



מיזוג חברות



לרוב, צמיחתו של תאגיד מתרחשת באמצעות התרחבות פנימית. אך דווקא הצמיחה הדרמטית, בה התאגיד צומח בבת אחת, מתרחשת באמצעות מיזוג. לצמיחה מסוג זה, קיימת לרוב גם השפעה חזקה על שווי החברה או מחיר המניה של החברה. בפרט בולט הדבר כאשר החברה נסחרת בבורסה.

היתרונות הכלכליים הטמונים במיזוג

המוטיבציה הכלכלית הבסיסית למיזוג הינה הגדלת ערך הפירמה הממוזגת, במובן שערכה גדול מסך חלקיה, כלומר מערכן של שתי הפירמות בנפרד. אם תכונה זו תתקיים לאחר המיזוג, ניתן יהיה לומר כי מתקיימת סינרגטיות. על כן, מיזוג סינרגטי הנו חיובי מנקודת מבטם של הצדדים למיזוג.

ניתן להתייחס לתופעה כלכלית זו כאל קיומו של "יתרון לגודל" בפעולת המיזוג, לצדדים המתמזגים. נוסף כי מצב בו מתקיים פוטנציאל לא ממומש ליתרון לגודל, הוא מצב המכיל מהגדרה חוסר "יעילות כלכלית".

אפקט הסינרגטיות נובע משלושה מקורות:

1. יתרונות הנובעים מתשואה עולה לגודל בייצור או בתפעול.
2. יתרונות פיננסיים הנובעים מהעלאת יחס של מחיר להכנסות (מכפיל הרווח), הקטנת עלות החוב או הגדלת נפח החוב.
3. הגדלת נתח השוק באמצעות הפחתת התחרות.

סוגי מיזוג

נהוג לסווג את המיזוגים לארבע קבוצות, על פי הקשר בין פעילות החברות המתמזגות:

1. **מיזוג אופקי** - כאשר שתי פירמות בעלות אותו רעיון עסקי או קו מוצרים מתמזגות.
2. **מיזוג אנכי** - כאשר שתי פירמות מייצרות מוצר דומה אך בשלבים שונים של תהליך הייצור. מיזוג זה אינו סימטרי ועל כן ניתן להבחין בין מיזוג downstream מיזוג



upstream. מיזוג downstream הנו מיזוג בין פירמה המייצרת מוצר מוגמר לבין פירמה המייצרת מוצר גולמי. מיזוג upstream הנו כאשר פירמה המייצרת מוצר מוגמר מתמזגת עם פירמה המשווקת מוצר זה.

3. **מיזוג קונג'נרי (congeneric)** - מיזוג על ידי חברות בעלות אופן פעולה דומה או כיוון עסקי דומה, אך אין מדובר במיזוג אופקי או אנכי אלא שילוב של השניים.

4. **מיזוג קונגלומרטי (conglomerate)** - הנו מיזוג בין שתי פירמות שכלל אין בניהן קשר עסקי.

מתוך מאמרה של אביבה רוזן בנושא המיזוג בעיתון גלובס¹, עולה כי יש להיזהר ממיזוגים אשר מונעים מ"קפיצה על הזדמנויות" וכן כי מיזוגים צריכים להיות מתוכננים היטב ולהתבצע בתהליך מדוקדק של חיפוש וסינון.

לפני שמתמזגים, יש לבדוק את פוטנציאל הסינרגיה, דהיינו, תוספת הערך של החברות זו לזו וכן את היכולת לממשו.

תהליך המיזוג

בתהליך מיזוג חברות יש להבחין בין חברת היעד לחברה הקולטת. חברת היעד היא זו שמתמזגת לתוך החברה הקולטת. העברת נכסיה והתחייבויותיה לחברה הקולטת, מביאים להפסקת פעילותה ולחיסולה של חברת היעד.

את המיזוג ניתן לחלק לקבוצות גם על פי אופי העסקה המתבצעת:

1. **מיזוג קלאסי** - מיזוג שמתבצע ישירות בין החברות המתמזגות. באישורם של הדירקטוריון והאסיפה הכללית של שתי החברות, חברת היעד נבלעת בתוך החברה הקולטת.

2. **מיזוג מקוצר (Short Term Merger)** - מיזוג של חברת אם עם חברת בת שנמצאת בשליטתה המכרעת. המיזוג נעשה בתהליך מקוצר באישור הנהלת החברה הרוכשת בלבד. ככל שנתח השליטה של חברת האם בחברת הבת גדול יותר, סוג כזה של מיזוג יחשב למוצדק יותר.

3. **מיזוג משולש (Triangular Merger)** - החברה הקולטת מקימה חברת בת, והיא זו שמתמזגת עם חברת היעד. חברת האם היא הרוכשת מבחינה עסקית, אך מהפן המשפטי חברת הבת היא הצד הפורמאלי למיזוג. אין צורך באישור הדירקטוריון של חברת הבת, אך היא זו שנושאת בסיכון שבאי הוודאות לגבי התחייבויות החברה הנרכשת.

¹ מדריך העסקים של גלובס מה-17 ביוני 1998.



4. **מיזוג משולש הפוך (Triangular Merger)** - טכניקת מיזוג דומה לזו של המיזוג המשולש, אלא שבמקרה זה, החברה השורדת בתהליך המיזוג היא חברת היעד ולא חברת הבת. המטרה בעסקה כזו היא שמירת המסגרת המשפטית הנפרדת של חברת האם וחברת היעד.

5. **מיזוג חילוט (Freeze Out merger)** - טכניקה של השגת שליטה מלאה בחברה על ידי בעל השליטה בחברה. בעל השליטה (לפחות 25%) מקים חברה נפרדת שמציעה עסקת מיזוג לחברה המקורית. בצורה זו, בעל השליטה נמצא בעמדה לכפות על המיעוט לקבל פיצוי כספי תמורת המניות שלהם.

חוק החברות החדש

החל מפברואר 2009 נכנס לתוקפו חוק החברות החדש. פרק שמונה בחוק מסדיר את נושא מיזוגי החברות.

על פי החוק², מיזוג קלאסי כפוף לתהליך אישור כפול, של רוב רגיל בדירקטוריון ובאסיפה הכללית של כל אחת מהחברות המתמזגות, דבר שמבטיח את גמירות דעתן של שתי החברות. יש לציין כי אין צורך באישור של כל בעלי המניות, ועל כן יש במיזוג (הנחשב ל"השתלטות ידידותית") אלמנט של כפייה כלפי המיעוט המתנגד.

דירקטוריון של חברת יעד מנוע על פי החוק מלאשר הצעת מיזוג כאשר קיים ספק סביר ביכולתה של החברה הקולטת לעמוד בהתחייבויותיה לנושיה לאחר המיזוג (בית המשפט רשאי לעקב את תהליך המיזוג בעקבות פניית הנושים).

החוק החדש אינו מאפשר ביצוע של מיזוג מקוצר באישור חד צדדי של חברת האם. יש להניח שמזוג כזה יאושר בנקל אך עדיין יש לעבור את פרוצדורת האישור הרגילה.

אין מניעה עקרונית לבצע מיזוג משולש, אך יתכן כי מיזוג כזה לא יאושר כאשר הוא נועד לאפשר לחברת האם להתחמק מהתחייבויות חברת המטרה, ואין באפשרות חברת הבת לעמוד בהתחייבויות אלה.

מיזוג חילוט יתאפשר עם קיום של אחד משני התנאים הבאים:

1. המיזוג אושר באסיפה הכללית של החברה, ברוב של בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה.

2. בית המשפט החליט כי העסקה הוגנת וסבירה.

² סעיפים 327-314 בחלק 8 לחוק.



במקרים מסוימים, לבקשת מי מבעלי העניין, תיבחן הצעה למיזוג בבית משפט. בית המשפט יבחן את סבירות ההצעה בכל הנוגע לשווי החברות, הוגנות ההצעה, התמורה המוצעת לבעלי המניות ומידת ההגנה לצדדים שלישיים.

מגבלות חיצוניות על תהליך המיזוג

המגבלה החיצונית המשמעותית ביותר אשר יש ביכולתה לעמוד בפני המיזוג המתוכנן הנה *חוק ההגבלים העסקיים התשמ"ח-1988*. מפרק ג' לחוק, עולה כי באם כתוצאה מהמיזוג חלקן של החברות המתמזגות בשוק הרלוונטי יעלה על מחצית (או על שיעור נמוך ממנה אם כך קבע השר), ו/או מחזור המכירות של החברות המתמזגות עולה על סכום של 50 מיליון ₪ (או על פי קביעת השר) הרי חלות על מיזוג זה הנהלים המוסכמים בחוק.

תחילה, יש להודיע על המיזוג המתוכנן ולקבל הסכמתו של הממונה על ההגבלים העסקיים. ללא נקיטת פעולה זו הרי על פי סעיף 19 לחוק, קיים איסור על מיזוג חברות. פרק ד' לחוק, קובע הגדרת מונופולין וכן הסמכויות שיש בידי הממונה להגבלת בעל המונופולין כאשר בעיקרם עומד האיסור על "ניצול מעמדו לרעה" וכן "סירוב בלתי סביר"³.

* * *

לסיכום, מיזוג הנעשה במחשבה תחילה עשוי לסלול דרך לצמיחה עסקית וכלכלית ולהצלחה. מנגד, לא מעט עסקאות מיזוגים ורכישות נכשלות, עקב העדר בחינה כלכלית מקדימה והעדר תכנון הפעילות המשותפת. על כן, יש לברור את ההזדמנויות ולנקוט בצעדים המתאימים בהתאם ליעדים האסטרטגיים של הפירמות ערב המיזוג.

³ סעיפים 27, 29 ו-29א. לחוק.