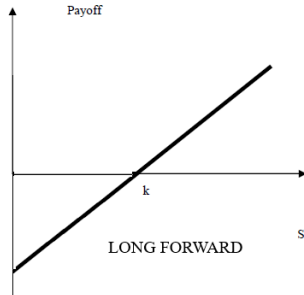




עו"ד לגירושין: חוזה אקדמה (FORWARD) – שלום שלום!

בכתבה זו עו"ד ענבר דרור מסבירה מהו חוזה עתידי בכלל וחוזה אקדמה בפרט ומציגה מקרה מתיק גירושין שבו משרדה ייצג.

מחזיק חוזה FORWARD



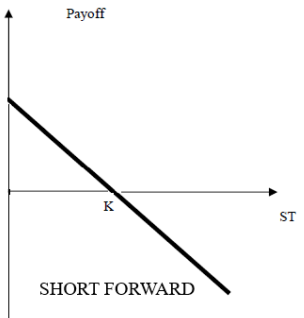
חוזה אקדמה (FORWARD) מנקודת מבטו של כותב החוזה

חוזה עתידי Forward נותן בידי כותב החוזה (הנקרא גם בעל החוזה) את החובה למכור למחזיק החוזה כמות מסוימת של נכס הבסיס במועד הפקיעה במחיר עתידי (K) כאשר מחיר השוק של נכס הבסיס במועד הפקיעה הוא S_T .

מנייתו שלי של מכלול מצבי הטבע האפשריים לחוזה זה עולה ש-:

1. אם $S_T < K$ אז תזרים המזומנים (Payoff) לכותב החוזה הוא חיובי בגובה ההפרש $(S_T - K)$. למען הסר ספק – החוזה ימומש.
2. אם $S_T = K$ אז תזרים המזומנים (Payoff) לכותב החוזה הוא אפס [בגובה ההפרש $(S_T - K)$]. למען הסר ספק – החוזה ימומש.
3. אם $S_T > K$ אז תזרים המזומנים (Payoff) לכותב החוזה הוא שלילי בגובה ההפרש $(K - S_T)$. למען הסר ספק – החוזה ימומש.

כותב חוזה FORWARD



יחידת מניה מוגבלת (RSU)

יחידת מניה מוגבלת (RSU - Restricted Stock Unit) היא סוג של תגמול הוני (קרי, מבוסס מניות) שחברות מנפקות לעובדיהן. חוזה RSU למניות רגילות של המעסיק להעניק לעובד מניה של החברה (או שווה ערך שלה במוזמן) בתאריך עתידי מסוים, בכפוף לכך שהעובד יעמוד בתנאים מסוימים. תנאים אלו הינם "הגבלות" המוטלות על התגמול ההוני, כאשר תהליך העמידה בתנאים או מכוונה "הבשלה" (Vesting), מלשון הבשלה) ולא "בישול". למעשה חוזה RSU שקול אפקטיבי מכל הבחינות המימונית המהותיות לחוזה אקדמה (FORWARD) על מניית החברה עם מחיר עתידי של אפס.

דוגמה לחוזים עתידיים בתיק גירושין

לפני כחצי שנה משרדי טיפל בתיק שבמסגרתו למתגרשת העובדת בחברת הייטק הוענקו על ידי אותה חברה 1,290 חוזי RSU למניות רגילות של החברה, כאשר שווי מניה רגילה של החברה נכון למועד ההענק, בהתאם למצג החברה המסתמכת בין היתר על חוות דעת של מעריכי שווי חיצוניים, נאמד ב- 15 דולר למניה.

בראייה כלכלית מימונית, ניתן לראות ביחידות RSU כהתחייבויות חוזיות המשקפות הלכה למעשה חוזי אקדמה (FORWARD) על מניות החברה.

במאמר זה אנסה לעשות סדר לחבירי עורכי ועורכות הדין למשפחה שכל היום מדברים על אופציות, אך ניכר שהם לא מבינים עד הסוף את התחום ואת מונחי היסוד. במאמר זה אעסוק רק בחוזה אקדמה (FORWARD) מאחר והוא הסוג השכיח ביותר בגירושין (ולא בחוזה עתידי (FUTURE).

מהו חוזה עתידי?

חוזה עתידי הוא חלק ממשפחת הנגזרים (ממש כמו אופציה). נכס נגזר הינו מכשיר פיננסי, שערכו תלוי בערכו של נכס בסיס (Underlying Asset) אחר. למשל, חוזה עתידי על מניה – שוויו נגזר משווי המניה של חוזה הוא נכתב (כשהמניה היא נכס הבסיס במקרה דנן שלפנינו). דוגמה נוספת, חוזה עתידי על שיערי שקל-דולר - ערכו נגזר מערכו של שיערי שקל-דולר. משעה שהבנו את הרעיון של משפחת הנגזרים, נעבור להגדרה מהו חוזה עתידי. חוזה עתידי מוגדר כ-: **התחייבות לקנות או למכור בעתיד:**

- כמות מסוימת של נכס כלשהו שנקבע מראש הנקרא "נכס הבסיס" (Underlying Asset);
- מחיר עתידי שנקבע מראש הנקרא "המחיר העתידי" (Future Price);
- במועד עתידי שנקבע מראש הנקרא "מועד הפקיעה" (Expiration Date).

במילים אחרות מדובר בהסכם בין שני הצדדים למסירה עתידית של סחורה/נכס, כאשר להבדיל מאופציה בחוזה העתידי ישנה התחייבות הן של הקונה והן של המוכר לבצע החוזה. כאמור, בהסכם נקבע מראש הנכס, המועד והמחיר העתידי, כאשר במועד הקמת ההסכם אין תשלום.

מונחים

נכס הבסיס – נכס שעל רכישתו/מכירתו העתידית סוכם בין הצדדים לעסקה בחוזה העתידי. למשל, באופציה על מניות של 35 – נכס הבסיס הוא מניית "א", בעוד שבאופציות שקל-דולר נכס הבסיס הוא שיערי שקל-דולר.

מחיר עתידי – מחיר שנקבע בין הצדדים בחוזה עתידי, הנגזר ממחיר נכס הבסיס ופרמטרים נוספים, כגון התקופה לפקיעה של החוזה העתידי.

מועד הפקיעה – היום האחרון לחיי החוזה העתידי.

חוזה אקדמה (FORWARD) – הסכם בין שני צדדים, לפיו מתחייב המוכר לחוזה לספק לקונה נכס הבסיס במועד הפקיעה, במחיר שנקבע ביניהם בעת ביצוע העסקה (מחיר עתידי).

שוק החוזים העתידיים הוא שוק סגור שבו כמות הקונים שווה לכמות המוכרים (הכותבים). לכל חוזה עתידי יש מוכר (יוצר או "כותב" החוזה) ויש קונה (בעל או "מחזיק" החוזה) ושניהם ביחד יוצרים "חוזה". בעת יצירת ה"חוזה" מחזיק החוזה לא משלם לכותב החוזה מאום.

חוזה אקדמה (FORWARD) מנקודת מבטו של מחזיק החוזה

חוזה אקדמה (FORWARD) נותן בידי מחזיק החוזה (הנקרא גם בעל החוזה) את החובה לרכוש כמות החוזה מסוימת של נכס הבסיס במועד הפקיעה במחיר עתידי (K) כאשר מחיר השוק של נכס הבסיס במועד הפקיעה הוא S_T .

מנייתו שלי של מכלול מצבי הטבע האפשריים לחוזה זה עולה ש-:

1. אם $S_T < K$ אז תזרים המזומנים (Payoff) למחזיק החוזה הוא שלילי בגובה ההפרש $(K - S_T)$. למען הסר ספק – החוזה ימומש.
2. אם $S_T = K$ אז תזרים המזומנים (Payoff) למחזיק החוזה הוא אפס [בגובה ההפרש $(S_T - K)$]. למען הסר ספק – החוזה ימומש.
3. אם $S_T > K$ אז תזרים המזומנים (Payoff) למחזיק החוזה הוא חיובי בגובה ההפרש $(S_T - K)$. למען הסר ספק – החוזה ימומש.

למה? כי חוזה RSU הוא מצד אחד התחייבות של העובד לרכוש מהמעסיק מניה רגילה של החברה במחיר עתידי אפס בתום תקופת זכאות מוגדרת מראש ומצד שני התחייבות של המעסיק למכור לעובד מניה רגילה של החברה במחיר עתידי אפס בתום תקופת זכאות מוגדרת מראש. כעת אנתח שני תסריטים אפשריים לשווי של כל אחד מ- 1,290 החוזים העתידיים שהוענקו למתגרשת **נכון למועד הקרע, ברזולוציית החוזה העתידי הבודד תחת ההנחה שבמועד הקרע כל החוזים העתידיים כבר הבשילו (Vested).**

הערה אינפורמטיבית: מאחר והמחיר העתידי של ה-RSU הוא אפס, אז ישנם רק שני תסריטים אפשריים לשווי החוזה העתידי, אבל ברור שאם המחיר העתידי היה שונה מאפס, אזי היו שלושה תסריטים אפשריים לשווי החוזה העתידי.

עוד נציין כי החברה שהעניקה את החוזים העתידיים למתגרשת היא חברה פרטית (כזו שמנייתה לא נסחרת בבורסה ועל כן אין למנייתה ציטוט בשוק פעיל). **משכך הם פני הדברים, הרי שלצורך הערכת שווי החוזה העתידי למועד הקרע, נדרשת תחילה הערכת שווי למניית החברה למועד הקרע.**

תסריט א'- נניח כי במועד הקרע החברה מצליחה בפעילותה וכפועל יוצא מכך שווי מניית החברה (שעליה נכתב כל אחד מהחוזים העתידיים) נאמד בהתאם להערכת שווי חיצונית אשר בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני לחברה ב- 32 דולר למניה. במקרה שכזה מחזיקת החוזה העתידי (המתגרשת במקרה דנן שלפנינו) תעמוד בהתחייבותה החוזית ותרכוש מהחברה דרך החוזה העתידי את מניית החברה (ששווייה נאמד ב- 32 דולר למניה) תמורת המחיר העתידי שלה הנקוב בחוזה (אפס דולר למניה). כתוצאה מפעולה זו, מחזיקת החוזה העתידי תרוויח 32 דולר = $(32 - 0)$. כמובן שמנגד גם כותבת החוזה העתידי (החברה במקרה דנן שלפנינו) תעמוד בהתחייבותה החוזית ותמכור למתגרשת דרך החוזה העתידי את מניית החברה (ששווייה נאמד ב- 32 דולר למניה) תמורת המחיר העתידי שלה הנקוב בחוזה (אפס דולר למניה). כתוצאה מפעולה זו, כותבת החוזה העתידי תפסיד 32 דולר = $(0 - 32)$. **(שימו לב למינוס לפני הסוגריים).**

תסריט ב'- נניח כי במועד הקרע החברה נכשלת בפעילותה וכפועל יוצא מכך שווי מניית החברה (שעליה נכתב כל אחד מהחוזים העתידיים) נאמד בהתאם להערכת שווי חיצונית אשר בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני לחברה ב- 0 דולר למניה. במקרה שכזה מחזיקת החוזה העתידי (המתגרשת במקרה דנן שלפנינו) תעמוד בהתחייבותה החוזית ותרכוש מהחברה דרך החוזה העתידי את מניית החברה (ששווייה נאמד באפס דולר למניה) תמורת המחיר העתידי שלה הנקוב בחוזה (אפס דולר למניה). כתוצאה מפעולה זו, מחזיקת החוזה העתידי תרוויח 0 דולר = $(0 - 0)$. כמובן שמנגד גם כותבת החוזה העתידי (החברה במקרה דנן שלפנינו) תעמוד בהתחייבותה החוזית ותמכור למתגרשת דרך החוזה העתידי את מניית החברה (ששווייה נאמד ב- באפס דולר למניה) תמורת המחיר העתידי שלה הנקוב בחוזה (אפס דולר למניה). כתוצאה מפעולה זו, כותבת החוזה העתידי גם היא תרוויח 0 דולר = $(0 - 0)$. **(שימו לב למינוס לפני הסוגריים).**

לסיכום, חוזה RSU הינו התחייבות להענקת מניה בתום תקופת זכאות מוגדרת מראש, ולפיכך הוא דומה לחוזה אקדמה (FORWARD) על מניה חסומה. חשוב לזכור שבמועד ההענק לעובד יש התחייבות לרכישת מניה באפס אבל אין לו בעלות משפטית על המניה (לכן בתקופת צבירת הזכאות מחזיק חוזה ה-RSU אינו זכאי לעיבדנדים או לזכויות הצבעה). בנוסף, במידה ואין עמידה בתקופת הזכאות, ההתחייבויות פוקעות.

לפרטים נוספים ולקבלת ייעוץ, ליווי וייצוג בהליכי גירושין המערבים חוזים עתידיים או חוזי RSU, הנכם מוזמנים לפנות אל משרדי בטל 058-4882882.