



מתודולוגיה ל- ESOP לרבות 409A

מאת: רועי פולניצר

מבוא

קביעת שווי הוגן למכשירי הון, כגון מניות בכורה והקצאות אופציות לעובדים (ESOP's) הינה תהליך הנידון בתקן חשבונאות ישראלי מספר 24, בתקן דיווח כספי בינלאומי IFRS2, בתקן חשבונאות אמריקאי ASC718 (לשעבר SFAS123R) ועל פי כלל ה- IRS (רשות המס האמריקאית) - 409A.

הערכת שווי כלכלי של כתבי אופציות לעובדים (ESOP)

תקן חשבונאות מספר 24 – תשלום מבוסס מניות (להלן "התקן") מבוסס על תקן דיווח כספי IFRS 2, וחל מיום 1 בינואר 2006. התקן חל על מכשירים פיננסיים שהוענקו לאחר יום ה- 15 במרץ 2005 וטרם הבשילו (Vested) עד מועד תחולת התקן וכן על שינויים שחלו בתוכניות קיימות.

כתבי האופציות מוענקים ברגיל לעובדים, נושאי משרה ודירקטורים. היות ולא קיימת אפשרות מעשית למדוד באופן מהימן את השווי ההוגן של השירותים שהתקבלו ויתקבלו מידיהם, נמדד שוויים של כתבי אופציה אלו על בסיס שוויים ההוגן של המכשירים ההוניים המוענקים, במועד ההענקה.

קיימות שיטות רבות להערכת שווי אופציות אשר כולן מתבססות על אותה מתודולוגיה (רציפות או קירוב לרציפות) כגון מודל Merton, המודל התרינומי של Boyle, מודל Monte Carlo וכן שיטות נומריות מהסוג המכונה Finite Difference Method.

לצרכי דיווח חשבונאי לפי תקן 24 מקובל לבצע את חישוב שוויים הכלכלי של כתבי האופציות על פי המודל התרינומי מסוג Flexible Lattice Exercise Behavior (250 איטרציות), הכולל בחובו משתני הערכה (כגון: שיעורי היוון, תשואות דיבידנד וסטיות התקן המשתנות על פני משך חיי האופציה) והנחות בדבר הסתברות מימוש מוקדם (Sub optimal exercise factors) של כתבי האופציות. כאינדיקציה וכמבחן סבירות נוסף, מקובל לשוב ולבחון את תוצאות החישוב על בסיס מודל Merton



הערכת שווי מניות (409A)

במאי 2004 פרסם כוח משימה של ה-AICPA (לשכת רואי החשבון בארה"ב) הנחייה ("הנחייה") בנושא הערכת שווי ניירות ערך של חברה פרטית. למרות שהנחיה זו אינה תקן ולא אושרה רשמית ע"י ה-SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית), משרדי רוי"ח מתבססים עליה ככלי להערכת מחירי מניות בחברות פרטיות.

ההנחיה מתארת שלוש שיטות להקצאת שווי מניות וכן את היתרונות והחסרונות של כל אחת מהשיטות. ההנחיה בייחוד דוחה את השימוש ב"כלל אצבע" בהקצאת שווי בין מניות בכורה ומניות רגילות, כדוגמת תמחור מניות רגילות בכ- 10% ממניות הבכורה. השיטות להקצאת שווי מניות על פי ההנחיה הן:

1. שיטת הערך הנוכחי (Current Value Method)
 2. שיטת תמחור האופציות (Option Pricing Method)
 3. שיטת שקלול תרחישים של מצבי טבע אפשריים (Probability-Weighted Expected Return Method)
- ההנחיה מציעה שהשיטה הנבחרת תיקח בחשבון את שלבי התפתחות החברה.

1. שיטת הערך הנוכחי (CVM)

שיטה זו מניחה נזילות מיידית של החברה עקב פשיטת רגל או אירוע נזילות כגון מיזוג או הנפקה שבו מניות הבכורה נפדות, והשווי לחלוקה שווה לשווי החברה. לאחר מכן, מוקצה השווי בתאום עם התנאים הנלווים למניות הבכורה או תנאי הפדיון של מניות הבכורה כמפורט בכתב הזכויות של החברה.

היתרון המרכזי בשיטה זו הוא הפשטות ביישומה שהופכים אותה למאוד ישימה עבור הערכת חברות פרטיות מסוג זה. ההנחיה של כוח המשימה קובעת כי שיטה זו אינה מתאימה להערכת שווי חברה שעבורה אירוע פירוק הינו בסיכוי נמוך והפוטנציאל הגלום בה טרם ממומש ולא מבוטא בערכה הנוכחי.

2. שיטת תמחור האופציות (OPM)

שיטה זו בוחנת כל סדרת מניות כאופציית רכש (call option) על כל חלק משווי החברה. שיטה זו משתמשת במודלים לתמחור אופציות כדוגמת מודל מרטון או סימולציית מונטה קרלו כדי לקבוע את מחירה של כל אופציית רכש. היתרון בשיטה זו טמון בכך שהיא לוקחת בחשבון את השפעת התנאים הנלווים למניות הבכורה עבור טווח של תאריכים ושווים שונים לאירועי אקזיט.



חסרונות שיטה זו מתבטאים בכך שהיא מורכבת ליישום ובעלת רגישות להנחות מרכזיות. ההנחיה של כוח המשימה קובעת כי שיטה זו מתאימה לחברות העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים.

3. שיטת שקלול תרחישים של מצבי טבע אפשריים (PWERM)

שיטה זו היא התיאורטית ביותר להקצאת שווי חברה. ע"פ שיטה זו, שווי החברה נקבע בכל נקודה על פי מגוון תרחישים עתידיים ותאריכים. התרחישים העתידיים הטיפוסיים לחברה לרוב כוללים: פשיטת רגל, רכישה, הנפקה והמשך התנהלות החברה הפרטית כ"עסק חי".

בצורתה הפשוטה כוללת השיטה את השלבים הבאים:

- ◀ קביעת שווי החברה בכל אחד מהתרחישים העתידיים והתאריך הרלוונטי להתרחשותם;
- ◀ עבור כל תרחיש, קביעת ההקצאה בין מניות בכורה ומניות רגילות בהתבסס על התנאים הנלווים למניות בכורה;
- ◀ היוון שווי המניה על ידי שימוש בשיעור היוון המותאם לסיכון (WACC);
- ◀ קביעת הסתברויות להתממשות כל אחד מהתרחישים;
- ◀ הכפלת ההסתברות של כל תרחיש בשווי למניה בערך נוכחי עבור התרחיש הרלוונטי.

ההנחיה של כוח המשימה קובעת כי שיטה זו אינה מתאימה להערכת שווי חברה המצויה עדיין בשלביה המוקדמים ובפניה טווח רחב מאוד של אפשרויות לתרחישים שונים המגלמים שוויים עתידיים אפשריים.

להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי הערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחוות דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.



להלן פרטי השכלת מעריך השווי מטעם שווי פנימי: מר רועי פולניצר:

בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מחזיק בהסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), בהסמכה כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), הסמכה כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), הסמכה כאקטואר סיכוני שוק (MRA), הסמכה כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), הסמכה כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), הסמכה כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), הסמכה כאקטואר סיכוני חיים (LRA) והסמכה כאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולם מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), ובעל הסמכה בינלאומית כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) והסמכה כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).

להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. לשעבר מרצה בהערכת שווי תאגידיים ומגזרים במט"י חיפה, מרצה בסטטיסטיקה ותהליכים סטוכסטיים ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול במכללה האקדמית אחוזה, מרצה בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ד"ר שילה ליפשיץ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון רווה-רביד (כיום Russell Bedford ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון ומרצה בקורסים בתחום ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.