניק למצב בדירקטוריון בזק. רולניק הביע אכזבה מקרן איפקס המחזיקה (ביחד עם שותפים) בכ-30% ממניות בזק, אשר היתה אמורה, לדבריו, להביא לבזק "תרבות מתקדמת של משטר תאגידי". האומנם? בשנים האחרונות מתנהל ויכוח ער בנוגע לתופעת בתי ההשקעות הפרטיים ובהקשר זה זכורה במיוחד התבטאותו של שר העבודה הגרמני שהשווה אותם ל"ארבה" המסתער על ארצו.

תהא עמדתנו הערכית אשר תהא, בעשור האחרון בתי ההשקעות הפרטיים נהפכו לכוח המניע את עולם המיזוגים והרכישות בעולם. בתי ההשקעות הפרטיים הם כאן על מנת להישאר. עם זאת, אין לצפות מהם לשמש כמומחים לחברות ציבוריות בכל הנוגע ל"תרבות מתקדמת של משטר תאגידי". אין באמירה זו משום ביקורת על רמת הניהול או האתיקה המקצועית של בתי ההשקעות הפרטיים. נהפוך הוא, עם התשואות שהשיגו המשקיעים באיפקס, בלקסטון, Cinven, KKR וחבריהם, וערכי ההשכחה שהציבור מייחס לחברות שבתי השקעות פרטיים קנו בזול ומכרו ביוקר, קשה להתווכח. עם זאת, כשבוחנים איך בתי ההשקעות פועלים, מגלים כי חלק משמעותי מהאסטרטגיה שלהם הוא נטרול אותם אלמנטים של ממשל תאגידי העלולים לפגוע בקצב ייצור המזומנים וההתייעלות בחברות הנרכשות.

בתי השקעות פרטיים מתמחים ברכישת חברות פרטיות, או ברכישת חברות ציבוריות והפיכתן לפרטיות. הסיבה לכך היא כי ניתן לנהל חברות פרטיות בהתעלם ממרבית המגבלות החלות על חברות ציבוריות.

יש להניח כי איפקס, אשר ראתה ביעקב גלברד ובצוותו מנהלים מוכשרים שסיפקו וימשיכו לספק את הסחורה (דיווידנדים והתייעלות), ביקשה, כפי שהיא עושה תמיד, לתגמל אותם באמצעות חבילת אופציות נדיבה. דו"ח דנציגר חושף כשלים לכאורה בדרך אישור חבילת האופציות ואולם אין סיבה לצפות כי דווקא קרן השקעות פרטית תלמד את דירקטוריון בזק פרק במשטר תאגידי מתקדם.

מלבד התמקדות בהשקעות בחברות פרטיות, בתי השקעות פרטיים אוהבים דבר נוסף: שליטה (וזאת בניגוד לקרנות הון סיכון שמסתפקות בתשואה ובהשפעה), ואכן, עיון מהיר בתיק האחזקות של איפקס מבהיר נקודה זו היטב.

אם כן, עולה השאלה מדוע בחרה איפקס להשקיע בבזק, חברה ציבורית, והסתפקה באחזקה (ביחד עם שותפים) של כ-30% בלבד בחברה שגם קוראי שורות אלה יכולים להחזיק בה מניות ולהביע דעתם בנוגע לדרך ניהולה? הסיבה היא שאיפקס האמינה בבזק, ובנוסף היא כנראה סברה שאחזקה קטנה יחסית בחברה ציבורית ישראלית תקנה לה את השליטה לה היא רגילה בחברות הפרטיות שבבעלותה.

אייפקס כנראה צדקה. הסיבה לכך היא ששוק ההון בישראל מאפשר למשקיעים גדולים לעשות כמעט כראות עיניהם בחברות ציבוריות, וזאת במחיר מציאה של 30%-25% מהמחיר שהיה עליהם לשלם בעבור שליטה דומה בחו"ל.

בפועל, השליטה במרבית החברות ה"ציבוריות" בישראל היא פרטית לגמרי ולבעלי השליטה אין מוטיווציה לקיים מנגנון ממשל תאגידי יעיל. התרופה לכשל השוק מצויה לא בהרתעת דירקטוריונים, בהגדלת מספר הדירקטורים החיצוניים, בהטלת חביות מוגברות על בעלי שליטה או בהעמקת הפיקוח מצד רשות ני"ע; התרופה מצויה בחינוך המשקיעים המוסדיים.

לפיכך אנו מאמינים כי יש צורך בהכפפת המשקיעים המוסדיים לקריטריוני השקעה ברורים שיחייבו אותם להשקיע אך ורק בחברות ציבוריות המקיימות ממשל תאגידי שקוף ויעיל, ולמשוך השקעתם מחברות שאינן עושות כך. הגופים המנהלים את כספנו - ולא בעלי השליטה בחברות הציבוריות - הם המתאימים ביותר לעשות את עבודת הפיקוח על החברות הציבוריות בעברנו, ויש לדרוש מהם לעשות כן.

הכותבים הם שותפים במשרד עוה"ד אפשטיין רוזנבלום מעוז