



תגמול הוני (אופציות) בהתאם לתיקון 20 לחוק החברות אופציות עם "תקרה"

פורום שווי הוגן
אסף סגל, וריאנס
ינואר 2013

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

Variance
Economic Consulting

- ביום 23 בדצמבר 2012 נכנס לתוקפו תיקון 20 לחוק החברות בנושא תנאי כהונה והעסקה בחברות ציבוריות ובחברות אגרות חוב.
- הועדה קבעה כי יש מדיניות התגמול תתייחס, בין השאר, לתקרת שווי ממימוש רכיבים משתנים הוניים.
- ⊕ נושא תקרת רכיב התגמול המשתנה הינו אחד מנושאי המחלוקת בדיוני ועדת החוקה.
- ⊕ נציגי שוק ההון בוועדה טענו לפגיעה פוטנציאלית בתמריץ וקושי ביישום (בעיקר לגבי אופציות).
- פתרון אפשרי הינו בהענקת אופציות עם "תקרת רווח".

תנאי	נושא
מחיר מניה בעת הענקת האופציות	מחיר מימוש
• תנאי שרות (הבשלה מותנית בזמן) • תנאי ביצוע (הבשלה מותנית בביצועי החברה/נושא משרה, דירוג החברה בחברות אג"ח, וכו')	תנאי הבשלה
התחשבנות cashless עם תשלום במניות (או התאמת מספר המניות)	מימוש
קביעת תקרה <u>אפקטיבית</u> למספר מניות המימוש, נטו, ממימוש האופציות • התקרה תלויה ביעדי הענקת האופציות (היקף התגמול ההוני מסה"כ התגמול). • התקרה תלויה במאפייני החברה (לדוג': תחום פעילות, תנודתיות מחיר המניה ותכניות העבודה של החברה).	"תקרה" <u>אפקטיבית</u> לרווח ממימוש

תנאי האופציה דומים אך לא לגמרי זהים לתנאי הענקתה של כי"ל

חסרונות	יתרונות
נושא המשרה יממש את האופציות בעת הגעה לחסם העליון והאופציות לא יהוו יותר תמריץ. <i>ניתן יהיה לתמרץ אותו לא לממש על ידי "הגבהת" התקרה כפונקציה של הזמן.</i>	הרווח ממימוש האופציות צפוי להיות פרופורציוני לשאר מרכיבי התגמול ולכוונת ועדת התגמול ומדיניות התגמול של החברה.
"פסיכולוגית" – ועדת תגמול ואסיפת בעלי מניות יצביעו על רווח פוטנציאלי גבוה למנהל (למרות שהשווי נמוך ביחס לאלטרנטיבה). <i>דורש הסבר ואולי אף הצגת תחשיב של ההסתברות להגעה לערך המרבי.</i>	נושא המשרה לא יהיה "עשיר מספיק" כדי לפרוש.
קושי יחסי ביישום – מכשיר מורכב הן להסברתו לבעלי המניות והן לצורך חישוב שוויו ההוגן. <i>דרושה בחינה לגבי אפקטיביות התקרה. לגבי הערכת השווי, ראה התייחסות בהמשך.</i>	לאור הפחתת שווי התגמול, ניתן יהיה להעניק יותר מכשירים הוניים ובכך לשנות את אופי התמריץ לעמידה ביעדים (אפשרות לקביעת תקרה משתנה ביחס לביצועים).

הפוזיציה

בעל האופציה מתחיל להרוויח כשמחיר המניה עולה על מחיר המימוש. הרווח קטום במחיר מניה השווה למחיר "התקרה".

האופציה הינה אופציה אמריקאית שכדאי לממש מוקדם, לדוגמא, כאשר מחיר המניה מגיע למחיר "התקרה".

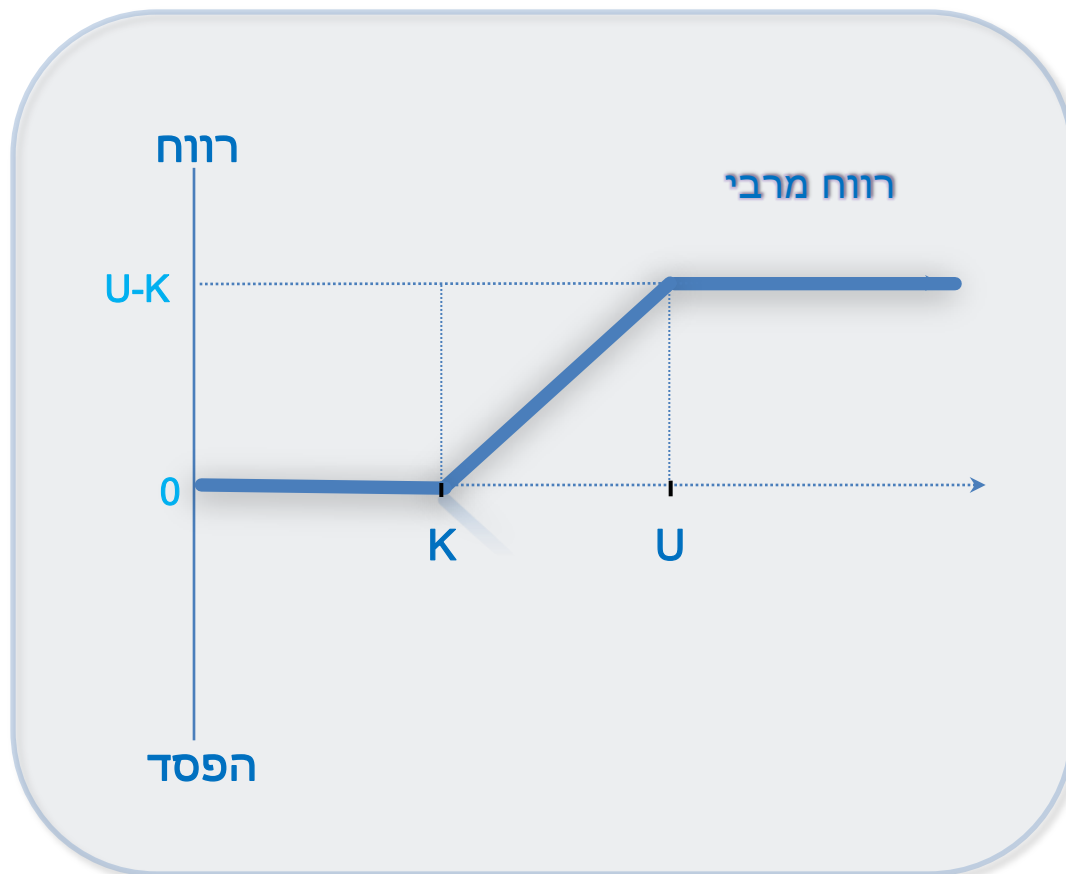
$$C(K) - C(U)$$

K = Strike price

U = Upper bound

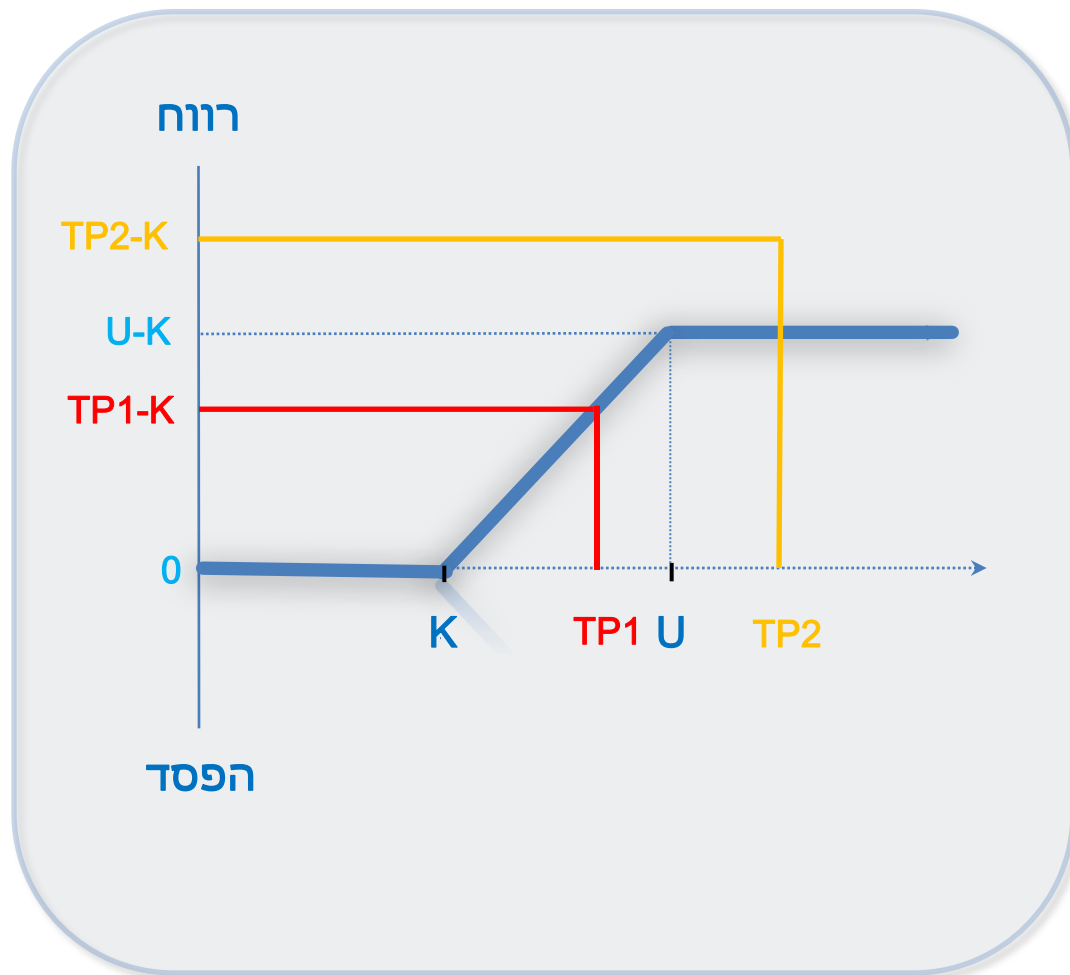
במקרים מסוימים ניתן לעשות שימוש במערכת נוסחאות בלק ושולס אך בד"כ ישנה עדיפות לשימוש במודלים פתוחים (בינומי או סימולציית מונטה קרלו).

Bull Call Spread



$TP1 < U$: אם מחיר היעד (לאחר הפעלת פקטור מימוש מוקדם על מחיר המימוש) נמוך ממחיר ה"תקרה" אזי הוא אפקטיבי ולא ניתן לחשב באמצעות מערכת נוסחאות בלק ושולס. התקרה אפקטיבית במקרה של עלייה משמעותית במחיר המניה טרום ההבשלה.

$TP2 > U$: אם מחיר היעד (לאחר הפעלת פקטור מימוש מוקדם על מחיר המימוש) גבוה ממחיר ה"תקרה" אזי הוא איננו אפקטיבי וניתן במקרים מסויימים בלבד (יפורט בהמשך) לחשב באמצעות מערכת נוסחאות בלק ושולס.



שיטת הערכת השווי

תמיד: כאשר התנדוטיות משתנה או מחיר המימוש איננו קבוע אזי יש לחשב במודל בינומי או בסימולציית מונטה קרלו – לא ניתן לעשות שימוש בבלק ושולס.

האופציה הינה אמריקאית (או לפחות ברמודית) וישנם מצבים שיש תועלת לממש לפני הפקיעה (לדוג': הגעה מוקדמת ל"מחיר התקרה" או למחיר קרוב).
 ככל שמחיר המניה מתקרב למחיר התקרה, כדאיות המימוש עולה (פחות upside ויותר downside). הפער עשוי להיות משמעותי באופציות אשר להן תקופת מימוש (ממועד ההבשלה למועד הפקיעה) ארוכה יחסית - ברוב המקרים לא ניתן לעשות שימוש בבלק ושולס.

התקרה צפויה לשנות את התנהגות המימושים – יש להתייחס לכך באמידת התנהגות המימושים הצפויה של אופציות אלו.

חישוב השווי ההוגן – דוגמא מספרית

- ככל שהתקרה גבוהה או לפחות קרובה למחיר המניה בו צפוי המנהל לממש את האופציות שברשותו, כך הוא אפקטיבי פחות. מנהל ככל הנראה יעדיף 1.5 אופציות עם תקרה של 2X על פני אופציה אחת ללא תקרה ובחברות שאינן חברות הזנק לא בהכרח יראה בכך מגבלה אפקטיבית.
- יש לבחון את התועלת מתקרה במידה והחברות יחליטו להעניק יותר אופציות (בשווי אופ' ללא תקרה).
- שימוש במודל בלק ושולס בדוגמא זאת עלול לגרום לרישום הוצאות נמוכות משמעותית משוויין במודלים מתאימים - לדוגמא בתקרה של פי 1.5, ההוצאות לפי B&S נמוכות ביותר משליש!

מחיר מניה = מחיר מימוש		100
תנודתיות		40%
הבשלה (המנה שבדוגמא)		3 שנים
פקיעה		6 שנים
תקרה	פקטור מימוש מוקדם	שווי אופציות
ללא	בלק ושולס (לכל התקופה)	41.35
ללא	1.0 (200)	40.06
X1.5 (150)	1.0 (200)	18.66
X1.5 (150)	בלק ושולס (לכל התקופה)	12.40
X2 (200)	1.0 (200)	27.23
X3 (300)	1.0 (200)	36.64

תגמול הוני בעקבות תיקון 20 - נקודות למחשבה

במקרה של תמחור מחדש של אופציות יש להתאים את התקרה (כלפי מטה).

Re-Pricing	Re-Pricing איננו מהווה בעיה כשלעצמו ויש לו חלק חשוב לשמור על מנהלים טובים גם בתקופות משבר בשוק ההון. עם זאת, הוא מהווה טריגר לבחינת ביצועי המנהלים – לשקול התייחסות מחמירה יותר לתמחור מחדש של אופציות של מנהלים בכירים לעומת עובדים.
------------	---

תנאים לפקיעה מוקדמת	"מאלוס" על ביצועים כושלים. חוסר יכולת לעמוד בביצועים מינימליים או ירידה משמעותית במחיר מניה (ביחס למתחרות/למדד) מהווים טריגר לפקיעת האופציות (אופציות מסוג knock-out). אפשר לשקול אופציות המשלבות תנאים של up & in יחד עם down & out. במקרה זה, הפקעת האופציות עשויה ל"שחרר" אופציות למנהל חדש או אחר בחברה.
---------------------	--

תקרה משתנה	תקרה משתנה (עולה ביחס למועד המימוש) עשויה להוות תמריץ לשימור המנהלים בפירמה. תקרה משתנה לפי מנות ו/או מועד המימוש עשויה ליצור תמריץ מתמשך גם למנכ"ל שהאופציות שברשותו הבשילו והן "בתוך הכסף" - העכרת שווי מורכבת.
------------	---

מתן גילוי לגבי שווי אופציות קיימות	לעיתים יש חשיבות לגילוי של שווי האופציות הקיימות של המנהל בעת הדיון על תגמול עתידי. ייתכן כי ברשותו של המנהל אופציות שלא הבשילו ו"בתוך הכסף" – במצב זה יש למנהל תמריץ להישאר בפירמה והאתגר הינו שימור המנהל לטווחים ארוכים יותר.
------------------------------------	--

תודה רבה

אסף סגל



Variance Economic Consulting Ltd.
Oz House, 14a Abba Hilel Silver Street
Ramat Gan 52506, Israel

Tel: +972 3 612 1551
Fax: +972 3 612 1552

info@variance.co.il
www.variance.co.il