מהו הקשר בין הבשלת מנות אופציות לעובדים לבין רכיב ההמרה הגלום באג"ח להמרה? ואיך כל זה קשור למיהו יהודי על פי ההלכה?

האקטואר רועי פולניצר במאמר זה מנפץ מיתוסים מתחום האופציות ומסביר שאין דבר כזה בכלל תקופת הבשלה באופציות לעובדים ולכן היא לא מתחילה במועד ההענקה כפי שמקובל לחשוב ופעם שניה שאופציות לעובדים אינן מבשילות על פי חלקי שנה אלא פעם אחת במועד ההבשלה.

השבוע נתבקשתי על ידי עורך דין למשפחה לחוות את דעתי המקצועית לענייני כתבי אופציה (להלן: "**האופציות**") שהוענקו למתגרש (להלן: "**הבעל**") במסגרת תוכנית להענקת אופציות למניות (להלן: "**התוכנית**") לפני מועד הקרע ובפרט לשאלות: 1) האם תקופת ההבשלה של כל מנת אופציות לעובדים מתחילה במועד ההענקה? ו- 2) האם אופציות לעובדים מבשילות על פני חלקי שנה?

הרקע

ב- 30 באוגוסט 2018 (להלן: "**מועד ההענקה**") העניקה לבעל, החברה שבה הוא עובד (להלן: "**החברה**"), 6,000 כתבי אופציות ללא תמורה. כל אחת מהאופציות שהוענקו לבעל נכתבה על (קרי, ניתנת למימוש ל-) מניה רגילה אחת רשומה על שם בת 1.00 ₪ ערך נקוב של החברה (להלן: "**נכס הבסיס**"). שווי נכס הבסיס נאמד בהתאם להערכת שווי חיצונית אשר בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני, לפיה שווי נכס הבסיס במועד הקרע נאמד בכ- 10.07 ₪ למניה.

האופציות שהוענקו לבעל אמורות להבשיל בארבע מנות שוות (בנות 1,500 אופציות כל אחת), כאשר מועד ההבשלה של כל מנת אופציות הינו כדלקמן: יום ה- 1 ביוני 2019 בגין האופציות במנה הראשונה, יום ה- 1 ביוני 2020 בגין האופציות במנה השנייה, יום ה- 1 ביוני 2021 בגין האופציות במנה השלישית ו- יום ה- 1 ביוני 2022 בגין האופציות במנה הרביעית. מועד הפקיעה של כל מנות האופציות הוא יום ה- 1 ביוני 2023 (להלן: "**מועד הפקיעה**"). כך הפסקת החיים המשותפים של בני הזוג נקבע בדיעבד על ידי בית המשפט לענייני משפחה ליום 30 בספטמבר 2018 (להלן: "**מועד הקרע**"), חודש לאחר מועד ההענקה, כמוגדר לעיל.

המומחה מטעם בית המשפט לענייני משפחה (להלן: "**המומחה**") קבע כי למרות שמועד ההבשלה, של כל אחת מארבע המנות שהוענקו לבעל, חל לאחר מועד הקרע, עדיין לדעתו האישה זכאית לכמות אופציות מסוימת מכל אחת מארבע המנות, בהתאם ובכפוף לכלל הזמן (Time Rule). לאמור- על פי היחס שבין התקופה שממועד ההענקה ועד למועד הקרע לבין התקופה שממועד ההענקה ועד למועד ההבשלה של כל מנה.

בחוות דעתו קבע המומחה כי מאחר שבמועד הקרע המנה הראשונה הבשילה חלקית, רק חודש אחד מתוך "תקופת הבשלה" בת 9 חודשים, הרי שרק 11.27% (170 אופציות) מכלל האופציות במנה זו (1,500 אופציות) הן ברות איזון, ועל כן על פי כלל הזמן האישה זכאית לכמות של 85 מכלל האופציות במנה זו, המהוות רק 5.64% מהמנה הראשונה.

באותו אופן קבע המומחה כי מאחר שבמועד הקרע המנה הרביעית הבשילה חלקית, רק חודש אחד מתוך "תקופת הבשלה" בת 45 חודשים, הרי שרק 2.26% (34 אופציות) מכלל האופציות במנה זו (1,500 אופציות) הן ברות איזון, ועל כן על פי כלל הזמן האישה זכאית לכמות של 17 מכלל האופציות במנה זו, המהוות רק 1.13% מהמנה הרביעית.

רכיב ההמרה הגלום באגרת חוב להמרה

כמעריך שווי מכשירים פיננסיים מורכבים ונגזרים משובצים ביצעתי מאות הערכות שווי לרכיבי ההמרה הגלומים באיגרות חוב להמרה של חברות לצרכי דיווח חשבונאי-כספי. נסביר כי על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS 39 ("מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה") חברה שהנפיקה אגרת חוב להמרה צמודה למדד או לשע"ח, נדרשת להפריד את רכיב ההמרה (בהיותו "נגזר משובץ") מהאיגרת (בהיותה "חוזה מארח") עצמה ולשערך את שוויו ההוגן של רכיב ההמרה, הן בעת הנפקת האיגרת והן בכל תאריך חתך (סוף רבעון) החל ממועד הנפקתה ועד למועד פדיונה.

קיימת נטייה פופולארית ושגויה בקרב פְּסָאוּדוֹ-מעריכי שווי של מכשירים פיננסיים מורכבים ונגזרים משובצים להעריך את שוויו של רכיב ההמרה הגלום באיגרת חוב להמרה כסכום של אופציות סינתטיות (על פי מספר התשלומים שבהם נפדית האיגרת), כאשר מחיר המימוש של כל אופציה סינתטית זהה לסכום הערך הנקוב של איגרות החוב להמרה מאותה סדרה שצפוי להיפדות בכל תשלום.

כעת נציג דוגמא לאופן השגוי שבו פְּסָאוּדוֹ-מעריכי שווי של מכשירים פיננסיים מורכבים ונגזרים משובצים מבצעים את הערכת השווי של רכיב ההמרה הגלום באג"ח. נניח כי יתרת איגרות החוב להמרה של חברה כלשהי מסדרה מסוימת בתאריך חתך מסוים הינה 6,000 ₪ ערך נקוב. עוד נניח כי איגרות החוב להמרה מאותו סדרה ניתנת לפירעון ב- 4 תשלומים שווים של 1,500 ₪ ערך נקוב בשנים 2019-2022. למעשה, אותם פְּסָאוּדוֹ-מעריכי שווי של מכשירים פיננסיים מורכבים ונגזרים משובצים מניחים שמדובר ב- 4 סדרות שונות של איגרות חוב להמרה של החברה הזהות אמנם בתנאים (כגון: ריבית נקובה, יחס המרה ונכס בסיס) אך בעלות משך חיים ממוצע (Duration, מח"מ) שונה.

במילים אחרות, אותם פְּסָאוּדוֹ-מעריכי שווי של מכשירים פיננסיים מורכבים ונגזרים משובצים מניחים כי משקיע המחזיק באיגרת החוב להמרה שבדוגמא מחזיק למעשה ב- 4 סדרות שונות של איגרות חוב להמרה של החברה שלכל אחת מהן אפשרות המרה למניות החברה בהתאם לאורך חייה (הנגזר ממועד פדיון הקרן שלה). יוצא אפוא, שעל מנת להעריך את שוויו של רכיב ההמרה כל שנדרש הוא תחילה לבצע הערכת שווי לאופציית ההמרה של כל אחת מ- 4 איגרות החוב להמרה בנפרד ולאחר מכן לסכום את שוויין של 4 האופציות שחושבו. כאמור, הנטייה היא להעריך את שווי רכיב ההמרה כסך הצברן של 4 אופציות כאשר משך חייה של כל אופציה תואם את מועד פירעון הקרן שלה. למעשה, גישה זו אינה נכונה ואיננה תואמת את המאפיינים הכלכליים והמשפטיים של איגרת החוב להמרה.

כעת, נניח שהנקנו 4 ₪ ערך נקוב איגרות חוב להמרה אשר יפדו ב- 4 תשלומים. למעשה כל 1 ₪ ערך נקוב איגרת חוב להמרה מהווה יחידה אחת העומדת בפני עצמה (stand-alone) אשר תיפדה ב- 4 תשלומים שווים. שימו לב לעובדה בכל מועד תשלום קרן, אנחנו לא מחזירים קרן שעומדת בפני עצמה אלא משלמים רק תשלום אחד בגין היחידה. כך לדוגמא, אם משקיע המחזיק באיגרת החוב להמרה מעוניין להמיר 1 ₪ ערך נקוב איגרות חוב להמרה למניה רגילה של החברה, הרי שהוא איננו יכול להמיר 1 ₪ ערך נקוב שייפדו בתשלום הקרוב אלא למעשה הוא ממיר 4 תשלומים בני 0.25 ₪ כל אחד.

לפיכך, מבחינה מימונית גרידא, אין היגיון כלכלי להתייחסות לרכיב ההמרה כאל 4 אופציות בעלות מועדי פקיעה שונים. מדוע? היות שמחזיק איגרת החוב להמרה איננו יכול באמת להמיר את תשלום הקרן הראשון מבלי להמיר גם את תשלום הקרן השני, השלישי והרביעי. לפיכך, מדובר למעשה באופציות אשר מועד הפקיעה שלהן תלוי אחד בשני ולכן החנחה שכל אופציה שכזו עומדת בפני עצמה איננה נכונה. לפיכך, הדרך הנכונה היא להעריך את שוויו של רכיב ההמרה כמרכיב אופציה אחד ולא כסך הצברן של 4 אופציות העומדות בפני עצמן.

הבשלת אופציות לעובדים

מהסיפור על רכיב ההמרה הגלום באיגרת חוב להמרה אני רוצה להקיש על הבשלת אופציות לעובדים. כמעריך שווי מכשירי הון מורכבים ואופציות ביצעתי מאות הערכות שווי להקצאות כתבי אופציות בלתי סחירים לעובדים, נושאי משרה, דירקטורים ויועצים לצרכי דיווח חשבונאי-כספי. נסביר כי על פי תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 2 ("תגמול מבוסס מניות") חברה שהקצתה כתבי אופציות לא סחירים לעובדים, נושאי משרה, דירקטורים ויועצים, נדרשת להעריך את שוויים ההוגן של כתבי האופציות הללו פעם אחת בלבד במועד ההענקה. מאחר וכתבי האופציות מוענקים לעובדים כנגד שירותים עתידיים שהחברה תקבל מהם, הרי שעל פי התקן על החברה למדוד באופן מהימן את השווי ההוגן של השירותים העתידיים שתקבל מידי מקבלי כתבי האופציות. ברם, היות שלא קיימת אפשרות מעשית מדוד באופן מהימן את השווי ההוגן של השירותים העתידיים שיתקבלו מידי מקבלי כתבי האופציות, התקן מציע למדוד את שווי השירותים העתידיים על בסיס שווים ההוגן של המכשירים ההוניים המוענקים, במועד ההענקה.

קיימת נטייה פופולארית ושגויה בקרב עָאלֶק-מעריכי שווי של מכשירי הון מורכבים ואופציות להגדיר את תקופות ההבשלה של מנות אופציות לעובדים בהקצאה נתונה כעל תקופות אשר מתחילות במועד ההענקה ומסתיימות במועד ההבשלה של כל מנה. כעת נציג דוגמא לאופן השגוי שבו עָאלֶק-מעריכי שווי של מכשירי הון מורכבים ואופציות מגדירים את תקופות ההבשלה של מנות אופציות לעובדים שונות בהקצאה נתונה. במקרה שלנו הוענקו 6,000 אופציות לעובדים ב- 4 מנות שוות, כאשר המנה הראשונה מבשילה 9 חודשים ממועד ההענקה ו- 3 המנות האחרות מבשילות במרווחים של 12 חודשים לאחר הבשלת מנת האופציות הראשונה. למעשה, אותם עָאלֶק-מעריכי שווי מניחים שתקופת ההבשלה של המנה הראשונה היא 9 חודשים (ממועד ההענקה ועד ליום 1 ביוני 2019), שתקופת ההבשלה של המנה השנייה היא 21 חודשים (ממועד ההענקה ועד 2020), שתקופת ההבשלה של המנה השלישית היא 33 חודשים (ממועד ההענקה ועד ליום 1 ביוני 2021) ושתקופת ההבשלה של המנה הרביעית היא 45 חודשים (ממועד ההענקה ועד ליום 1 ביוני 2022).

הבעיה היא שמקריאה וניתוח של הסכמי תוכניות להענקת אופציות למניות לעובדים ולמנהלים כמו גם ממעבר על הספרות המקצועית במיוחד בנושא המכונה בספרות כ- ESO, כלומר- Employee Stock Options עולה שמנות אופציות בהקצאה שקולות אפקטיבית מכל הבחינות המהותיות לתשלומים עתידיים בגין שירותים עתידיים שמקבל האופציות אמור לתת לחברה המעניקה. אם המנות הן במרווחים הן במרווחים שנתיים, כמו במקרה שלנו, הרי שמנות האופציות שקולות אפקטיבית למשכורות עתידיות שנתיות (קרי, חלף שכר עתידי).

לשם המחשה, ניקח עובד בחברה מסוימת שעל פי הסכם ההעסקה שנחתם איתו ב- 1 באוגוסט 2018 לתקופה של 4 שנים (48 חודשים) משכורתו החודשית המלאה בגין חודש עבודה מלא תעמוד על 10,000 ₪ לחודש. הרי ברור לכל, כי אם אותו עובד יעבוד רק שבועיים בלבד בחודש אוגוסט 2018 ואז יתפטר מרצון או לחילופין יפוטר, הוא לא יהיה זכאי לחלק היחסי שצבר בשבועיים שעבד בחודש אוגוסט 2018 בכל אחת מ- 47 המשכורות העתידיות שלו (מספטמבר 2018 ועד ואילך), כי אם רק את החלק היחסי שצבר במשכורת אוגוסט 2018 בלבד. מדוע? כי הוא לא סיפק לחברה שירותים כנגד אותן 47 משכורות ולכן הוא לא זכאי לרסיסים מהן. זה שהוא עבד שבועיים באוגוסט 2018 לא מקנה לו לא שבריר מהמשכורת בגין חודש אוגוסט 2019 ואפילו לא רסיס מהמשכורת בגין חודש אוגוסט 2020. הוא הדין לגבי הבשלתן של מנות אופציות במרווחים חודשיים או שנתיים,

הואיל והן מייצגות משכורות עתידיות לתקופות הנגזרות מאותן מרווחים.

וממש כפי שבדוגמא של הסכם ההעסקה שלנו, התנאי המקדים עבור קבלת משכורת מלאה בגין חודש נובמבר 2018 הוא קודם כל סיום 3 חודשי עבודה מלאים (אוגוסט, ספטמבר ואוקטובר 2018) וקבלת משכורת מלאה בגין החודשים הללו. כמובן שרק לאחר שתנאי מקדים זה התמלא במלואו וגם תנאי נוסף לפיו העובד עבד את כל ימי העבודה בחודש נובמבר 2018 התמלא במלואו – רק אז העובד יהיה זכאי לקבל משכורת מלאה בגין חודש נובמבר 2018. על פי אותו משקל, גם התנאי המקדים במקרה שלנו עבור הבשלת המנה הרביעית הוא קודם כל הבשלת המנה הראשונה (קרי, שהבעל עבד בחברה ברציפות מיום ה- 30 בספטמבר 2018 ועד ליום ה- 1 ביוני 2019), המנה השנייה (קרי, שהבעל גם עבד בחברה ברציפות מיום ה- 1 ביוני 2019 ועד ליום ה- 1 ביוני 2020), והמנה השלישית (קרי, שהבעל גם עבד בחברה ברציפות מיום ה- 1 ביוני 2020 ועד ליום ה- 1 ביוני 2021). כמובן שרק לאחר שתנאי מקדים זה התמלא במלואו וגם תנאי נוסף לפיו העובד עבד את כל ימי העבודה מיום ה- 1 ביוני 2018 ועד ליום ה- 1 ביוני 2022 - רק אז מנת האופציות הרביעית תבשיל. המצמד שתיארתי עד כה עולה כי כאשר עסקינן במנות אופציות לעובדים שטרם הבשילו, הבשלתה של כל מנה תלויה בהבשלתן של כל המנות שקדמו לה. לכן ההנחה שהמומחה שתקופת ההבשלה של כל מנת אופציות מתחילה במועד ההענקה איננה נכונה, מאחר ולפי מה שתואר עד כה, ניתן להסיק שתקופת ההבשלה של כל מנה מתחילה דווקא במועד שבו סיימו להבשיל כל מנות האופציות שקדמו לאותה מנה.

האומנם? לא בדיוק. ההבשלה של מנת אופציות איננה מתרחשת על פני תקופה באופן הדרגתי (ליניארי) אלא פעם אחת בלבד: במועד ההבשלה. לאמור- הבשלתה של כל מנה איננה ליניארית (כגון: שמיינית ההבשלה, רבע הבשלה או חצי הבשלה. לאמור- אין חצי הירין, או שאת בהירין או שאת לא) אלא ביניארית (הבשילה או לא הבשילה, שוב אין דבר כזה חצי קפה וחצי תה). לכן, גם לא נכון יהיה שתקופת ההבשלה של כל מנת אופציות מתחילה במועד שבו סיימו להבשיל כל תקופת הבשלה של כל מנת אופציות.

בספרות המקצועית מתארים זאת כ- "התקופה שטרם מועד ההבשלה" (Pre-vesting date period) ואת תקופת מימוש האופציה כ"התקופה שלאחר מועד ההבשלה" (Post-vesting date period). מכאן, אנו למדים שאופציות לא מבשילות באופן רציף מדי יום ביומו על פני תקופת הבשלה (קרי, על פני חלקי שנה) אלא מבשילות באופן בדיד ביום אחד בלבד, הוא מועד ההבשלה. כך למשל, אם העובד מתפטר יום לפני מועד ההבשלה, מנת האופציות שאמורה להבשיל למחרת ושטרם הבשילה מחולטת (forfeited, מבוטלת) ואיתה יתר מחולטות המנות שטרם הבשילו. לפיכך, אין דבר כזה תקופת ההבשלה עבור מנת אופציות, אבל אם כן נגסה להגדיר תקופת הבשלה, אז תקופת ההבשלה עבור מנת האופציות הראשונה במקרה שלנו היא בתום יום ה- 31 במאי 2019, תקופת ההבשלה של מנת האופציות השנייה היא בתום יום ה- 1 ביוני 2020, תקופת ההבשלה של מנת האופציות השלישית היא בתום יום ה- 31 במאי 2021 ותקופת ההבשלה של מנת האופציות הרביעית היא בתום יום ה- 31 במאי 2022.

דוגמא נוספת, היא מה שנקרא "מצוק הבשלה" (Cliff vesting). מצוק הבשלה הוא תנאי בהסכם ההענקת האופציות, לפיו במידה והעובד יעזוב את החברה לפני שהשלים תקופה המכונה "מצוק ההבשלה", אזי גם מנות האופציות שלו שכבר הבשילו יחולטו ולא רק מנות האופציות שטרם הבשילו. לפני כעשור הערכתי את שוויים הכלכלי של כתבי אופציות שהוענקו לעובד מסוים בחברה מסוימת. הבשלתן של מנות האופציות שהוענקו לאותו עובד כללו שני תנאי הבשלה. התנאי הראשון היה שהאופציות הוענקו לאותו עובד ב- 48 מנות על פני תקופה של 48 חודשים, כלומר, מדי חודש בחודשו (על פני 48 חודשים) מנת אופציות אחת מבשילה. תנאי ההבשלה השני היה מצוק הבשלה של חצי שנה לפיו אם העובד עוזב את החברה בחצי השנה הראשונה לאחר מועד ההענקה, הרי שכל מנות האופציות שלו שכבר הבשילו יחולטו. כלומר, אם העובד עוזב את החברה בחצי השנה הראשונה הוא מפסיד את כל 48 מנות האופציות, אבל אם הוא עוזב את החברה לאחר חצי שנה, אז מנות האופציות שלו שכבר הבשילו לא יחולטו.

לפיכך, מבחינה מימונית גרידא, איני רואה לפיכך סיבה לתת לאישה חלק במנות האופציות של הבעל, כאשר אף לא אחת מהן הבשילה במועד הקרע. על כן, אני לא רואה היגיון כלכלי בחלוקת אופציות שטרם הבשילו במועד הקרע בין בני זוג, כאשר תקופת ההבשלה של כל מנת אופציות בהקצאה איננה מתחילה במועד ההענקה אלא בתום מועד ההבשלה וכי כל מנת אופציות בהקצאה איננה מבשילה על פני חלקי שנה כי אם בפעם אחת בתום מועד ההבשלה?.

חצי שנה לפני כתיבת מאמר זה, ניסיתי להסביר לדיין בבית דין רבני מדוע השימוש בכלל הזמן (Time Rule) לצורך חלוקת מנות אופציות שטרם הבשילו במועד הקרע בין בני זוג איננו נכון. "יש לי חבר", כך אמרתי לו, "שיש לו רבע סבתא גויה ואני טוען שהוא יהודי". "איך הוא יהודי?", צחק הדיין, "מדובר בגוי גמור". "הוא לא גוי מלא. הרי רק מדובר ברבע סבתא גויה, תכפיל את בשני דורות, את כל זה תכפיל בחצי צד ואז אתה מקבל רק 1/64 גוי וכל היתר יהודי", אמרתי, "והרי לפי ההלכה זה בטל ב- 60 ומאז כיתה ד' אני יודע ש- 1/64 קטן יותר מ- 1/60". "ממתי הפכת למחשבון מהלך שקובע מיהו יהודי?", שאל אותי הדיין, "נראה לך באמת שההלכה מחלקת יהודים לחלקים ולשברים?". "יש לך בעיה עם החישוב המתמטי שלי?", שאלתי. "כן, כן, יש לי בעיה", הוא ענה בעצבנות, "על פי ההלכה, אין יהודי למחצה או לרביע. אי אפשר לחלק יהודי, זה בינארי, זה אחד או אפס". "נכון מאוד", עניתי, "זהו בדיוק המצב של הבשלת מנת אופציות לעובדים, אפס אחד".