

מיזוגים ככלי לצמיחה

באילו נסיבות מתבצעות עסקאות רכישה או מיזוג בעסקים קטנים, למה קיימת בעיה בהערכת השווי ומה עלול לגרום לכישלון במיזוג חברה

מיכאל תבור

אחד מכלי הצמיחה של חברות הם רכישות של חברות. רכישות נעשות בדרך כלל על מנת להשיג גישה לנישה של שוק, לטכנולוגיה או למוצרים המהווים קו משלים. לעיתים, הרכישה נושאת אופי של מיזוג, ההבדל בין מיזוג לרכישה נובע ממידת הסימטריות בין שתי החברות וסוג העסקה שנקמה. בדרך כלל, ברכישה מדובר בחברה דומיננטית, שהמותג העיקרי שלה נשאר, בעוד שהחברה הנרכשת מפורקת, המטה שלה נעלם ונותרים רק החלקים המשקפים מותגים חזקים או מחלקות תכנון או ייצור בעלות ייחוד. במיזוג יש מידה רבה יותר של סימטריה. גם אם החברה הגדולה יותר הופכת להיות דומיננטית במיזוג, יש שימור רב יותר של חלקים משתי החברות במסגרת המשותפת. ההגדרה עשויה גם להיות מושפעת משיקולי מס, שיקולים מסחריים של שמירת מותגים בעלי ערך ושיקולים פרסונליים, כך שלא מדובר במדע מדויק.

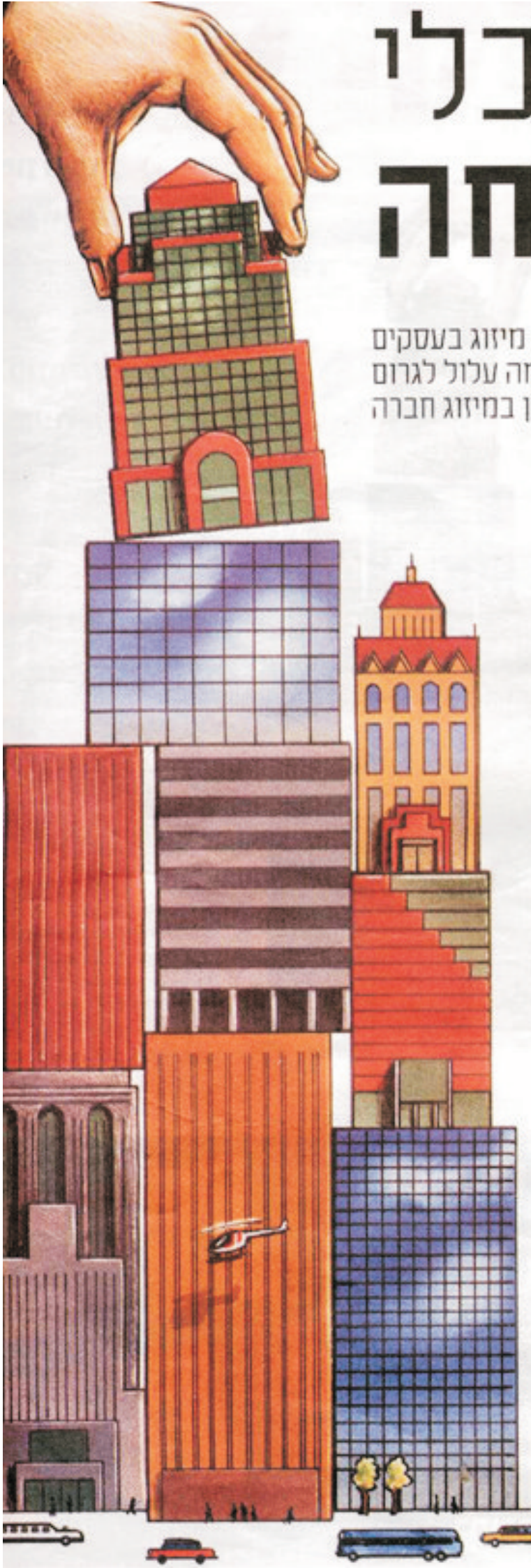
רוב העיסוק במיזוגים ורכישות נוגע לענקים. טבע שרכשה את אייוקס ב־7 מיליארד דולר בעסקה הגדולה ביותר בתולדות הכלכלה הישראלית, פריגו האמריקאית שרכשה את אניס הישראלית במזומן והחלפת מניות ונסחרת בתל אביב תחת השם פריגו. ועסקה בולטת אחרת שבה דיימלר (מרצדס) רכשה את קרייזלר ב־1998, עסקה שהוגדרה כמיזוג, אך למעשה הייתה השתלטות של החברה הגרמנית על האמריקאית, כאשר המותג האמריקאי - קרייזלר נשאר להתקיים, אך קביעת האסטרטגיה העסקית על כל מרכיביה עוברת לידי הגרמנים.

האם אפשרי מיזוג או רכישה בעסק קטן

מה לכל אלה ולעסקים קטנים? האם עסקים קטנים יכולים להתמזג? האם עסקים קטנים, המנוהלים על ידי אדם יחיד המזוהה עם העסק, מסוגלים להעביר לקוחות או נכסים אחרים שאינם נכסים פשוטים כגון נדל"ן וכלי רכב? התשובה חיובית ומתבצעת בכל יום. גם בישראל מתרחשים עסקאות מיזוג ורכישה, שמרביתם מתחת לרדאר של הממונה על ההגבלים העסקיים, מבחינת היקף עסקאות ונוכחות שוק. התנאי לעסקה הוא רווח של שני הצדדים.

מתי מתבצעות עסקאות רכישה או מיזוג בעסקים קטנים

1. אדם מבוגר שהקים עסק ורוצה לפרוש בהעדר דור המשך - העסקה בדרך כלל כוללת שמירת הלקוחות, תוך ליווי של המוכר, אם כיועץ ואם כמנהל במשרה חלקית עד להעברה מוצלחת של תיק הלקוחות והידע שנצבר.
2. רכישת עסק על ידי עסק אחר באותו תחום, כאשר העסק



הרוכש משאיר את האופרציה העסקית, מחליף הנהלה, מאחד מטות, חוסך במלאים וכו'. לרוב, מטרת רכישה כזו היא לקבל פלח שוק במקום בו לרוכש אין אחיזה. העסק הנרכש ממשיך לפעול במקומו, אולם תחת ניהול מרכזי, כשהוא מתמקד בעיקר בשיווק המקומי.

בקבוצה זו ניתן להכליל תת קבוצה בה עסק נכנס תחת כנפי מותג מוכר, לעיתים הופך להיות סניף של רשת גדולה, הפועלת באותו תחום. כך למשל חנות אופטיקה עצמאית עשויה להפוך להיות חנות ברשת מוכרת, עניין שעשוי לסייע לבעל החנות להתמודד עם קשיי מימון מלאי, פרסום וכיו"ב. במקרה כזה, הבעלים הקודם עשוי להמשיך כשותף חלקי בחנות כאשר השליטה עוברת לרשת.

3. רכישת תיקים במקצועות חופשיים: משרדי עורכי דין, סוכנויות ביטוח או מנהלי תיקי השקעות. במקרים אלה, העסקה כוללת בעיקר את תיקי הלקוחות ולא את הנכסים הפיזיים, כאשר שווי העסקה נקבע גם על פי מדדי השתמרות התיקים אצל הרוכש, עניין שלרוב מביא ליצירת הסכם מותנה, מחיר המותנה בנוסחת השתמרות.



מיכאל תבור. להזהר מכשלונות במיזוג

4. רכישת עסק בגלל מוצר מסוים. יותר מדי פעמים קורה שיש מקום עסק חדש המתבסס על מוצר יחיד או קבוצת מוצרים מצומצמת שאינה יכולה להחזיק מערכת שלמה, לא שיווקית ולא תפעולית. במקרים כאלה, בדרך כלל ישועתו של היזם תבוא מרשת שעוסקת בתחומים קרובים, ויודעת להעריך את איכות המוצרים הייחודיים, כמוצרים משלימים או מחליפים של חלק ממוצריה. במקרים כאלה, היזם יישאר, לפחות תקופה מסוימת, כיועץ או מלווה או יידרש בהסכם מיוחד ללוות את העסק הקיים. במקרים אחרים, הנטייה היא לשלב את היזם בתפקיד בארגון הכולל כמנהל פיתוח מוצרים או מנהל מותג או אף במקרים אחדים בתפקיד בכיר יותר, מותנה ביכולות של היזם ובצרכים של הרוכש.

בעיית הערכת השווי במכירה

מחיר העסקה היא הבעיה העיקרית, אם כי לא היחידה הקיימת במיזוג או רכישה. העיקרון הוא שהשווי צריך להיות כזה שיהיה כדאי לשני הצדדים: כלומר הצד המוכר צריך להרגיש שהמחיר שקיבל משקף יותר מאשר את תזרים המזומן הצפוי לו בעתיד מהחברה שבבעלותו.

הצד הרוכש רוצה לדעת, כי העלות תוחזר לו, לפחות באותה מהירות כמו בהשקעותיו האחרות, בין אם במישרין, על ידי הגדלת הכנסות כתוצאה מהמיזוג ובין אם על ידי חסכון בהוצאות או תועלות אחרות הנובעות מהעסקה. בהעדר מצב כזה בו שני הצדדים מרוויחים, קשה לקיים את העסקה.

הערכת השווי בעסקות קטנות אינה יכולה, אם כן, להיות הערכת שווי נייטרלית לגמרי משיקולי הצדדים. למשל, אם נעריך שווי של חברה העומדת למכירה באופן אובייקטיבי, השווי עשוי להיות אפס, מאחר והחברה מפסידה, הדבר הנכון ביותר הוא אולי לסגור אותה. במקרים אחדים במקרה של התחייבות אישית של בעלי החברה, אנו עשויים לקבל אפילו ערך שלילי.

אולם במקרה כזה ניסיונו של הרוכש להציג כך את הדברים, נדון לכישלון: יזם של עסק קטן, מביא בחשבון ואולי אף מקווה, כי העסק יניב לו תזרים מזומן באחת משתי דרכים: דרך אחת, שהיא לרוב המועדפת, היא דרך הצלחת העסק, קרי הרווחים הנובעים מהעסק, מתוך תקווה שיש מתאם בין הרווחים החשבונאיים ובין תזרים המזומן. הדרך השנייה היא רכישה שתחזיר לו את השקעותיו ותייצר לו רווח הון מסוים.

מאידך, במקרים רבים, בעל העסק, רואה בעסק יתרונות תזרימיים נוספים. למשל, עסק הנראה מאוזן, קרי, רווח אפס, עדיין עשוי להיות עסק בעל תזרים חיובי מבחינת בעל העסק: תזרים זה נובע משני מקורות:

מחיר העסקה היא הבעיה העיקרית, אם כי לא היחידה הקיימת במיזוג או רכישה. העיקרון הוא שהשווי צריך להיות כזה שיהיה כדאי לשני הצדדים: כלומר הצד המוכר צריך להרגיש שהמחיר שקיבל משקף יותר מאשר את תזרים המזומן הצפוי לו בעתיד מהחברה שבבעלותו

1. משכורת בעל העסק ובני משפחתו: כלומר, גם אם בעל העסק עובד בעסק תמורת המשכורת, וגם אם המשכורת אינה גבוהה, הרי הוא רואה בזה ערך כלכלי חיובי, שכן ייתכן והוא מעריך שמחוץ לעסק סיכוייו למצוא עבודה, אינן גבוהים. הדבר בוודאי נכון לגבי יזמים שגילם מעל חמישים.
2. חשבון הוצאות. מערכת המס מאפשרת לבעל עסק עצמאי לרשום הוצאות שונות כהוצאה מוכרת, כך שבעסק מאוזן, עדיין יש יתרונות לבעל העסק, מפני שבהעדר העסק, הרכישות הללו עשויות לעלות לו יותר, כאדם פרטי, בהתחשב במע"מ ובמס הכנסה.

נקודת מבטו של הרוכש

הרוכש אינו מתייחס להערכת שווי סתמית, אלא מבצע הערכת שווי מנקודת מבטו, שאותה לא יחשוף בפני המוכר. כך למשל, בחברה מפסידה, עלות מכר נמוכה יותר כתוצאה מיתרון הגודל של הרוכש, עשויה להעביר את החברה הנרכשת לרווחיות. מיזוג מערכים שונים כגון, הנה"ח, הובלה ומכירות ולעיתים לרוכש יש עודף כושר הובלה ושיווק, חסכון בשכ"ד, יתרונות ייצור וכיו"ב, עשויות לאפשר לרוכש הערכת שווי גבוהה הרבה יותר, ולמעשה הוא מחזיק את קלף הערך האמיתי של החברה הנרכשת צמוד לחזהו, מידע שמאפשר לתת הצעה טובה, מנקודת מבטו של הרוכש, אך עדיין רווחית מאוד לרוכש.

תעסוקה כתחליף לעסקה הנית

לעיתים, הבעיה העיקרית של המוכר היא פרנסתו העתידית. במיוחד בגילאים מתקדמים יותר, גם אם החברה היא חברה מקרטעת, הבעלים רואה בה את הסיכוי היחידי שלו לשרוד. הוא מעריך, כי למרות

הקשיים, ייתכן ויצליח להתגבר עליהם ולהתפרנס מהחברה. גם אם הסיכויים קטנים, הם עדיפים מבחינתו ממצב של העדר תעסוקה. לעניין זה מתחברים גם גורמים רגשיים ומעמדו האישי, אם ביחס לבני משפחתו ואם ביחס לסביבה בה הוא חי ופועל.

הפתרון עשוי להיות בהצעה המתייחסת לבעיה זו. הצעה בה המרכיב ההוני הוא נמוך יחסית, אולם בתמורה מקבל המוכר תפקיד ומעמד (מנכ"ל חברה"ב, מנהל יחידה, סמנכ"ל או כל תפקיד אחר בחברה הרוכשת) יחד עם הבטחת הכנסה למספר שנים, עשוי להוות פתרון אידיאלי. הדבר עשוי להתאים במיוחד במקרים בהם החברה הרוכשת מעוניינת בנוכחותו של בעלי הנרכשת על למנת לשמור על לקוחות או ליצור מראית עין של המשכיות, אך היא עשויה להתאים גם לעסקאות ללא בטחונית מהמוכר. כלומר, עסקת רכישה הופכת להיות עסקה שבה המוכר נפרס דרך משכורת המוכר, ואם המוכר גם מצליח להשתלב בהצלחה בעסק הרוכש, הרי הרווח הוא של שני הצדדים.

כישלונות

ניתן לזהות מספר סוגי כישלונות בעסקאות מיזוגים ורכישות:

1. עסקאות שלא בוטאו בצורה מדויקת, הן חוזית והן כלכלית. עסקאות כאלה עלולות להתפרק תוך גרימת נזק לכל הצדדים, בשל אי ביטוי מדויק של ציפיות הצדדים בחוזה מקצועי.
2. הפירוק בעסקאות אלה הוא בעיקר בשל היותן עסקאות מתמשכות הכוללות אבני דרך, שאין הסכמה לגביהן, מבחינה כמותית או איכותית, אין הסכמה לגבי הגורם המוסמך לקבוע אותם ואין מנופי אכיפה בין הצדדים, בפרט אם אחד הצדדים אינו מקבל על עצמו את "כללי המשחק".
3. מחיר גבוה מדי: כישלון של המוכר שלא ביצע הערכת שווי מקצועית והערכת ההזדמנות העסקית ושילם מחיר גבוה מדי.
4. הסתמכות על חוסנו של הרוכש שמבטיח למוכר, תעסוקה, הכנסות מתקבולים עתידיים ושאר הבטחות, המתגלות כחסרות כיסוי. יש מקרים שבהם המוכר מגלה לאחר עסקה שנחתמה ברוב הדר, כי לרוכש אין כיסוי וכי הוא בעצם מיהר לרוקן את הנכס הנרכש מתוכנו. הפיתרון למקרים אלה הם בדיקות ומידע הדדי בין שני העסקים וקבלת ערבויות בטרם יבוצעו ההליכים בלתי הפיכים.
5. עסקאות המתבססות על גורמים פרסונליים המתבררים שאינם מסוגלים לעבוד ביחד. עסקאות מיזוג רבות בעסקים קטנים מתבססים על ציפיות לעבודה משותפת או חלוקת עבודה, המתבררות כבעייתיות, נוכח פערי אישיות בין שני הצדדים והבדלים תרבותיים, הבדלים הבאים לידי ביטוי בכל אספקט של התרבות העסקית: אם בתכנון, אם בעמידה בהתחייבויות ואם בניהול כוח אדם ואם בקשרי לקוחות.
6. לסיכום, לא ניתן אלא לומר כי הפוטנציאל העסקי הגלום במיזוגים ורכישות הינו גדול ומהווה מנוע חשוב להתפתחות עסקית, אולם סוף מעשה במחשבה רבה תחילה והזהירות, הן בבחירת שותפים עסקיים והם בקביעת תנאי ההתקשרות, הינה קריטית להצלחה.

הכותב הוא מנכ"ל קבוצת תבור העוסקת בייצוא כלכלי ובסיוע לעסקאות מיזוגים ורכישות ובייצוא הערכות שווי.