

הדרך אל העושר

בשנים האחרונות נדמה כי מנהל בכיר בלי אופציות, זה כמו ילד בלי ממתקים: אין דבר כזה. ואכן, יותר ויותר חברות מעניקות למנהליהן, לצד הטבות כמו משכורת גבוהה, בונוס שנתי או נסיעות לחו"ל, גם אופציות ■ המנהל מרוויח חלום ריאלי, ויעשה הכל כדי להעלות את ערך המניות של החברה בכורסה ואת ערך האופציות שלו במקביל; החברה זוכה במנהל חרוך מוטיבציה, בלי לרוקן בשביל זה את הקופה ■ עסקים מביא את דירוג כל מקבלי וממשי האופציות בחברות המעו"ף

בשנתיים האחרונות - פרוייקט מיוחד

נלי כספרי

עברתם בשבועות האחרונים על הדיעות הכלכליות בעיתונים, יש להניח כי גם ליבכם נחמץ למקרא הדיעה על מימוש האופציות של בני גאון, ומכירת המניות על-ידו - מהלך משולב שהטב לו רווח של כ-28 מיליון דולר. אומנם באותיות קטן יותר קטנות נכתב שמהסכום הזה הוא צריך להפריש למדינה מס הכנסה בשיעור של 50%, אבל עדיין מדובר בסכום נאה שיגרום לשיעור רב אנוש, וגם את מנהל סניף הגני של שדה שממנו יזכרו במסדרים למשפחה וצאצאיה הנמחה ב-100 אלף שקלים בחדש לפחות בשנת 99.



אבל לא נבני בנאי עסקים, תוכנית האופציות שרקמה בשביל גאון ונכדו המצויץ והמבטיח, בשני השנים האחרונות השלימה בעצמו עתה בשנה 99, מבנה הנייה לבעיניה וליוזם ובעיניה לבעליהם והאופציות יקרות למכירה וכן האופציות יקרות יותר משהיו בעבר. מסייג, שיש לו עניין רב בהנחה והחזרה של האופציות, התחיל לפרסם את עמדתו בעניין זה. לפני הגעת שמרוק לירושלים, נבני בנאי עסקים יזמה כשאר אופציות הפכו כפי למגיפה מדבקת בקרב המנהלים הבכירים בארץ, בהי עסקים להביא כפניכם את כל מקבלי וממשי האופציות בשנתיים האחרונות בחברות המעו"ף - קרובי 25 החברות הגדולות בכורסה בתל-אביב. הסבלאות המצודפות, כוללות רק את מי שקיבל או מימש אופציות בשווי הגבוה ממיליון וחצי שקלים.

בזרנו בחברות המעו"ף משום שמדובר, כאמור, בחברות הכורסאות הכי גדולות במשק, ומכאן שהן גם המעניינות ביותר, וגם אלה שיכולות להרשות לעצמן לחלק את האופציות הנדיבות ביותר. ולא שחברות קטנות - כר"מיות - שלא יכולות להרשות זאת לעצמן, לא מחלקות. המופיעים בטבלה, הם - לכן - מושא לקינאה, ואנו מאחלים לכם שגם אתם תופיעו בה בשנה הבאה.

קצת רקע

אם נטרוד סמירה היסטורית הצרצרה. נראה כי

בשנות ה'60. אז קראו להן 'מניות מדע' והן ניתנו כיוזמת הממשלה בעיקר לעובדי חברות הייטק, כדי לשכנע אנשי מדע מהאקדמיה לעזוב את התנאים הנוחים שמציעות האוניברסיטאות, לטובת העולם העיסקי. המדינה, מצידה, ויתרה על המס שאותם אנשי טכנולוגיה היו, לכאורה, צריכים לשלם לו היו מקבלים שכר רגיל במקום מניות, וכולם היו מאושרים.

עידן האופציות השני פקר את הכורסה בתחילת שנות ה'80, לפני המפולת, כשחלק ניכר מהחברות הרבות שביקשו להנפיק בכורסה הכניסו לתשקיפים שלהן הגמקה אופציות למנהלים ולעובדים. תופעת האופציות היתה אז אומנם נרחבת למדי, אבל היקפי ההטבות לא היו כליכך גדולים. כל זאת, כאמור, עד כניסתה של שמרוק לכור, שהכתיבה סטנדרטים חדשים.

שמרוק ייבאה את שיטת האופציות מארה"ב, שם מדובר בנהל מקובל ונפוץ בחברות ציבוריות. הקצאת האופציות למנהלי כור (לא רק בני גאון קיבל אופציות) היתה חלוצה לא רק מבחינה מהותית בשל ההיקף הגדול אלא גם מבחינה טכנית, בשל השינוי באופן מימוש האופציות, אליו נגיע מיד.

מנהלי כור לא רק זכו לקבל אופציות, אלא גם להיפטור מהמניות באופן מיידי (עם מימוש האופציה) ועוד במחיר שגובהו כ-13% ממחירן בכורסה. קבוצת קלארידג, שרכשה את השליטה בכור מירי שמרוק, דאגה בטוב ליבה לפתור את מנהלי כור מכאב הראש הכרוך במסחר בכורסה: למצוא קונים למניות. הקבוצה קנתה ממנהליה את המניות בסכום של 54 מיליון שקלים, ואלה לא ממש הוטרדו מצמצום המחזורים בכורסה או מירידת השערים. אולם כור, כאמור, לא היה הקונצרן הראשון שחילק אופציות. בקונצרן אי.די.בי שבשליטת משפחת רקנאטי,

בוצעו תוכניות אופציות כבר קודם לכן. כפי שאפשר לראות בטבלה, נהנו מן ובדיסקונט השקעות ומנהלים לשעבר ל אופציות. שני ראשי כלל הקודמים, אבי אוי הדירקטוריון, דוד וינשל, המנכ"ל, מימשו לפני כשנה, אופציות שחולקו להם בשנת 2 שני מיליון שקלים כל אחד.

גם בדיסקונט השקעות היו תוכניות אופ 92'94, אולם בסדר גודל שונים, ולשם רו 97' מימשו המישה בכירים בדיסקונט השק שהוענקו להם ב-92' וכל החמישה יחד רשמו אלף שקלים. נו, אז עם זה אפשר לגמור את אגב, גם תוכניות האופציות החדשו השקעות לא צמחו להיקף גדול בהרבה. מנכ"ל החברה, יקבל על-פי התוכנית החד המגלמות הטבה של המישה מיליון שק עדיין מחזיק באופציות מהתוכניות הקודמו כ-2.5 מיליון שקל.

ההפרש בין האופציות שקיבל גאון לבין המנהלים האחרים, כולט. היחיד שנמצא בסך הוא אלי הורביץ, מנכ"ל טבע, והפער עד גדול. בולטים, אגב, בהיעדרם מרשימה הבנקים הגדולים. עד כה לא קיבלו אלה או המצב הזה יכול להשתנות בקרוב. עם רכי בבנק הפועלים על-ידי תד אריסון וקב נשמעו הערכות כי מנהלי הבנק, ובראשם ייהנו מחבילת אופציות שתינתן להם על-ידי החדשים. חבילה כזו, אם אכן תינתן, צ במימדים כאלה, שעלולים לערער את ההגמ כיום. במקרה כזה, יש להניח שבנק הפועלי לבד, ועם הפרטת בנקים נוספים - גר נוספות שישולשלו לכיסי המנהלים.

למה דווקא אופציות?

התשובה המובנת מאליה היא, שמן האופציות היא להגביר את המוטיבציה לעבוד. הרעיון שמאחורי האופציות הוא תגמול המנהל לביצועי המניות של החבו הוא עומד. אם המנהל יוצר ערך למשקיעים גם סדר לעצמו. וזה, כמובן, מסביר למשב

אחד היתרונות של חלוקת אופציות על-פני הגדלת השכר, לדוגמא, הוא נושא המזומנים. בחלוקת אופציות, החברה לא מוציאה כסף מקופתה לטובת המנהל, מה שאי אפשר להגיד על

עו"ד דוד חודק, ממשרד פרופ' גרוס, חודק ושות', מצייין כי מבין כל הבונוסים האפשריים, האופציות נותנות למנהל את תחושת השיתוף הטובה ביותר. האופציות ממקדות למעשה את התמריץ של המנהלים למטרה מסויימת, שהיא המטרה העליונה של בעלי המניות, ותכליתה: הגדלת ערך ההשקעה, או במלים אחרות, העלאת ערך המניה.

חודק מצייין, כי בונוסים המתבססים על הרווח הנקי, הרווח התפעולי, או סעיף אחד מהרו"חות הכספיים של החברה, עלולים לגרום למנהל להתמקד בטווח הקצר במקום בטווח הארוך. לדוגמא, השקעה במחקר ופיתוח פוגעת ברווח הנקי, ומכאן שהיא פוגעת בבונוס הצפוי למנהלים, אולם היא נחוצה לצמיחת החברה בעתיד ולקפיצת מדרגה, ומכאן שהיא נחוצה לבעלי המניות. קל לראות שיש כאן סתירה. והכל: חסרון הבונוס הוא יתרון האופציות, במקרה זה.

יתרון נוסף של חלוקת אופציות על-פני הגדלת השכר, לדוגמא, הוא נושא המזומנים. בחלוקת אופציות, החברה לא מוציאה כסף מקופתה לטובת המנהל - מה שאי אפשר להגיד על חלוקת בונוסים או על תוספת שכר. אולם יש כאן עיוות, והמציאות מטשטשת את ההבדל בין אופציות לבין הבונוסים האחרים. חודק מסביר, כי בכל מקרה מדובר בדילול של בעלי המניות: אם עליידי הוצאת כסף מקופתה של החברה (שמשאירה בידי בעלי המניות את אותו אחוז של המניות - אך בשווי נמוך יותר), ואם עליידי חלוקת אופציות (שמקטינה את אחוז המניות שבידי בעלי המניות האחרים).

מעבר לכך, בארה"ב פורסם גילוי דעת לפיו טובת הנאה של העובד (ובכלל זה

אחת הטענות הפופולריות נגד הקצאת אופציות היא שהן עלולות לסייע להברחת הון מהחברה. מדובר במקרים בהם המנהלים הם בעלי השליטה בחברה. ובבורסה שלנו מדובר ברוב החברות

אופציות) משולה להוצאות שכר בדו"ח רווח והפסד, כך שבכל מקרה גרשמת הוצאה בדו"חות החברה. בארץ, הנוהל הזה אומנם עדיין לא קיים, אבל יש להניח כי בעתיד הוא יגיע גם לכאן, כמו כל הדברים הקשורים באופציות שייבאנו משם.

פרופ' ידידיה שטרן, דיקאן הפקולטה למשפטים באוניברסיטת בר אילן, מציע הסבר ברור עמוק יותר להגיון העומד מאחורי חלוקת האופציות למנהלים.

מעבר לטיעון הפסיכולוגי לפיו האופציות הופכות את המנהל לשותף, על כל המשתמע מכך, קיים טיעון נוסף, הקשור בהבדלים בגישות של גורמים שונים בחברה לסיכון. לפני שנתאר את ההבדלים, נדגיש פה כי הסיכון והסיכוי נמצאים תמיד ביחס ישר, כלומר ככל שהסיכוי גבוה יותר, גדל גם הסיכון, ולהיפך.

שטרן מסביר כי המנהלים מסכנים את כל מה שיש להם, קרי: הקריירה שלהם, במקום אחד - מקום העבודה שלהם. לכן, הם לא יכולים להרשות לעצמם שהחברה תיכשל, ומכאן שהם שונאי סיכונים.

בעלי מניות, לעומת זאת, מחלקים את



כספם בין מספר השקעות. המטרה שלהם רווחים גבוהים ככל האפשר, ולכן הם או הסיכוי הגבוה שבנד הסיכון, המלווה בבי גורם לכך שהם מוכנים להסתכן, ואפילו כשלו אחת ההשקעות שלהם, כדי להרוויח לרווחים גבוהים ביתר ההשקעות. מכאן ש אינטרסים בין המשקיעים, אוהבי הסי המנהלים, שונאי הסיכונים.

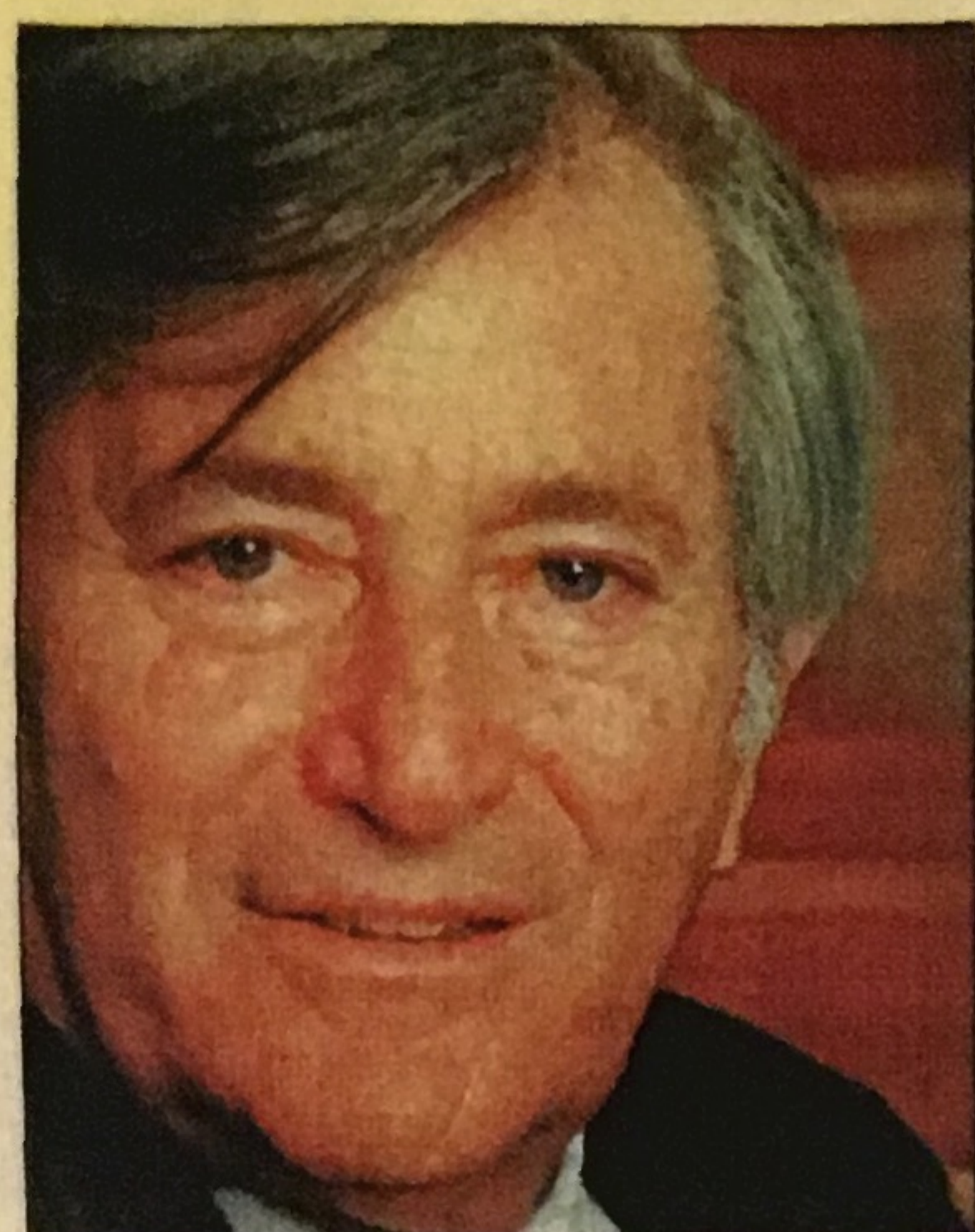
כדי לקרב את המנהלים לצד שלהם, המניות להדביק אותם במעט אהבת סיכון, עושים, באמצעות האופציות, שאמורות האינטרסים של המנהלים לאלה של בעלי ה נובע, אגב, כי ככל שהחברה נמצאת בשוק ה מספיקות פחות אופציות כדי לקרב את ה בעלי המניות. בשוק דינמי יש למנהל הרבה ממילא הוא פחות מסתכן או פחות שונא סיכ כדי להשוות, עד כמה שניתן, בין הא המנהלים לאלה של בעלי המניות, פורשני האופציות על פני מספר שנים. אם היה ניתן האופציות תוך שנה אחת - היו המנהלים הטווח הקצר בלבד, ושוב היתה אמורה לז בעיה כמו צמצום ההשקעה במחקר ופיתוח. ל את האופציות למספר מנות (בדרך-כלל, 3 ע שתקופות המימוש מתפרשות על פני מספר

או איך מחלקים אופציות?

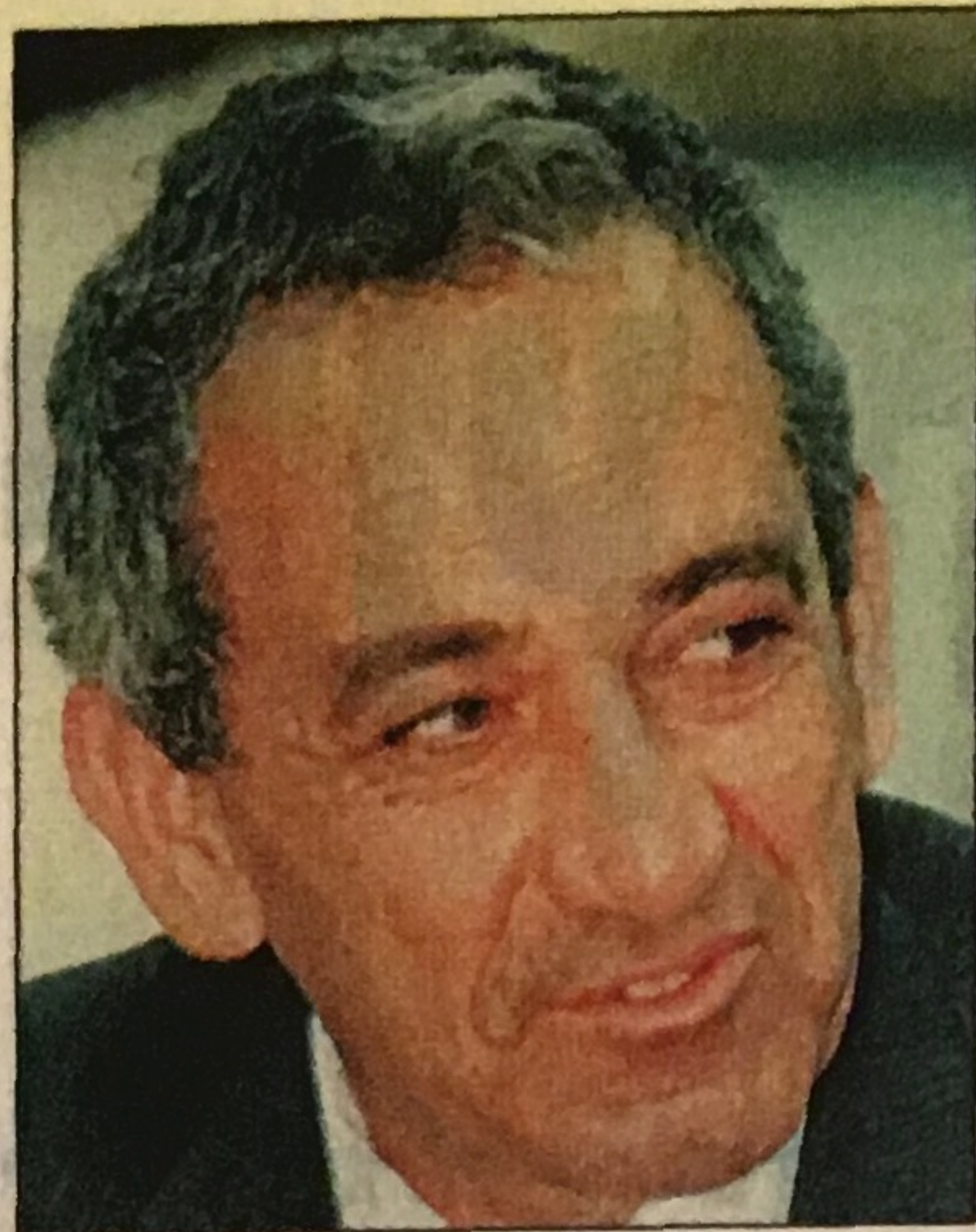
עו"ד חודק מסביר, כי לחלוקת האופצ שיטות: שיטה אחת היא פשוט חלוקת אופ טריוויאל, אבל השיטות הבאות יוכיחו שאין זו יכולה להתבצע בשלוש דרכים: האחת, חל השנייה היא מתן הלוואה לעובדים כדי ש

כל מקבלי האופציות בשנתיים האחרונות:

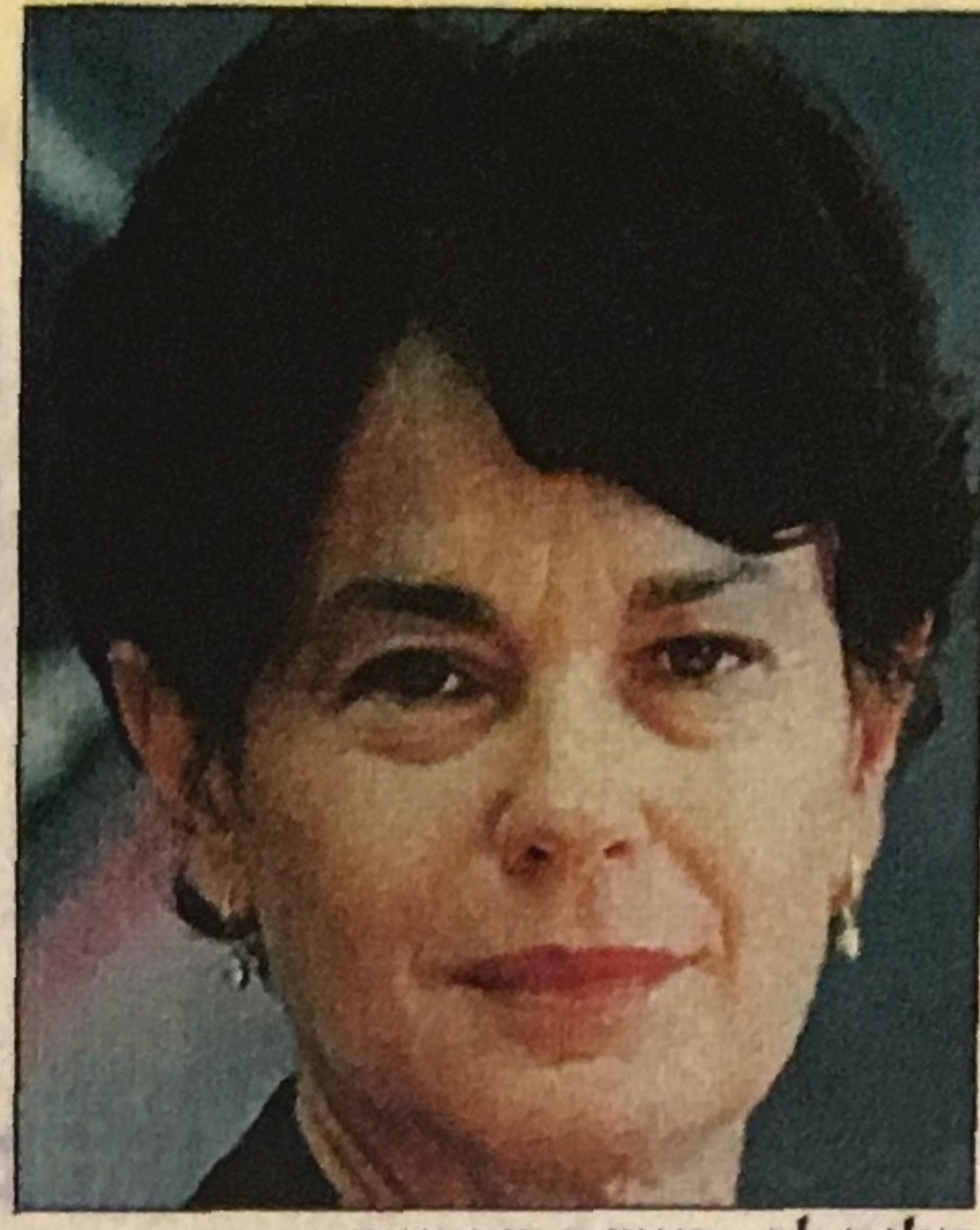
שם	חברה	תפקיד	שווי אופציות למימוש* (במיליוני שקלים)	תאריך ח
אלי כהן	אי.די.בי פיתוח	מנכ"ל	5	2/97
זליה לב	אי.די.בי פיתוח	מנכ"ל	5	2/97
דני חזקיהו	דיסקונט השקעות	מנכ"ל	5	1/97
מיכאל אבנא	דיסקונט השקעות	דירקטור	1.6	1/97
דני חזקיהו	דיסקונט השקעות	דירקטור	1.6	1/97
אלי מילר	נובע	מנכ"ל	28	/97
דני חזקיהו	נובע	מנכ"ל	1.5	2/97
מיכאל אבנא	כלל ביטוח	מנכ"ל	3.3	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	משנה למנכ"ל (כספים)	2.9	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	משנה למנכ"ל (ביטוח משנה)	2.9	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	משנה למנכ"ל (ביטוח חיים)	2.9	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	משנה למנכ"ל (ביטוח כללי)	2.9	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	משנה למנכ"ל (בריאות)	2.9	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	מנכ"ל אריה	2.4	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	מנכ"ל ארט	2.4	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	סמנכ"ל, אקטואר ראשי	1.5	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	סמנכ"ל, יועצת משפטית	1.5	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	סמנכ"ל, מנהל אגף השקעות	1.5	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	סמנכ"ל אריה	1.5	0/97
דני חזקיהו	כלל ביטוח	סמנכ"ל שיווק והדרכה	1.5	0/97
דני חזקיהו	כלל תעשיות אלקטרוניקה	מנכ"ל	1.6	/97
דני חזקיהו	מכתשים	מנכ"ל	3.6	/96
דני חזקיהו	שופרסל	מנכ"ל	2.1	/97
דני חזקיהו	תדיראן	מנכ"ל	6.7	/96
דני חזקיהו	תדיראן	סמנכ"ל בכיר	2.8	/96
דני חזקיהו	תדיראן	סמנכ"ל לפיננסים	2	/96



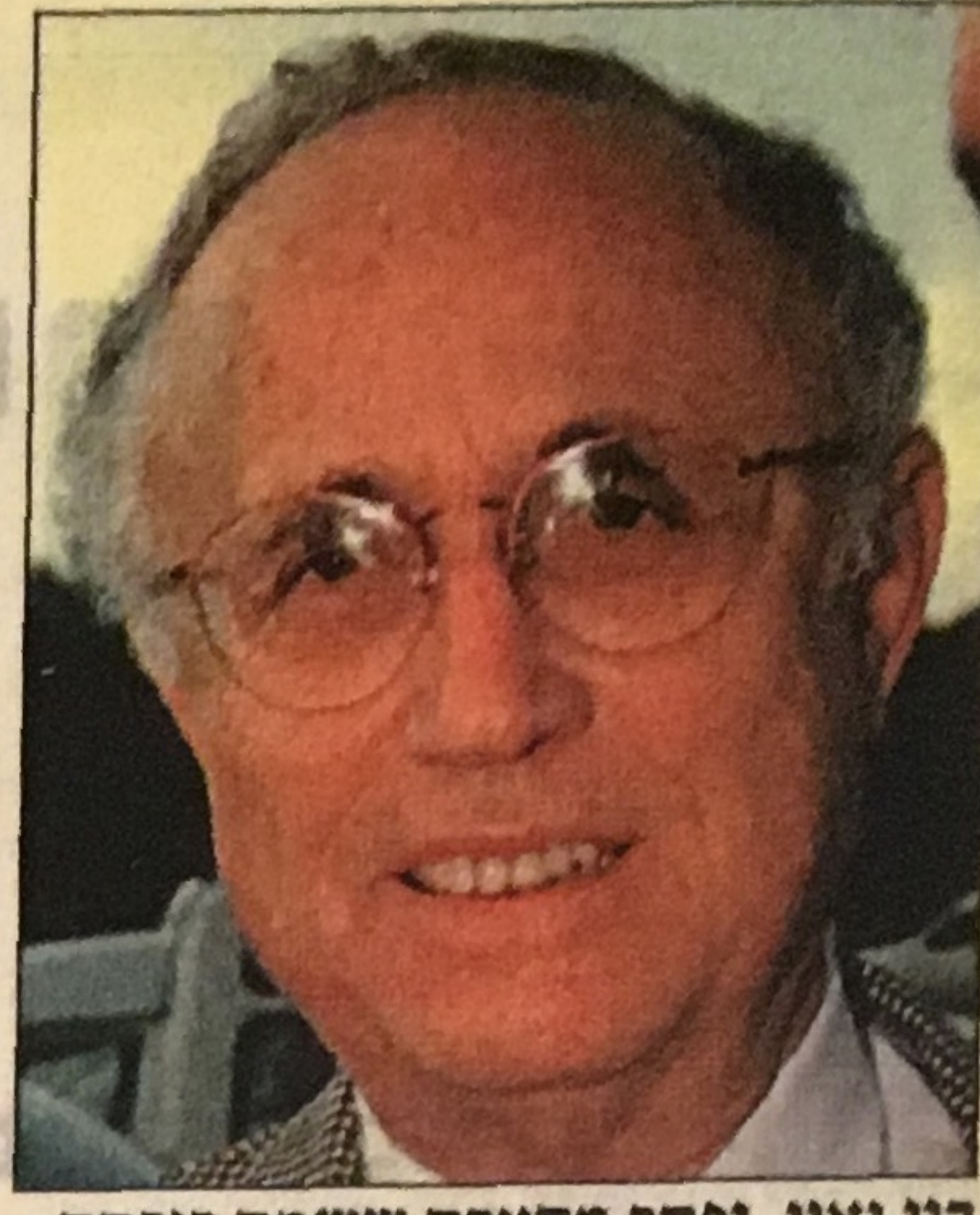
אלי הורביץ. קיבל 28 מיליון שקל



יהודה מילוא. 7 מיליון שקל כבר שלו



דליה לב. האשה שבראש



בני גאון. נפתר מהצדה ששמה בורסה

טענה נוספת - אם כי שולית יותר - שהועלתה כנגד האופציות, קשורה לכך שהעובדים שמקבלים אופציות עלולים להתמכר למסכי הבורסה, אולם בהתחשב בעובדה שהאופציות ניתנות לתקופה ארוכה של מספר שנים, קשה להניח כי במשך אלפי ימים יעקבו העובדים באופן צמוד אחר ביצועי המניה.

בעיה נוספת שמועלית נגד חלוקת אופציות היא כי ביצועי המניה לא דווקא מעידים על איכות הניהול. דבר זה בולט במיוחד בתקופות קיצוניות של גיאות או שפל בשוק כולו. בתקופות כאלה נוהרות כמעט כל המניות באותו כיוון, בלי קשר לביצועי החברות או לתפקוד המנהלים. הפתרון במקרה כזה הוא לנטרל את התנהגות השוק כולו מביצועי המניה הספציפית. למרות פשטות הפתרון, הוא כמעט ואינו מתבצע.

בכל מקרה, מי שעלול לחשוב כי בעוד שגורלם של מנהלי חברות ציבוריות שפר עליהם, מצבם של מנהלי החברות הפרטיות, שמניותיהן אינן נסחרות בבורסה, פחות טוב - טועה. גם בין החברות הפרטיות יש כאלה, ולא מעט, שמחלקות אופציות למנהלים. תשאלו איך ניתן לתגמל על-פי עליית ערך המניה, אם אין מניות שנסחרות בשוק? ובכן, במקרה של חברות פרטיות מנסחים נוסחה הכוללת פרמטרים שונים, באמצעותה ניתן לחשב לכאורה את עליית ערך המניות.

על מידת האפקטיביות של האופציות אין מסקנות חד משמעיות. בארה"ב נערכו מספר מחקרים בנושא, אולם התוצאות שלהם סותרות זו את זו. בסופו של דבר, קשה לקבוע מדרג מוחלט לקביעת ההשפעה של חלוקת האופציות על תפקודי המנהלים. בארץ עדיין לא נערכו מחקר מקיף בנושא זה, אבל באופן כללי ניתן לומר, שכל עוד בארה"ב ימשיכו לחלק אופציות ויגידו שזה דבר טוב - ככל הנראה תימשך מסורת זו גם בארצנו. כן עוזר, לא עוזר, מה זה משנה? מישהו פעם אמר 'לא' לכסף?

ובבורסה שלנו מדובר ברוב החברות.

חברות רבות הנסחרות בבורסה הן חברות הרבה יותר משפחתיות מציבוריות: האבא מנהל, האמא יו"ר דירקטוריון ושני הבנים סמנכ"לים. הדוגמא הזו, למען האמת, לא ממש שכיחה בבורסה, אבל מה שכן שכיח הוא התצורה של בעלי שליטה המשמשים גם כמנהלים. לכן, קשה להצביע על החשיבות הגדולה בהקצאת אופציות למנהלים, תחת האיצטלה של השוואת האינטרס שלהם לאינטרסים של בעלי המניות. יותר הגיוני לראות בכך רצון של הבעלים להגדיל את רווחיהם עוד יותר.

רק באחרונה נסוגה קבוצת אי.די.בי מהקצאת אופציות לאורי וליאון רקנאטי, שהיו אמורים ליהנות מהטבה של המישה מיליון שקלים, כל אחד. השניים היו אמורים לקבל אופציות במסגרת תוכנית נרחבת, הכוללת מנהלים נוספים בחברה, אולם לאור הביקורת הרבה ובשל חשש מהפלת ההצעה בהצבעת בעלי המניות - הוחלט, לפחות בינתיים, לדחות את הקצאת האופציות לכני המשפחה.

מול הדחייה באי.די.בי יש, כאמור, לא מעט מקרים של הקצאת אופציות שמנות לבעלי השליטה. אחת הדוגמאות לכך (שגם סופה לא ממש מרנין מבחינתו של המנהל) היא של רודי עזרא, שבשנת '94 היקצה לעצמו אופציות בשווי הגבוה מ-10 מיליון שקלים, שנאספו ממספר חברות שבבעלותו. האופציות ניתנו לשלוש שנים, שבמהלכן קרסו מניות החברות שלו, ולכן הן פקעו ללא מימוש.

טענה נוספת היא שהאופציות הן שיטה לתת למנהלים ליהנות מהערך שהחברה יוצרת מבלי לקחת כל סיכון (שאותו הם, כאמור, שונאים). אם החברה מצליחה - המנהל מרוויח. אם היא נכשלת - המנהל לא מרוויח, אבל גם לא מפסיד. ולעיתים, אפילו שהיא נכשלת הוא ירוויח: יעריכו לו את מועד המימוש של האופציה, או שיפתיתו לו את מחיר המימוש שלה.

כנסף לצורך רכישת מניות של החברה בבורסה, כאחד האדם. בצורה כזו, בעלי המניות מהציבור לא מידללים, אבל הם רואים את קופת החברה מידלדלת.

דרך שלישית היא הקצאת מניות למנהלים. מדובר באופן פורמלי בחלוקת אופציות למימוש מיידי. ממניות, אגב, נהנה באחרונה אהוד בך-שייך, מנכ"ל סדר פיתוח שבשליטת חברת פז, שהתבשר לפני כשבועיים על קבלת מניות של החברה, בהן יש הטבה של 4.5 מיליון שקלים.

שיטה נוספת של חלוקת אופציות היא שיטת מניות הצל. למה צל? כי כאילו נותנים למנהל אופציות, שכאילו אפשר לממש אותן למניות, וביום הפקיעה הוא כאילו מממש אותן למניות והחברה משלמת לו את ההפרש בין מחיר המימוש למחיר המניה בבורסה כיום המימוש. לא כאילו, באמת. בכך חוסכים למנהלים את כל הסירחה של הטיפול באופציות. שיטה זו הונהגה למשל בחברת אי.סי.איי טלקום, שם נתנו אופציות למספר גדול, יחסית, של עובדים.

השיטה השלישית היא, למעשה, שילוב של השתיים. כלומר נותנים למנהלים את אותן מניות צל, וכשמגיע יום המימוש וצריך לשלם למנהלים את ההפרש - משלמים להם ואת באמצעות מניות בכמות כזו שמחירו יתן שווה-ערך לשלם.

השיטה הזו היא כנראה מובן מה דגלית החדשה של מנהלים פרטיים. נוספת, נוספת, כמובן, באמצעי חיובי, גישה על-ידי המנהלים המאושרים והמועשרים, וברוך ה' גם על-ידי בעלי המניות, אבל לא תמיד. את האופציות, כמו כל דבר טוב, ניתן גם לנצל לרעה.

אחת הטענות הפופולריות נגד הקצאת אופציות היא שהן עלולות לשמש להברחת הון מהחברה. מדובר במספרים בהם המנהלים הם בעלי השליטה בחברה, ולכן הם יודעים בדיוק מה הם עושים ויחסימה נוספת

כל מימשי האופציות בשנתיים האחרונות

השם	החברה	התפקיד	הרווח ממימוש האופציות (במיליוני שקלים)	תאריך המימוש
בני גאון*	כור	מנכ"ל	28.0	12/97
יהודה מילוא*	כור	משנה מנכ"ל	7.0	12/97
אריה גנסי*	כור	סמנכ"ל כספים	5.2	12/97
בצלאל לוי*	כור	מנכ"ל טלרד (חברה-בת)	2.6	12/97
סבינועם אביבי*	כור	מנהל בכיר לתעשייה	1.7	12/97
יוסף רוזן*	כור	מנכ"ל משאב (חברה-בת)	1.7	12/97
יצחק זמיר*	כור	מנהל בכיר לתעשייה	1.7	12/97
אהוד פן*	כור	מנכ"ל כור סחר	1.7	12/97
דוד וינשל	כור	מנכ"ל לשעבר	2.0	2/97
אבי אולשנסקי	כור	יו"ר דירקטוריון לשעבר	2.0	2/97
רימון בן שאול	כלל ביטוח	מנכ"ל לשעבר	1.6	6/97