



כיצד יש להעריך את שוויים של כתבי אופציות למניות שהעונקו לאישה ממקום עבודתה לפני מועד הקרע? האקטואר רועי פולניצר

האקטואר **רועי פולניצר** מנתח מבחינה מימונית/כלכלית את פסק הדין הגדול שניתן ב- 9.7.2024 על ערעור שהגיש מתגרש בשאלה כיצד יש להעריך את שוויים הכלכלי של כתבי אופציות שקיבלה אישתו לשעבר ממקום עבודתה לפני מועד הקרע.

שווי כתבי האופציות שהוענקו לאישה יחושבו כהפרש שבין מחיר המניה (11.06 דולר למניה, לפי שער יציג של 3.752 ש"ח לדולר במועד הדיון) לבין תוספת המימוש הנקובה בתנאי כתבי האופציות (5.25 דולר למניה) כפול כמות כתבי האופציות (9,921), בניכוי מס רווחי הון של 25% כפול שיעור להעברה (50%). לפיכך, לצורך איזון זכויות הגרוש בכתבי האופציות שהעונקו לאישה, נקבע שעל האישה להעביר לגרוש סך של 21,618 דולר.

להלן צילום קטע מהודעת המיזוג שמסרה חברת גלאסבוקס לבורסה בנושא כתבי האופציות שלה:

(ככל שהתייחתי) ("המניית האופציות"), הועברה אליקורן באופן אוטומטי במועד השלמת המיזוג, בתמורה למחיר למניה.

ב. אופציות וחירות מניה חסומות שטרם הבשילו – כל האופציות ויחידות המניה החסומות שהוענקו תחת תוכנית האופציות של החברה, אשר טרם הבשילו עד מועד השלמת, תפקעת במועד השלמתה מבלי שתחזיקים בהן יחידות זכאיים לחלק מתמורת הבסיס.

ג. אופציות שהבשילו

• ביחס לאופציות אשר תבשלנה עד מועד השלמתה (לרבות אופציות אשר תואננה במסגרת התסקה על פי תנאיהן) ואשר מחיר המימוש שלהן נצבב מתמחיר למניה בעסקה ("האופציות הבאותיות"), המחזיק באופציות יהיה זכאי לקבל בהן כל אופציה סכום ממוזמן ששווי התפרש בין המחיר למניה לבין מחיר המימוש של האופציה.

• ביחס לאופציות אשר תבשלנה עד מועד השלמתה ואשר מחיר המימוש שלהן נצבב מתמחיר למניה בעסקה או נצבב לו, הן תפקעת במועד השלמתה מבלי שתחזיקים בהן יחידות זכאיים לחלק מתמורת הבסיס.

ד. יחידות מניה חסומות שהבשילו – ביחס ליחידות מניה חסומות אשר תבשלנה עד מועד השלמתה, הן תופקענה למניות רגילות ומחזיקי בהן יהיה זכאי לקבל בהן כל יחידת מניה חסומה את המחיר למניה ("יחידות המניה הבאותיות").

מצילום זה ניתן ללמוד פעם אחת שכתבי האופציות של החברה אשר טרם הבשילו במועד השלמת המיזוג יחולטו ופעם שניה שבקבות שני תנאים גם כתבי האופציות שלה אשר יבשילו במועד השלמת המיזוג יחולטו גם הם. מדוע זה מעניין? מאחר וזה מחזיק את טענתה לפיה, משעה שעובדת (אשר הוענקו לה כתבי אופציות בעבר) מתפרטת מרצון או לחילופין מפורטת, הרי שכתבי האופציות שהוענקו לה (הן אלו שטרם הבשילו במועד הקרע ובתנאים מסוימים גם אלו שכבר הבשילו במועד הקרע) יחולטו ועל כן כתבי אופציות לעובדים אינם באמת נכס על פי דיני הקניין בישראל (כי הם כפופים לחילוט) כי אם מוניטין אישי (כי העובדת צריכה לאחר מועד הקרע להמשיך ולתחזק את השלמת/קיומם על ידי עמידה בתנאים חוזיים רבים כולל להמשיך לעבוד בחברה) ומשכך הרי שלא מדובר בנכס בר-איזון.

כתבי אופציות שטרם הבשילו במועד הקרע אינם נכס בר-איזון

בפסק הדין של בית הדין הרבני הגדול יצא הרב ציון לוז-אילון נגד מתודת "כלל הזמן" (Time Rule) לאיזון כתבי אופציות שטרם הבשילו במועד הקרע בכותבו כך:

"בהסכם בין העובד לחברה שבו זכאי העובד לקבל את חבילת האופציות/מניות בארבע פעימות ואחרי שתי פעימות התגרש של חל מועד הקרע, זכות האיזון תהיה רק במה שזכה בפעימות הקודמות לקרע, ולא במה שמקבל לאחריו, שהרי בהם לא נתקיים התנאי המזכה אותו בעקבלת השכר. וכפי שדימינו הך דינא למקדש אשה מעכשיו ולאחר שלושים יום, שכשהגיע הזמן חלו הקידושין למפרע, ה"נ כאן, שמשגוע הזמן זכה בהם למפרע ולכל המאוחר באותה שעה, ושוב יכלל בכלל הדברים שיש לאזנם ככל הנכסה אחרת, אך במה שלא הגיע זמן הגמלו לא נתקיים התנאי, העובד עדיין לא זכה במועד, ולכן לבן הזוג אין זכות איזון."

הכותב הוא מומחה לאופציות, מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל.

ב- 21.5.2024 (כ- 3.5 שנים לאחר מועד הקרע, אך טרם מועד הפקיעה של כתבי האופציות) הודיעה חברת גלאסבוקס לבורסה לניירות ערך בתל אביב (בהיותה חברה ציבורית שמנייתה רשומות למסחר בבורסה) כי בעלי מנייתה אישרו את מיזוגה עם חברת אליקורן גלקסי. לפיכך, ניתן לראות במועד זה כמועד מימוש כתבי האופציות בפועל (למרות שהם לא מומשו במועד זה).

שווי כתבי האופציות במועד המיזוג האמור, על פי מודל השווי הפנימי (לפיו שווי כתב האופציה מחושב כגובה מבין: שווי מניית החברה נכון למועד הערכת השווי לבין תוספת המימוש של כתב האופציה, או אפס) גבוה פי כמה משווי כתבי האופציות במועד הקרע על בסיס מודל בלק אנד שולס (לפיו שווי כתב האופציה הוא פונקציה של שווי מניית החברה נכון למועד הערכת השווי, תוספת המימוש של כתב האופציה, משך חיי כתב האופציה ממועד הערכת השווי ועד למועד הפקיעה, שיעור הריבית חסרת הסיכון נכון מועד הערכת השווי וסטטיית התקן של שיעורי התשואה על מניית החברה נכון למועד הערכת השווי).

לעניין הערכת שווי כתבי האופציות במועד המימוש בפועל (שהוא מועד המיזוג), הרי שיש לעשות שימוש כאומדן לשווי מניית החברה נכון למועד זה דווקא במחיר המניה שנקבע בהצעת המיזוג (מחיר של 41.5 ש"ח למניה) ולא מחיר השוק של המניה בבורסה לאותו יום (39.31 ש"ח למניה) ומשכך הרי שאין עוד טעם בהערכת שווי כתבי האופציות על פי מודל בלק אנד שולס טעם אלא על פי מודל "השווי הפנימי".

האישה טענה להגנתה שכתבי האופציות שהוענקו לה הינם נכס פאסיבי (שטות גמורה) ושאינן לה שום השפעה על שוויים.

הכרעת הדין

בפסק הדין שפורסם אתמול קבע בית הדין הרבני הגדול קבע ש-:

1) יש להעריך את שוויים הכלכלי של כתבי האופציות נכון למועד המימוש בפועל ולא נכון למועד הקרע, בהלימה לקביעתו של בית המשפט המחוזי מרכז-לוד.

2) במקרה הייחודי של בני הזוג דן, משעה שההודעה על מיזוג חברת גלאסבוקס עם חברת אליקורן גלקסי כבר נמסרה לבורסה לניירות ערך בתל אביב, הרי שמימוש כתבי האופציות חייב היה להתבצע עד למועד השלמת המיזוג. אי לכך ניתן לראות במועד הודעת המיזוג כמועד המימוש בפועל של כתבי האופציות האמורים, הגם שהם לא מומשו במועד זה.

3) שווי כתבי אופציות במועד המימוש בפועל הינו השווי הפנימי (Intrinsic Value) שלהם במועד זה. שווי פנימי זה מחושב כהפרש שבין שווי מניית החברה למועד זה ותוספת המימוש, הנקובה בתנאי כתבי האופציות (בשים לב שמחיר המניה מצוטט בשקלים בעוד שתוספת המימוש נקובה בדולר ארה"ב).

4) בעת הערכת שוויים הכלכלי של כתבי האופציות למועד המימוש בפועל (הוא מועד המיזוג במקרה דנן שלפנינו) על מעריך השווי להשתמש במחיר המניה שנקבע בהצעת המיזוג מיום ה- 21.5.2024 (מחיר של 41.5 ש"ח למניה) ולא במחיר שבו נסגרו עסקאות במניית החברה בבורסה ביום ה- 21.5.204 (מחיר של 39.31 ש"ח למניה) ואותו כמובן לתרגם למונחי דולרים כדי להתאימו למונחי תוספת המימוש של כתב האופציה.

א. תמול (ב- 9.7.2024) הכריע בית הדין הגדול בערעור שהוגש לו על החלטת בית הדין האזורי בפתח תקווה בשאלה "כיצד יש להעריך את שוויים של כתבי אופציות שקיבלה האישה ממקום עבודתה לפני מועד הקרע" או ליתר דיוק, האם יש להעריך את שוויין של אופציות לעובדים למועד הקרע על בסיס מודל כלכלי או לחילופין למועד המימוש בפועל על בסיס הרווח בפועל.

הרקע לערעור

לפני מועד הקרע החברה שבה הועסקה האישה (גלאסבוקס בע"מ) העניקה לה כתבי אופציות (Warrants) במסגרת תוכנית להנעת אופציות למניות רגילות של החברה לעובדיה (ESOP). בית הדין האזורי בפתח תקווה מינה את מעריך השווי יעקב אשד (לשעבר יו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל) למומחה מטעמו על מנת שיעריך את שוויים הכלכלי של כתבי האופציות הלא סחירים שהוענקו לאישה. באפריל 2022 בית הדין הרבני האזורי פתח תקווה קיבל את חוות דעתו של אשד לפיה, יש להעריך אך ורק את שוויים של כתבי האופציות שהבשילו במועד הקרע ולעשות זאת בסיס מודל כלכלי (מודל בלק אנד שולס במקרה דנן שלפנינו) כאשר מועד הערכת השווי (קרי, מועד אמידת הפרמטרים הדרושים להערכת השווי) הוא מועד הקרע.

מועד הקרע (קרי, מועד הפסקת החיים המשותפים של בני הזוג) נקבע בדיעבד על ידי בית הדין הרבני אזורי פתח תקווה, על סמך עילות משפטיות, לסוף מאי 2020. על פי פסק הדין, אשד ראה שבשנת 2020 עובדים רבים פעם אחת ויתרו על כתבי האופציות שברשותם (כלומר, נתנו לכתבי האופציות לפקוע חסתי כל ערך מבלי לממש) ופעם שניה בחרו שלא לממש כתבי אופציות שכבר היו ברי-מימוש (קרי, שהבשילו). אשד הסיק מכך שכתבי האופציות הללו היו ככל הנראה במצב רווחיות ("mooniness") המכונה בעגה המקצועית (מחוץ לכסף" מצב הפסד) או לפחות "בכסף" (מצב איזון) ומשכך הוא גזר שתוספת המימוש של כתבי האופציות הללו אשר עמדה על 5.25 דולר למניה משקפת למעשה את מחיר המניה נכון למועד הקרע (למרות שבשנת 2020 החברה העניקה לעובדיה כתבי אופציות חדשים עם תוספת מימוש של 5.65 דולר למניה).

אשד בחר להעריך את שווי כתבי האופציות שהוענקו לאישה על בסיס מודל בלק אנד שולס נכון למועד הקרע. נדבבר במודל המיזוג המיועד לאופציות פיננסיות סחירות על מניות סחירות שאינן מחלקות דיבידנד וככזה הוא איננו מתאים בעליל להערכת שווי כתבי אופציות לעובדים לא סחירים על מניות לא סחירות המחלקות דיבידנד.

הערעור

הגרוש שיצא מקופת מהחלטת בית הדין הרבני האזורי פתח תקווה, ערער לבית הדין הגדול בטענה ש-:

1) בית המשפט המחוזי מרכז-לוד (השופטים מ' ברנט, צ' ויצמן וחי' קיציס) מיום 13.9.2018 קבע שמועד הערכת השווי של כתבי אופציות לעובדים לצורך חלוקתן בין בני זוג הוא מועד מימוש כתבי האופציות בפועל ולא מועד הקרע. קביעה זו התבססה על חוות דעת של מומחים (אשר לדעתי אינם מבינים דבר וחצי דבר בהערכת שווי כתבי אופציות בכלל ובכתבי אופציות לעובדים בפרט) אשר סברו שמאחר וכתבי האופציות אינם סחירים הרי שלא ניתן לבצע חלוקה בעין שלהם (שטות גמורה) ולכן ראוי לבחור בחלופה הקרובה ביותר לחלוקה בעין שחייב אותה בעת מימונם בפועל.