

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**OPTIMALNA IZVRŠILNA CENA PRI NAGRAJEVANJU Z  
DELNIŠKIMI OPCIJAMI**

**Ljubljana, september 2006**

**MAJA ŠEMRL**

## **IZJAVA**

Študentka Maja Šemrl izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Peter Groznika in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 7.9.2006

Podpis: \_\_\_\_\_

## Kazalo

Uvod .....	1
1. Definicija opcij .....	2
1.1. Nakupne in prodajne opcije .....	3
1.2. Kombinacije opcij .....	5
2. Razvoj nagrajevanja z opcijami .....	6
3. Vrednost in vrednotenje opcij .....	9
3.1. Vrednost opcij .....	9
3.2. Vrednotenje opcij z vidika podjetja .....	11
3.2.1. Notranja in časovna vrednost opcije ter premija .....	11
3.2.2. Black–Scholesov model .....	12
3.3. Obdavčitev opcij .....	13
3.3.1. Obdavčitev opcij in pogoji managerskega nagrajevanja z opcijami v EU .....	15
3.3.2. Obdavčitev opcij in pogoji managerskega nagrajevanja z opcijami v Sloveniji .....	17
3.3.3. Obdavčitev opcij v ZDA .....	18
3.4. Vrednotenje opcij z vidika managerja .....	19
4. Izvršilna cena .....	21
4.1. Opcije na meji .....	21
4.2. Opcije, ki se plačajo .....	22
4.3. Opcije, ki se ne plačajo .....	22
4.4. Indeksirane opcije .....	22
4.5. Opcije s spremenljivo izvršilno ceno .....	22
4.6. Opcije na učinek .....	23
5. Optimalna izvršilna cena .....	23
5.1. Opcije na meji kot motivacijsko orodje .....	23
5.2. Opcije, ki se ne plačajo, kot motivacijsko orodje .....	24
5.3. Opcije, ki se plačajo, kot motivacijsko orodje .....	24
5.4. Opcije s spremenljivo izvršilno ceno kot motivacijsko orodje .....	26
5.5. Indeksirane opcije kot motivacijsko orodje .....	30
5.6. Opcije na učinek kot motivacijsko orodje .....	32
6. Optimalna izvršilna cena v luči spremenjene zakonodaje EU in ZDA .....	32
6.1. Zmanjšanje nagrajevanja managementa s podelitvijo delniških opcij .....	33
6.2. Možnost razvoja za novejšie oblike opcijskega nagrajevanja .....	34
7. Uporaba opcij za nagrajevanje zaposlenih v Sloveniji .....	36
7.1. Primer podjetja Etol, d. d. ....	36
7.2. Primer podjetja Merkur, d. d. ....	37
7.3. Primer podjetja Datalab Tehnologije, d. d. ....	38
Sklep .....	38
Literatura .....	40
Viri .....	43

## Priloge

Priloga 1: Opcijsko nagrajevanje v podjetju Datalab, d.d.....	1
Priloga 2: Slovar tujk .....	3

## Uvod

Kako nagraditi vodilne managerje v podjetju je vprašanje, ki si ga investitorji zastavljajo že desetletja. Z ločitvijo lastniške in upravljske funkcije v podjetjih je prišlo do navskrižja interesov, ki ga lastniki podjetij skušajo odpraviti z uporabo najrazličnejših instrumentov. Eden izmed njih so delniške opcije.

Opcije so v svetu eno izmed najbolj uporabljanih orodij za nagrajevanje managementa. Množično jih uporabljajo predvsem v ZDA, kjer so se uveljavile že v 80-ih letih. Čeprav obstajajo razlogi, ki govorijo v prid takšnemu nagrajevanju, se pogosto izkaže, da gre za dokaj neučinkovito sredstvo motivacije managementa. Veliko podjetij pa ga je v preteklosti pričelo uporabljati samo zato, da bi z njim prikrili vsote, izplačane vodilnim v podjetju, pred investitorji.

Dejstva, da opcije imajo določen vpliv na delovanje managementa kljub vsemu ne gre zanemariti - še posebej, če vzamemo v obzir pogostost njihove uporabe. Kako opcije vplivajo na delovanje managerjev, je odvisno predvsem od oblike opcij, ki jih podjetja uporabljajo za nagrajevanje. Največje razlike v njihovih oblikah predstavljajo izvršilne cene, zato v diplomskem delu prikazujem izsledke raziskav, s katerimi ekonomisti poskušajo določiti uporabo optimalne izvršilne cene. Ta pomeni najučinkovitejšo uporabo opcij kot motivacijskega dejavnika za delovanje managementa v korist podjetja. Pri tem predpostavljam, da tradicionalen izbor izvršilne cene opcij na ravni trenutne tržne cene ni najbolj optimalen sistem nagrajevanja, pač pa je v splošni uporabi zgolj zaradi svoje preprostosti. Hkrati predstavljam vzroke, zaradi katerih imajo danes bolj kot kdajkoli prej možnost za razvoj tudi drugačne oblike opcijskega nagrajevanja.

V prvem delu diplomske naloge opredeljujem opcije in nekatere splošne pojme, ki jih je treba poznati za razumevanje samega koncepta opcijskega nagrajevanja. V 1. poglavju tako predstavljam osnovne definicije opcij; v 2. opisujem razvoj opcij in nagrajevanje managementa z njimi. V 3. poglavju se osredotočam na vrednotenje opcij z vidika podjetja in managerja ter na vpliv davčne obravnave opcijskega nagrajevanja na vrednotenje podeljenih opcij. V drugem delu se posvečam različnim možnostim pri izbiri vrste opcij. V 4. poglavju opisujem različne strategije izbora izvršilne cene; v 5. poglavju predstavljam izsledke raziskav, ki so bile opravljene do sedaj; v 6. poglavju razlagam spremembe, ki bi jih v opcijsko nagrajevanje lahko prinesla spremenjena zakonodaja. V 6. in 7. poglavju na praktičnih primerih poskušam prikazati trende, ki se kažejo v opcijskem nagrajevanju v tujini in doma. V zadnjem poglavju predstavljam zaključke, do katerih sem prišla med nastajanjem naloge.

## 1. Definicija opcij

Opcije običajno ločujemo na finančne in realne opcije. Vendar so realne opcije v resnici zgolj razširitev finančnih opcij na realna, nefinančna sredstva. Management jih uporablja kot sredstvo pri investicijskem odločanju. Celoten pristop realnih opcij pa temelji na uporabi modelov vrednotenja finančnih opcij pri vrednotenju nefinančnih oziroma realnih investicij (Mohar, 2005, str. 14).

Pri nagrajevanju managementa z opcijami gre za finančne opcije, zaradi česar realnih opcij v nadaljevanju ne obravnavam podrobneje.

Finančna opcija je izvedeni instrument oziroma oblika, kar pomeni, da je njena vrednost povezana z osnovnim instrumentom oziroma obliko, na katerega je napisana, izstavljena ali izdana. Tako je vrednost opcije na določeno delnico tesno povezana z vrednostjo te delnice, opcija na devizo pa z vrednostjo te devize (Veselinovič, 1996, str. 44).

Poznamo delniške opcije, indeksne opcije, obrestne opcije, devizne (valutne) opcije, opcije na standardizirane termenske pogodbe, opcije na obrestne zamenjave in eksotične opcije, kot so npr. vremenske opcije itd. (Zver Gabrijelčič, 2004, str. 1142).

V nalogi se posvečam delniškim opcijam kot enemu izmed pomembnejših orodij managerskega nagrajevanja.

Ko govorimo o opcijah, nam morajo biti jasni nekateri pojmi, kot so:

- 1) **Izvršitev opcije:** pomeni nakup ali prodajo osnovnega instrumenta, odvisno od tega, za katero vrsto opcije gre.
- 2) **Izvršilna cena:** v opcijski pogodbi določena cena (običajno stalna), po kateri lahko lastnik opcije kupi ali proda osnovni instrument, na katerega je opcija napisana.
- 3) **Datum zapadlosti opcije:** gre za datum, s katerim je opcijo moč izvršiti (velja za evropske opcije) oziroma s katerim neizvršena opcija zapade.

Ločimo ameriške in evropske opcije. Ameriške opcije je mogoče izvršiti kadar koli pred datumom zapadlosti opcije, medtem ko je evropske opcije mogoče izvršiti samo v določenem trenutku, in sicer na datum zapadlosti (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 546).

Večina opcij, s katerimi se trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, je ameriškega tipa. Običajno gre za opcije na delnice in opcije na delniške indekse za podjetja S&P 100 in S&P 500. Evropske opcije so na ameriškem trgu redkost. Na »American Stock Exchange« so z njimi trgovali od sredine 80-ih do leta 1992, ponovno so jih vpeljali konec 90-ih let. Dokaj pogosto se z njimi trguje na OTC (»over-the-counter«) trgih.

Evropske opcije je zaradi opisane izvršljivosti precej lažje vrednotiti kot ameriške, saj ameriške opcije imetnikom nudijo večjo svobodo, s tem pa so tudi pogoji za vrednotenje z modelom težje določljivi. Tudi največkrat uporabljeni model vrednotenja opcij, Black-Scholesov model, je primeren zgolj za vrednotenje evropskih opcij (Grinblatt, Titman, 2002, str. 259).

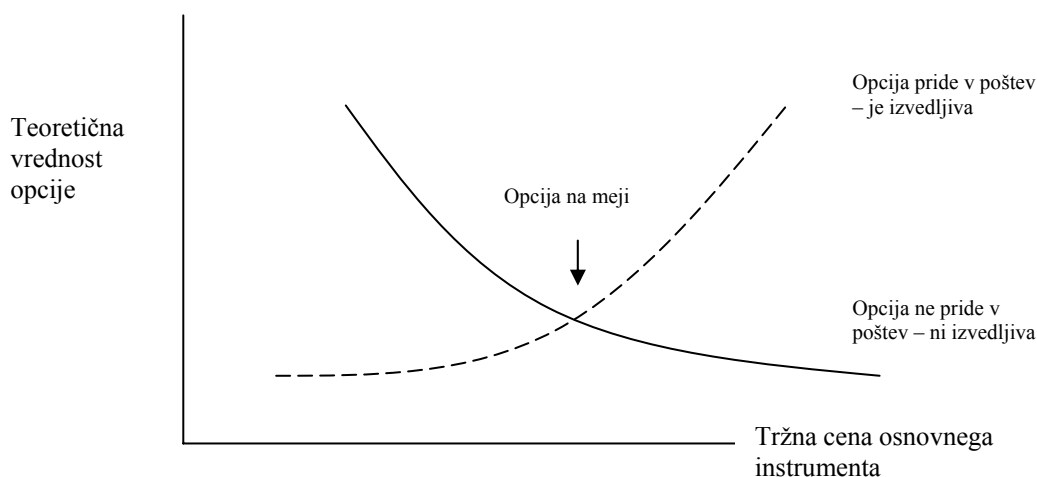
## 1.1. Nakupne in prodajne opcije

Najpogostejša oblika opcij je **nakupna opcija**. Nakupna opcija je tista, s katero si opcijski upravičenec zagotovi določeno nakupno ceno nekega instrumenta v času, ko opcijo izkoristi, ne glede na tedaj veljavno tržno ceno. Opcijski upravičenec je tu kupec, ki je upravičen kupiti po določeni ceni, opcijski zavezanec pa prodajalec, ki mora prodati po določeni ceni. Tveganje pri nakupni opciji je na strani prodajalca.

**Prodajna opcija** je na drugi strani tista, s katero si opcijski upravičenec zagotovi določeno prodajno ceno v času, ko opcijo izkoristi, ne glede na tedaj veljavno tržno ceno. Tukaj je opcijski upravičenec prodajalec, opcijski zavezanec pa kupec, ki mora kupiti po določeni ceni. Tveganje pri prodajni opciji je na strani kupca.

Opcijska pogodba je napisana za določeno število/vrednost delnic (ali kakega drugega instrumenta) in ima določen datum zapadlosti (Bohinc, 2005, str. 731).

Slika 1: Razmerje med trenutno tekočo tržno ceno osnovnega instrumenta oziroma oblike in teoretično vrednostjo nakupne in prodajne opcije



S ceno osnovnega instrumenta narašča tudi teoretična vrednost nakupne opcije.

S ceno osnovnega instrumenta pada tudi teoretična vrednost prodajne opcije.

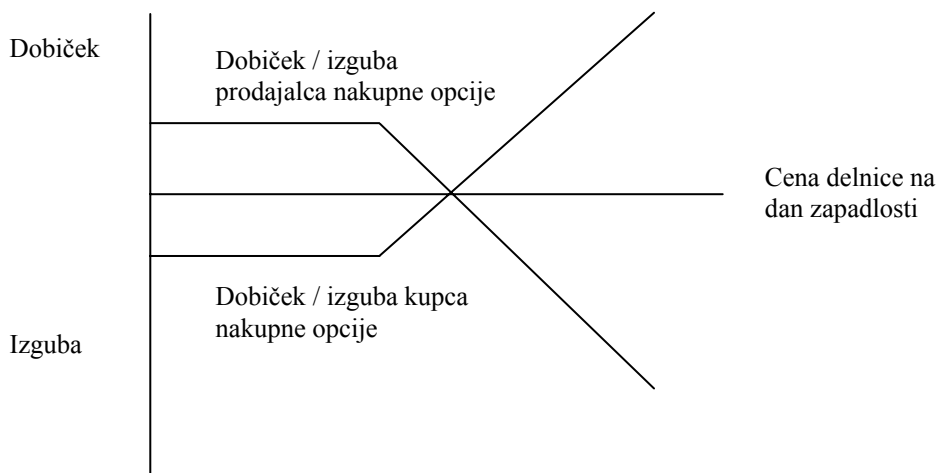
Vir: Veselinovič, 1996, str. 45.

Eden izmed najvažnejših elementov vsake opcije je izvršilna oziroma udarna cena. Glede na primerjavo med izvršilno in tržno ceno ločimo opcije na takšne, ki se splačajo, ki se ne splačajo in opcije na meji (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 638).

V primeru nakupnih opcij, ki so instrument opcijskega nagrajevanja managementa, velja, da se opcija splača, kadar je tržna cena višja od izvršilne, da se opcija ne splača, kadar je tržna cena nižja od izvršilne, in da je opcija na meji, kadar sta tržna in izvršilna cena enaki. V tem primeru je za kupca in prodajalca vseeno, ali je opcija izvršena (Veselinovič, 1996, str. 45-46).

Iz slike 2 je razvidno, da je tveganje investitorja omejeno le na premijo, ki jo plača za opcijo, medtem ko omejitve pri zaslužku ni. Ta je lahko v primeru, da se cena delnice v primerjavi z izvršilno ceno opcije močno poveča, tudi zelo visok. Maksimalen zaslužek prodajalca je omejen na premijo, omejitve za izgubo ni (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 631).

Slika 2: Grafična ponazoritev pozicije kupca in prodajalca nakupne opcije



Vir: Veselinovič, 1996, str. 46.

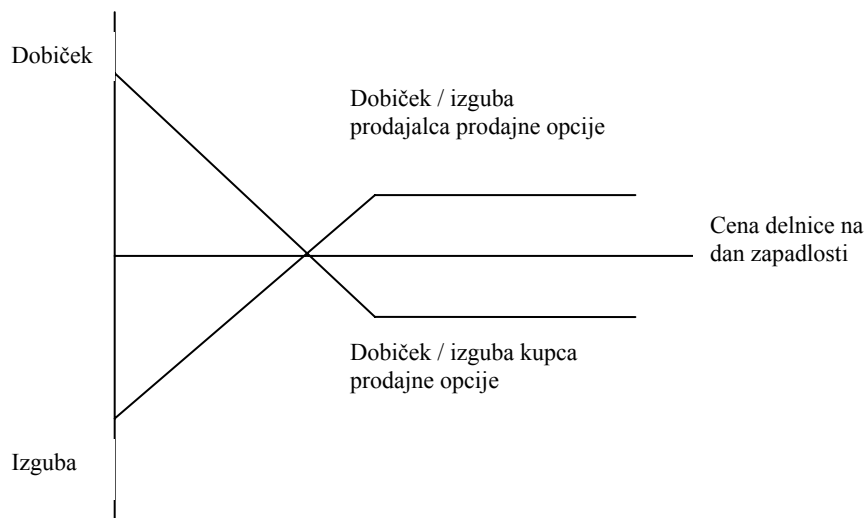
Za prodajne opcije velja, da se opcija splača, kadar je tržna cena nižja od izvršilne, da se opcija ne splača, kadar je tržna cena višja od izvršilne, in da je opcija na meji, kadar sta tržna in izvršilna cena enaki. V tem primeru je tako za kupca kot tudi za prodajalca prodajne opcije vseeno, ali je ta izvršena (Veselinovič, 1996, str. 45-46).

Tudi tu je tveganje kupca prodajne opcije omejeno na plačano premijo, maksimalen zaslužek pa na izvršilno ceno na delnico, ob teoretični možnosti, da vrednost delnice pade na ničlo. Ravno obratno velja za prodajalca nakupne opcije (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 632-633).



Prodajne in nakupna opcija sta si torej različni tudi v omejitvi zaslužka. Medtem ko pri nakupni opciji ni nikakršnih omejitev zaslužka za kupca, je pri prodajni opciji ta omejen z vnaprej določeno izvršilno ceno.

Slika 3: Grafična ponazoritev pozicije kupca in prodajalca prodajne opcije



Vir: Veselinovič, 1996, str. 47.

## 1.2. Kombinacije opcij

Kombiniranje opcij lahko pripelje do situacije, v kateri je naložbena strategija posameznika popolnoma netvegana. Tako lahko na primer zavarujemo nakup delnic s tem, da hkrati kupimo prodajno opcijo in prodamo nakupno opcijo, z isto izvršilno ceno ter istim datumom zapadlosti. Ta strategija zagotavlja enak zaslužek ne glede na to, ali cene delnic narastejo ali padejo. V primeru, da cene narastejo, bo kupec nakupne opcije na dan zapadlosti to izkoristil, če pa cene padejo, bo investitor izkoristil prodajno opcijo (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 552-554).

Uporablja se veliko strategij kombiniranja opcij oziroma zavarovanja premoženja z opcijami. Med najbolj znane sodijo (Copeland, Weston, Shastri, 2005, str. 204-206):

- kombinacije nakupne in prodajne opcije v isti pogodbi z istim datumom zapadlosti ter izvršilno ceno.
- kombinacije nakupne in prodajne opcije v isti pogodbi, pri katerih je izvršilna cena prodajne opcije običajno nižja od izvršilne cene nakupne opcije.
- kombinacije dveh nakupnih opcij in ene prodajne opcije oziroma dveh prodajnih in ene nakupne opcije.

V obzir je treba vzeti tudi premije, ki jih moramo plačati in ki jih pridobimo s takšnim kombiniranjem strategij. Investitor mora za nakup prodajne opcije premijo plačati, za prodajo nakupne opcije pa premijo pridobi. Vendar ti premiji nista enaki. Dokazati je možno, da zaradi siceršnje možnosti arbitraže velja naslednja enakost:

$$\begin{array}{rcccccc} \text{Vrednost} & & \text{Premija, plačana za} & & \text{Premija, pridobljena} & & \text{Sedanja vrednost} \\ \text{delnice} & + & \text{prodajno opcijo} & - & \text{za nakupno opcijo} & = & \text{izvršilne cene} \end{array}$$

(Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 552-554)

## 2. Razvoj nagrajevanja z opcijami

Opcije so eden najpomembnejših finančnih instrumentov današnjih financ, hkrati pa imajo za sabo dolgo in bogato zgodovino. Sama ideja opcij naj bi izhajala že iz antičnih časov, a za pravi začetek razvoja opcij štejemo ustanovitev prve borze opcij na svetu, do katere je prišlo leta 1973 v Chicagu (Veselinovič, 1996, str. 43-44).

Prvi, ki se je zavzel za vpeljavo opsijskega nagrajevanja managerjev v podjetja, je bil Jensen. Skupaj z Mecklingom sta namreč raziskovala problem agentskih stroškov (1976, str. 6-7), do katerega je v podjetjih prihajalo zaradi ločitve lastniške in upravljalске funkcije. Agentske stroške sestavljajo stroški, ki jih imajo lastniki z nadzorom managerjev, stroški za povezavo managerjev in podjetij (stroški pogodb itd.) in mrtve izgube.

Problem agentskih stroškov se je še posebno odrazil v 80-ih letih, ko je v podjetjih prihajalo do raznih zlorab s strani managerjev, do pomanjkljivega nadzora lastnikov nad managerji ter do pogosto brezglavih združevanj podjetij.

Jensen je bil prepričan, da bi bilo potrebno uskladiti interese lastnikov in managerjev tako, da bi managerji postali delni lastniki podjetja, v katerem so zaposleni. S tem naj bi se agentski stroški zmanjšali. Večjo motivacijo managerjev za delovanje v prid lastnikov pa naj bi ti dosegli s pomočjo podeljevanja opcij (Jensen, Murphy, 1990, str. 1-5).

V 80-ih in 90-ih letih dvajsetega stoletja je prišlo do pravega razmaha opcij in opsijskega nagrajevanja. Konec 90-ih let so opcije postale glavni vir zaslužka vodilnega managementa. Če je podjetje doseglo finančne rezultate, ki so bili prepričljivi za trg vrednostnih papirjev, potem so managerji lahko unovčili opcije, pri čimer so zaslužili ogromne zneske. Če jim to ni uspelo, poleg dogovorjene plače niso dobili ničesar (Rus, 2003, str. 108).

Murphy (1999, str. 22) je ugotovil, da so delniške opcije za nagrajevanje managementa postale popularne iz dveh razlogov. Poleg omenjenih ekonomskih razlogov, naj bi obstajali tudi politični. Zaradi visokih plačil, ki so jih v 80-ih prejemale vodilni zaposleni je zaradi

javnega mnenja, ki se je obrnilo proti visokim nagradam, prišlo do substitucije oblike plačila iz fiksnega v variabilnega, torej delniške opcije.

Podeljevanje delniških opcij managementu se je razvilo predvsem v ZDA, v Evropi pa nekako ni prišlo do izraza. Države, kjer je najbolj pogosto, so Velika Britanija, Francija in Irska. Poznano je tudi v ostalih državah, kjer pa je bolj izjema kot pravilo. Razlogi za to se skrivajo v davčni zakonodaji, stanju kapitalskega trga, različnem reguliranju trgov v državah EU in v nezadostnem védenju o samih opcijah.

Študije Bear Stearns so konec 90-ih let kazale, da delniške opcije predstavljajo kar 40 odstotkov zaslužka managementa v 500 največjih ameriških družbah, v primerjavi s približno 25 odstotki v prvih letih prejšnjega desetletja (Hall, Murphy, 1999, str. 1).

Na začetku so bile opcije večinoma instrument nagrajevanja višjega managementa, v 90-ih letih pa so se pričeli pojavljati opsijski načrti, ki so vključevali tudi ostale zaposlene v podjetjih. Še vedno velja, da se opcije za nagrajevanje pojavljajo predvsem v velikih podjetjih, mala in srednje velika podjetja pa jih uporabljajo zgolj izjemoma. Razlog tiči v tem, da so administrativni stroški opcij precejšnji, za samo podelitev opcij pa je potrebno, da ima podjetje delniško kapitalsko strukturo. Opcije se tako v manjših in srednjih podjetjih pojavljajo predvsem v sektorju informacijske tehnologije oziroma v visokotehnoloških sektorjih. Tu so opcije eden izmed pomembnejših načinov motiviranja zaposlenih, saj manjša podjetja le težko tekmujejo z velikimi, ki dobre kadre zadržujejo s podeljevanjem visokih plač. Pomembne so tudi v sektorjih, kjer je management težko nadzorovati, saj združujejo interese managementa in lastnikov (Employee Stock Options, 2003, str.7).

V zadnjih letih pa se je trend nagrajevanja z opcijami obrnil. Zaradi nepreglednosti procesa opsijskega nagrajevanja je v podjetjih prihajalo do zlorab s strani managementa, zato so opcije pričeli nadomeščati drugi finančni instrumenti (Surette, 2005).

Zlorabe so se pojavile, ker so bili managerji zaradi opsijskega nagrajevanja motivirani za izkazovanje visokih dobičkov, saj so tem pripomogli k rasti vrednosti svojih delnic. To pa je privedlo do raznih računovodskih manipulacij ter drugih nepravilnosti.

Zaradi propada podjetij, kot so Enron, WorldCom, Xerox, Merck itd., ki so napihovali svoje bilance in izkazovali dobičke, čeprav so v resnici poslovali z izgubo, med drugim tudi zato, da so direktorji lahko izvrševali delniške opcije, se je v javnosti pojavilo ogromno kritik na račun opsijskega nagrajevanja (Samec, 2002, str. 6).

Mnogo podjetij je povsem prenehalo z opcijskim nagrajevanjem (med njimi npr. Microsoft). Prišlo je tudi do spremembe zakonodaje, sprva v EU (IASB<sup>1</sup>), nato pa tudi v ZDA (FASB<sup>2</sup>), po kateri je sedaj opcije treba prikazovati kot strošek ter jih vključiti v izkaz uspeha (Re-examine Stock Options as Compensation, 2002).

V Sloveniji delniške opcije niso zelo razširjene. Med najpomembnejšimi razlogi za to je davčno okolje, ki takšnim opcijam ni naklonjeno. V preteklosti je celo prihajalo do dvojnega obdavčevanja. Nenaklonjene so jim tudi splošne razmere v družbi, ki nasprotuje visokim nagradam članov uprav (Logar, 2004, str. 1131).

V Sloveniji je prav tako premalo družb, ki kotirajo na borzi, da bi se lahko razvila delniška kultura, ki bi omogočila opcijsko nagrajevanje. Tradicionalno nagrajevanje poteka predvsem s fiksnim plačilom, čeprav tudi pri nas počasi narašča variabilni del plačila managementa. Ta je v tujini že dolgo prisoten, saj omogoča večjo fleksibilnost (Samec, 2004, str. 1117).

Razlogi za pogosto uporabo opcij za nagrajevanje managementa so (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 579):

- 1) Opcije naj bi zbližale interese managerjev z interesi delničarjev. S tem, ko managerji postanejo lastniki določenega dela podjetja oziroma vidijo možnost, da bodo postali lastniki deleža, pričnejo ravnati v skladu z interesi lastnikov. Opcije naj bi tako pravzaprav poskrbele za znižanje agentskih stroškov.
- 2) Uporaba opcij podjetju omogoči znižanje osnovne plače managerjev. To hkrati pozitivno vpliva na moralo drugih zaposlenih, saj se vsaj na videz zmanjšajo razlike med njihovimi zaslužki.
- 3) Opcije zaslužke managerjev povežejo z uspešnostjo poslovanja podjetja.
- 4) Opcije so tudi davčno ugodnejši način plačevanja zaposlenih. Po trenutnem zakonu ZDA opcije, katerih izklicna cena je stalna in v trenutku podelitve enaka ali višja od tržne cene, ne spadajo med davčno obravnavane prihodke. Obdavčene so šele ob izvršitvi.

Raziskava, ki jo je opravil Direktorat za podjetništvo v okviru Evropske komisije in v sodelovanju z neodvisnimi strokovnjaki iz držav EU kot najpomembnejše razloge za uporabo delniških opcij pri nagrajevanju navaja (Employee Stock Options, 2003, str. 19-22):

- 1) povečanje motivacije in produktivnosti zaposlenih;
- 2) možnost za pridobitev (ohranitev) kvalificiranih kadrov;
- 3) razloge, povezane z likvidnostjo podjetja in njegovo kapitalsko strukturo.

---

<sup>1</sup> IASB = International Accounting Standards Board.

<sup>2</sup> FASB = Financial Accounting Standards Board.

Čeprav se je nagrajevanje s pomočjo podeljenih opcij v zadnjih letih pričelo umikati drugačnim metodam nagrajevanja, opcije še vedno predstavljajo pomemben del managerskega zaslужka. Zaslужek prek opcij je za deset najbolje plačanih managerjev v ZDA v letu 2005 v povprečju znašal kar 86,5 odstotkov njihovega celotnega zaslужka.

Tabela 1: Seznam desetih najbolje plačanih managerjev v ZDA, v letu 2005

<b>Manager</b>	<b>Podjetje</b>	<b>Zaslужek preko opcij (v mio \$)</b>	<b>Celotni zaslужek (v mio \$)</b>
Richard D. Fairbank	Capital One Financial	249,27	249,42
Terry S. Semel	Yahoo	229,95	230,55
Henry R. Silverman	Cendant	117,64	139,96
Bruce Karatz	KB Home	118,37	135,53
Richard S. Fuld Jr.	Lehman Bros Holdings	74,96	122,67
Ray R. Irani	Occidental Petroleum	37,56	80,73
Lawrence J. Ellison	Oracle	66,89	75,33
John W. Thompson	Symantec	69,07	71,84
Edwin M. Crawford	Caremark Rx	63,84	69,66
Angelo R. Mozilo	Countrywide Financial	48,59	68,95

Vir: DeCarlo, 2006.

### **3. Vrednost in vrednotenje opcij**

#### **3.1. Vrednost opcij**

Na vrednost opcij vpliva veliko število spremenljivk. Večina ni povezanih z uspešnostjo delovanja managerjev v podjetju, kar je tudi eden izmed razlogov, ki govorijo proti nagrajevanju z opcijami (Aust, 2004).

Osnovni elementi, ki določajo vrednost opcije, so:

- tekoča tržna cena pripadajočega osnovnega instrumenta,
- izvršilna cena opcije,
- čas do izteka opcije oziroma zapadlosti opcije,
- predvidena obrestna mera,
- pričakovana nestabilnost osnovnega instrumenta.

Tabela 2: Vpliv dejavnikov na vrednost nabavne in prodajne opcije

Dejavnik	Nabavna opcija	Prodajna opcija
Tržna cena instrumenta	+	-
Izvršilna cena	-	+
Spremenljivost	+	+
Obrestna mera	+	-
Čas do zapadlosti	+	+

Vir: Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 558.

Odvisnost vrednosti opcij od tržne in izvršilne cene sem predstavila že pod točko 1. Kar je v tabeli morda presenetljivega, je pozitivna povezanost vrednosti nabavne in prodajne opcije od nestabilnosti cene osnovnega instrumenta, na katerega se nanaša vrednost opcije. Razlog za to je v omejeni izgubi, ki v najslabšem primeru dosega vrednost premije, ki jo kupec plača za določeno opcijo. Kadar je tržna cena delnice bolj nestabilna, obstaja večja verjetnost, da bo na datum zapadlosti razlika med tržno in izvršilno ceno večja. V primeru, da tržna cena pri nakupni opciji močno presega izklicno, je zaslužek večji. Če pa je tržna cena nižja od izklicne, je popolnoma vseeno, koliko nižja je. Opcije v tem primeru ne izvršimo. Ista logika velja za prodajno opcijo, kjer opcijo izvršimo v primeru, da je tržna cena nižja od izvršilne.

Za obrestno mero velja, da ima pozitiven vpliv na nakupno opcijo in negativen vpliv na prodajno opcijo, saj vpliva na zviševanje tržne cene osnovnega instrumenta.

Pozitivna je povezanost časa tako z nakupno, kot tudi s prodajno opcijo, saj v daljšem časovnem obdobju obstaja možnost večjih cenovnih sprememb. Kar pomeni, da so s časovno oddaljenostjo izvršitve tudi pričakovanja lastnika opcije lahko večja. Treba je poudariti, da takšna povezanost za evropske opcije ne velja vedno. Ameriške opcije so namreč izvršljive v vsakem trenutku, zaradi česar opcija z daljšim datumom zapadlosti ne more biti vredna manj kot popolnoma enaka opcija s krajšim datumom zapadlosti. Evropske opcije pa so izvršljive le v določenem trenutku. V primeru, da v podjetju pride do izplačila dividend, je opcija, ki ima datum zapadlosti tik pred tem, vredna več od opcije z datumom zapadlosti po izplačilu. Lastnik delnic namreč, v primeru, da jih ne proda, poleg delnic dobi tudi dividende (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 555-558).

Hull (1989, str. 108-110) tako k osnovnim elementom, ki določajo vrednost opcije, dodaja še dividende oziroma njihovo izplačilo. Cox in Rubinstein (1985, str. 33-39) pa kot faktorje, ki vplivajo na vrednost opcij, označita še:

- pričakovano rast cene osnovnega instrumenta,
- dodatne lastnosti cenovnih gibanj osnovnega instrumenta,
- donos ali pristop investitorjev do tveganja,
- lastnosti oziroma karakteristike drugih razpoložljivih osnovnih instrumentov,
- davčno zakonodajo,

- predpise o obveznih maržah pri poslovanju z osnovnimi in izvedenimi instrumenti,
- transakcijske stroške,
- strukturo trga.

### 3.2. Vrednotenje opcij z vidika podjetja

Vprašanje vrednotenja opcij ekonomistom že desetletja povzroča probleme. V osnovi je opcije mogoče vrednotiti na dva načina. Notranja vrednost je razlika med trenutno tržno ceno delnice in izvršilno ceno opcije. Pravična vrednost je vrednost na datum zapadlosti, merjena z uporabo opsijskega modela. Poznamo veliko različnih modelov, najbolj pogosto uporabljeni je Black-Scholes model (Wayman, 2002).

#### 3.2.1. Notranja in časovna vrednost opcije ter premija

Notranja vrednost je razlika med tržno in izvršilno ceno. Je osnova za izračun premije, ki jo mora plačati kupec nakupne ali prodajne opcije. Drug del premije je odvisen od časa do zapadlosti opcije. Čim daljši je ta, tem večja je premija, ki so jo kupci pripravljene plačati za neko opcijo – gre za t. i. časovno vrednost (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 638).

*Premija = notranja vrednost + časovna vrednost opcije*

Časovna vrednost je skupek štirih dejavnikov (Jež, 1999, str. 4):

- časa do zapadlosti opcije,
- nestabilnosti osnovnega instrumenta,
- izplačila dividend,
- obrestne mere.

Časovna vrednost je razlog, da kljub temu, da je ameriške opcije možno izvršiti v kateremkoli trenutku do zapadlosti, do tega ne prihaja pogosto. Ob izvršitvi namreč kupec opcije prejme zgolj notranjo vrednost, zaradi česar se mu bolj kot izvršitev opcije splača njena prodaja<sup>3</sup> (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 640).

Vsaka premija je omejena zaradi možnosti arbitražnih dobičkov. Spodnjo mejo premije predstavlja razlika med tržno ceno delnice (osnovnega instrumenta) in izvršilno ceno, zgornjo mejo pa predstavlja sama tržna vrednost delnice.

---

<sup>3</sup> Do izjem prihaja zgolj zaradi izplačil dividend v podjetjih. Glej razlago pod točko 3.1.

V primeru, da imamo delnico, katere tržna cena znaša 100\$, izvršilna pa 90\$, mora premija znašati najmanj 10\$. V primeru, da bi bila premija na primer samo 8\$, bi namreč lahko zaslužili tako, da bi kupili nakupno opcijo za 8\$, opcijo izvršili, pri čemer bi plačali 90\$, nato pa bi delnico prodali za 100\$. Arbitražni dobiček bi v tem primeru znašal 2\$. V primeru, da bi premija za nakupno opcijo znašala več kot 100\$, pa bi se nam bolj splačalo kupiti samo delnico kot opcijo (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 554-555).

### **3.2.2. Black–Scholesov model**

Vrednotenje opsijskega nagrajevanja s stališča stroškov, ki jih to predstavlja podjetju, se je resnično začelo šele leta 1973, ko sta Fischer Black in Myron Scholes objavila razpravo o vrednotenju opcij ter izpeljala formulo za določanje vrednosti opcij, nakupnih bonov in podobnih časovnih terjatev.

Poleg matematične izpeljave sta odkrila tudi možnost za »idealno odpravo tveganja«, ki jo nudijo opcije. Uporabnik namreč lahko nevtralizira tveganje tako, da kupi osnovni instrument in hkrati proda opcijo na ta isti osnovni instrument ali pa proda osnovni instrument ter hkrati kupi opcijo.

Predpostavke modela so (Veselinovič, 1996, str. 114-116):

1. Obrestna mera je konstantna, netvegana in znana vnaprej.
2. Obnašanje tržne cene osnovnega instrumenta ustreza lognormalni porazdelitvi verjetnosti, pričakovana stopnja donosa osnovnega instrumenta pa normalni porazdelitvi.
3. Varianca donosa osnovnega instrumenta je konstantna.
4. Če je osnovni instrument lastniški, ni v opsijskem času nobenih izplačil dividend ali drugih ugodnosti.
5. Formula velja zgolj za evropsko opcijo.
6. Ni transakcijskih stroškov, provizij ali davkov.
7. Davčne dajatve so enake za vse transakcije in tržne udeležence.
8. Investitorji si lahko denar izposodijo po isti konstantni in netvegani obrestni meri.
9. Ni arbitražnih priložnosti.
10. Nestabilnost osnovnega instrumenta je konstantna.

Hull (1989, str. 92) pa zgornje predpostavke nekoliko omili, saj pravi, da je model še vedno natančen, če sta donosnost in nestabilnost osnovnega instrumenta funkciji izvršilne cene in časa. Konstantnost po njegovem ni nujni pogoj. Doda pa dve novi predpostavki:

11. Trgovanje z osnovnim instrumentom je neprekinjeno.
12. Dovoljeno je prodajanje na kratko.



Vrednost opcij je sicer z modelom moč natančno določiti le v primeru, da držijo vse zgornje predpostavke. Vendar se je kasneje razvilo še veliko drugih različic modela, ki omogočajo izpustitev nekaterih predpostavk. Tako je z eno izmed teh možnosti na primer mogoče oceniti vrednost opcije, pri kateri lastniki osnovnega instrumenta dobijo izplačane dividende.

Formula za vrednotenje opcij (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999, str. 560-564):

$$C = SN(d_1) - Ee^{-rt} N(d_2)$$

$$d_1 = \left[ \ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)t \right] / \sqrt{\sigma^2 t}$$

$$d_2 = d_1 - \sqrt{\sigma^2 t}$$

S.....trenutna tržna cena

E.....izvršilna cena

r.....konstantna netvegana obrestna mera

$\sigma^2$  ....varianca

t.....čas do zapadlosti opcije (v letih)

N(d)...verjetnost, da bo standardizirana, normalno porazdeljena, naključna spremenljivka manjša ali enaka d

Danes je Black-Scholesov model največkrat uporabljeni model za vrednotenje opcij, čeprav ima veliko nasprotnikov, saj temelji na predpostavkah, ki jih v realnem svetu nikakor ni mogoče zagotoviti. Eden izmed glavnih kritikov teorije je Gastineau (v Veselinovič, str. 114), ki pravi, da so vrednosti opcij, ocenjene preko Black-Scholesovega modela v povprečju prenizke. Do tega pride zaradi uporabe lognormalne verjetnostne porazdelitve cene osnovnega instrumenta. Takšna porazdelitev da razmeroma dobre rezultate le, ko se tržna in izvršilna cena ne razlikujeta. Model je bil deležen kritik tudi zaradi predpostavke o neizplačevanju dividend in zaradi upoštevanja ene same, netvegane kratkoročne obrestne mere itd.

### 3.3. Obdavčitev opcij

S stališča zaposlenih sta pri obdavčitvi opcij pomembna predvsem dva vidika. Prvi je vrsta davkov, ki jih bodo morali plačati, drugi pa, kdaj jih bo treba plačati. Opcije so na splošno lahko obravnavane kot dohodek iz zaposlitve in obdavčene z dohodnino in ponekod tudi socialnimi prispevki ali kot kapitalski dobiček. V slednjem primeru so davki v večini držav občutno nižji.

V življenjskem ciklu opcije obstaja pet različnih trenutkov, v katerih lahko pride do obdavčitve (Employee Stock Options, 2003, str. 27-33):

1. **Ob odobritvi delniških opcij:** takšen sistem sicer zagotavlja poštenost davčnega sistema, saj so ostali finančni instrumenti, podeljeni zaposlenim, običajno obdavčeni na takšen način. A pojavi se kar nekaj problemov. Zaposleni morajo plačati davek v trenutku, ko še niso dobili prihodka, kar lahko povzroči likvidnostne probleme. Prav tako poveča tveganje, saj zaposleni običajno ne dobijo povračila za plačane davke, če delnice v kasnejšem obdobju izgubijo na vrednosti. Velja pa poudariti, da takšna obdavčitev lahko povzroči večjo povezanost zaposlenih s samim podjetjem, saj je njihova motivacija za uspeh podjetja večja. Hkrati pa pošlje sprejem opcij s strani zaposlenih pri takšnem sistemu obdavčitve investitorjem izredno pozitiven signal o vrednosti in razvojnih možnostih podjetja.
2. **Ob podelitvi delniških opcij:** gre za trenutek, ko so opcije izvršljive. Problemi, ki se pojavijo pri takšnem sistemu, so zelo podobni tistim pri obdavčitvi ob odobritvi opcij. Poleg tega prihaja do dodatnih problemov zaradi potrebe po natančnem nadzoru. Opcije namreč običajno postajajo izvršljive postopoma.
3. **Ob izvršitvi opcij:** gre za sistem, uveljavljen v večini držav. Opcije so obdavčene v trenutku izvršitve, ko zaposleni plača izvršilno ceno, s čimer pridobi delnice podjetja. Tudi tu lahko nastopi problem likvidnosti. Ta je tudi eden izmed razlogov, ki se navajajo kot razlog, da zaposleni pogosto prodajo delnice neposredno po izvršitvi opcij. Vsekakor pa pomembno vlogo igra tudi želja po razpršitvi njihovih naložb.
4. **V trenutku, ko je delnice mogoče prodati:** Nekatera podjetja v opsijskih načrtih zaposlenim določijo minimalno obdobje, v katerem delnic ne smejo prodati. V takšnem primeru je smiselno opcije obdavčiti šele, ko je njihova prodaja možna, s čimer se prepreči nastanek problema likvidnosti.
5. **V trenutku realizacije kapitalskega dobička (= ob prodaji delnic):** tu sta možna dva načina obdavčitve. In sicer je razlika med izvršilno ceno in med ceno delnice v trenutku izvršitve možno obdavčiti z dohodnino, razlika, ki je nastala kasneje, pa z davkom na kapitalski dobiček. Možna je tudi obdavčitev celotnega zneska z davkom na kapitalski dobiček.

V veliko državah je obdavčitev odvisna od določenih kriterijev. V primeru, da jim opsijski načrti podjetij zadoščajo, je obdavčitev nižja, kot če tem kriterijem ni zadoščeno.

### ***3.3.1. Obdavčitev opcij in pogoji managerskega nagrajevanja z opcijami v EU***

Opcijsko nagrajevanje managementa v EU v podjetniškem sektorju ne igra pomembne vloge. Le redko se podjetja odločijo za takšno kompenzacijo. Vendar je statistika glede tega zelo pomanjkljiva, zato je težko reči, kakšen je pravzaprav obseg opcijskega nagrajevanja. Verjetno bo to v prihodnjih letih nekoliko bolj razvidno, saj so po novem podjetja zavezana k izkazovanju opcijskega nagrajevanja oziroma stroškov takšnega nagrajevanja, ocenjenih s pomočjo uporabe modelov (Black-Scholesov, bimodalni).

V Evropski uniji zaenkrat zakonodaja ne določa enotne davčne obravnave opcijskega nagrajevanja. Zato se ta med državami precej razlikuje. Razlikuje se tudi razvitost takšnega nagrajevanja. Pogosto je predvsem v državah Zahodne Evrope, medtem ko se v državah Vzhodne Evrope pojavlja le izjemoma. V nadaljevanju bom navkljub razlikam opisala nekatere skupne značilnosti obdavčitve opcij v EU. Najpogosteje se pojavlja obdavčitev v trenutku izvršitve opcij.

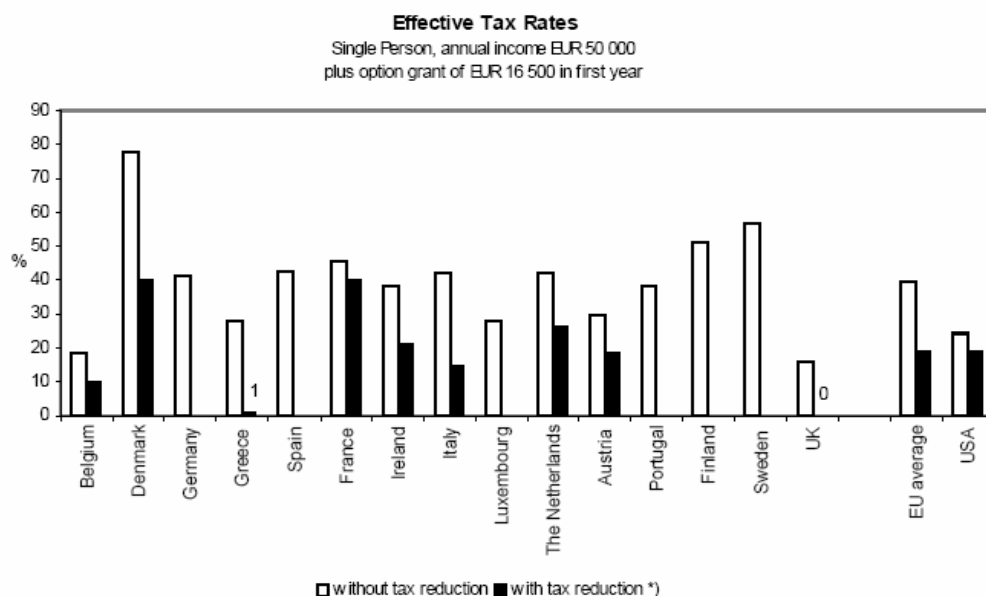
Kadar so opcije obdavčene z davkom na osebni dohodek, bi zaposleni zaradi v večini progresivne davčne lestvice zanje plačali previsok davek, zato se nekatere države poslužujejo posebnih sistemov izračuna davka, in sicer s povprečnim dohodkom. To je sicer koristno za davčne zavezance, a povečuje kompleksnost davčnega sistema. Takšen sistem imajo npr. Nemčija, Francija, Nizozemska in Švedska.

Za davčno obravnavo delodajalca velja, da se razlikuje med državami EU, vendar je najpogostejša praksa, da odkup lastnih delnic za opcijsko nagrajevanje velja za davčno olajšavo, medtem ko se izdaja novih delnic ne obravnava kot davčna olajšava.

Prav tako ni pravila za plačevanje prispevkov za socialno varnost. Običajno morajo zaposleni v državah, kjer so opcije obdavčene z davkom na osebni dohodek, plačati tudi te. A to ne velja za vse države.

Beli stolpci na sliki 4 predstavljajo davčno stopnjo za nekvalificirane opcije, medtem ko temno obarvani stolpci prikazujejo davčno stopnjo za kvalificirane opcije. Teh ne poznajo samo v petih državah, in sicer v Nemčiji, Španiji, na Portugalskem, Finskem in Švedskem. Zanimivo je dejstvo, da v VB kvalificirane delnice sploh niso obdavčene (Employee Stock Options, 2003, str. 35-42).

Slika 4: Primerjava efektivnih davčnih stopenj v 15-ih državah EU in ZDA v letu 2001



Vir:<sup>4</sup> Employee Stock Options, 200, str. 40.

Pogoji, ki jih morajo podjetja izpolniti, da opcije lahko obravnavajo kot kvalificirane, so običajno (Employee Stock Options, 2003, str. 35):

- definicija opcij in opcijskega načrta,
- jasna povezava med podjetjem in zaposlenim,
- omejena velikost podeljenih opcij,
- širok obseg nagrajevanja (opcije so podeljene večjemu delu zaposlenih v podjetju),
- običajno so nekateri izključeni iz te, bolj ugodne davčne obravnave,
- omejitve uporabljenih delnic itd.

Kljub različnim davčnim zakonodajam med državami, je v letu 2005 prišlo do poenotenja stroškovnega vrednotenja opcij, namenjenih nagrajevanju managementa. Evropska komisija oziroma IASB je sprejela IAS 39 in nekatere amandmaje, s katerimi je v veljavo stopila obveznost prikaza stroškov opcij v četrtletnih izkazih uspeha. Stroški morajo biti prikazani na osnovi ocenjene pravične vrednosti. Čeprav je IAS 39 v veljavo stopil šele v sredini leta, je takšno poročanje obvezno za države, ki so prevzele mednarodne računovodske standarde od začetka leta 2005. S takšnim sistemom naj bi omogočili preglednejše poslovanje podjetij, onemogočili napihovanje dobičkov in ostale špekulacije, ki so se dogajale v preteklosti (Commission Regulation (EC) No. 1864/2005, 2005).

<sup>4</sup> Raziskava je bila narejena leta 2001, s strani podjetja PricewaterhouseCoopers.

### **3.3.2. Obdavčitev opcij in pogoji managerskega nagrajevanja z opcijami v Sloveniji**

Managerjem se lahko opcije podelijo glede na vnaprej določeni srednjeročni opsijski načrt. Pogoji, pod katerimi je nagrajevanje možno, so:

1. Rok za izvršitev delniške opcije mora biti vsaj pet let od njene podelitve.
2. Izvršilna cena delnic na dan dodelitve delniške opcije ne sme biti nižja od povprečne tehtane tržne cene delnic v zadnjem letu pred mesecem dodelitve delniške opcije.
3. Po izvršitvi delniških opcij manager še vsaj šest mesecev ne sme odtujiti tako pridobljenih delnic. Vendar iz neupoštevanja te točke ne sledijo nikakršne posledice.

V trenutku odobritve opcije (tj. ob sprejemu opsijskega načrta) ne pride do nastanka davčne obveznosti. Ta nastane šele v trenutku izvršitve delniške opcije. Za obdavčitev je pomembna razlika med izvršilno ceno in tržno ceno delnice.

Prejemek imetnika opcije se davčno obravnava kot boniteta. Ta se vključuje v dohodek iz delovnega razmerja za osebe, ki so v delovnem razmerju z družbo, oziroma v dohodek iz drugega pogodbenega razmerja za osebe, ki za družbo opravljajo delo na podlagi drugega pogodbenega razmerja.

Ko imetnik izkoristi opcijo, postane delničar družbe in pripadajo mu vse pravice delničarjev. Udeležen je tudi pri podeljevanju dividend. (Davčna obravnava opsijskega nagrajevanja, 2005)

Vsi dobički, ki nastanejo na podlagi kapitala – torej kapitalski dobički, obresti in dividende – se od 1. 1. 2006 obdavčijo izven dohodnine in nanjo ne vplivajo. Stopnja davka je 20 odstotkov. Po petih letih imetništva se stopnja zniža na 15 odstotkov, po desetih letih na deset odstotkov, po dvajsetih letih pa kapitalski dobiček ni več obdavčen. Čas do popolne neobdavčitve je tako bistveno daljši, kot po prejšnji zakonodaji, ko so morala do popolne neobdavčitve preteči zgolj tri leta. Nova zakonodaja ima prednost vsaj v tem, da je stopnja davka jasnejša in precej nižja kot v preteklosti (Nova dohodninska zakonodaja od 1. 1. 2006, 2005).

Problem pri takšnem sistemu obdavčitve se pojavi takrat, ko je tržna vrednost delnic v trenutku prodaje nižja kot cena, ki so jo plačali ob nakupu. V tem primeru lastniki ne pridobijo ničesar, lahko celo izgubijo. Poleg tega so v preteklosti že plačali dohodnino za dohodek, ki ga nikoli niso prejeli.

Prav tako je včasih opsijskem upravičencem težko zbrati dovolj veliko količino denarja, da bi plačali davek na dohodek, ki ga še ni bilo, pri tem da so morali plačati že nakup delnic. Pri tem sicer podjetja zaposlenim pogosto pomagajo s podeljevanjem kreditov za nakup itd. (Svete, 2003, str. 21).

Do pred kratkim podjetjem ni bilo treba poročati o opcijah podeljenih managerjem. Z uveljavljanjem mednarodnih računovodskih standardov pa je stroškovno vrednotenje opcij postalo obvezno.

Slovenija je kot članica EU formalno prevzela MSRP z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o gospodarskih družbah (ZGD-H). Ta družbe, katerih vrednostni papirji kotirajo na kateri koli od evropskih borz, zavezuje k pripravi letnega poročila v skladu z MSRP. Zato lahko v prihodnje pričakujemo bolj jasno sliko o nagrajevanju zaposlenih z opcijami tudi v slovenskih podjetjih (Perner, 2005).

### **3.3.3. Obdavčitev opcij v ZDA**

V ZDA poznajo dve vrsti opcij za nagrajevanje zaposlenih:

1. kvalificirane oz. motivacijske opcije,<sup>5</sup>
2. nekvalificirane opcije.

Glavna razlika med kvalificiranimi in nekvalificiranimi opcijami je prav v davčni obravnavi. Za kvalificirane opcije, med katere spadajo tudi opcije ESPP, velja, da se davek plača šele ob prodaji delnic, pridobljenih preko takšnih opcij. In sicer se plača davek na kapitalski dobiček na razliko med izvršilno ceno in ceno delnic ob prodaji (največ 20 odstotkov). Velja pogoj, da morajo opcijski upravičenci delnice v svoji lasti držati vsaj eno leto, od podelitve opcij pa morata preteči vsaj dve leti. V nasprotnem primeru ob prodaji razlika med cenama ni obdavčena z davkom na kapitalski dobiček, pač pa z davkom na dohodek, ki lahko znaša do 35 odstotkov. V primeru, da je tržna cena delnic ob prodaji nižja od izvršilne cene, davka upravičenci seveda v nobenem primeru ne plačajo (Landsberg, 2004, str. 30).

Nekvalificirane delnice so davčno manj ugodne. Obdavčene so že v trenutku izvršitve opcije, in sicer z davkom na dohodek, ki je, kot je omenjeno zgoraj, višji od davka na kapitalski dobiček. Ponovno pride do obdavčitve ob prodaji tako pridobljenih delnic. V primeru, da do prodaje pride v manj kot letu dni, je razlika med trenutno tržno ceno in tržno ceno v trenutku izvršitve obdavčena z davkom na dohodek. Če so delnice prodane po več kot letu dni, je ta razlika obdavčena z davkom na kapitalski dobiček (Taxes on Nonqualified Stock Options, 2006).

Nekvalificirane delnice so precej pogostejše od kvalificiranih, saj so časovno in vrednostno neomejene. Kvalificirane delnice je managerjem namreč možno odobriti samo do določene vrednosti (100.000\$), njihova izvršilna cena v času odobritve ne sme biti nižja od tržne cene,

---

<sup>5</sup> Med kvalificirane opcije sodijo tudi ESPP opcije (»Employee Stock Purchase Plan«). Gre za opcije, ki upravičenim zaposlenim omogočajo odkup delnic do zneska 25.000\$ letno s precejšnjim popustom, glede na tržno ceno delnic (Abrams, 2003, str. 12).

poleg tega pa jih ni mogoče izvršiti v kateremkoli trenutku. Najdaljša doba, za katero je mogoče odobriti kvalificirane delnice, je deset let. (Landsberg, 2004, str. 31)

V vsakem primeru velja, da so za upravičence nekvalificirane delnice večje breme, saj morajo davek plačati že ob pridobitvi delnic, in sicer po višji davčni stopnji. Nekvalificirane opcije so v davčnem smislu tako enakovredne slovenskemu konceptu opcij in opcijskim upravičencem prinašajo enake probleme.

Pred kratkim se je zakonodaja glede opcij spremenila tudi v ZDA. Podjetja so morala pričeti stroškovno vrednotiti podeljene opcije. V preteklosti namreč podjetjem v ZDA opcij ni bilo treba prikazovati v izkazu uspeha, če je šlo za običajne opcije s stalno izvršilno ceno, ki ni bila nižja od tržne cene v trenutku podelitve opcij (Kroeker, Trapani, Sarno, 2004, str. 1-2).

FASB si je za spremembo zakonodaje sicer prizadevala že od leta 1995, ko je podjetjem predlagala, naj delniške opcije stroškovno vrednotijo po pravični vrednosti. Ni pa tega od podjetij zahtevala. Tako so mnoga med njimi podatke razkrivala le v opombah finančnih izkazov. Do leta 2002 je priporočilo pričela upoštevati le peščica podjetij, v letu 2003 pa je zaradi izbruha škandalov v zvezi z opcijskim nagrajevanjem priporočilo prostovoljno pričelo upoštevati večje število podjetij (Hall, Murphy, 2003, str. 49).

Leta 2005 je, tako kot v EU, v veljavo stopila uredba FASB, s katero je bilo treba pričeti stroškovno vrednotiti kakršno koli opcijsko nagrajevanje. Javna podjetja so morala stroške začeti vrednotiti v prvem obdobju za poročanje po 15. 6. 2005, manjša podjetja v prvem obdobju za poročanje po 15. 12. 2005, zasebna podjetja pa v prvem letnem poročanju po 15. 12. 2005 (Kroeker, Trapani, Sarno, 2004, str. 1-2).

Po novem je tako potrebno stalno vrednotenje podeljenih opcij, ki temelji na pravični vrednosti. Rezultat tega je, da podjetja izkazujejo nižje dobičke kot v preteklosti. Zato so opcije za stroškovno občutljivejša podjetja postale manj privlačen način nagrajevanja managerjev (Peck, Sullivan, 2004).

### **3.4. Vrednotenje opcij z vidika managerja**

Pri vrednotenju opcij je treba ločiti dva koncepta: strošek, ki ga podeljena opcija predstavlja podjetju, in vrednost, ki jo v podeljeni opciji vidi manager, ki mu je bila opcija podeljena. Oportunitetni strošek podjetja predstavlja znesek, ki bi ga podjetje dobilo, če bi opcijo prodalo zunanjemu investitorju. Ti pa takšne opcije cenijo bolj kot managerji v podjetju, in sicer zaradi možnosti razpršitve tveganja.

Večina modelov vrednotenja upošteva predpostavko o sposobnosti zadolžitve po netvegani obrestni meri (tudi Black-Scholesov model). Vendar pa imajo managerji v podjetju v nasprotju z investitorji določene omejitve, ki zmanjšujejo vrednost podeljenih opcij. Managerji svojih opcij tako ne morejo prodati, prepovedano jim je prodajanje delnic na kratko, njihove naložbe so nerazpršene, saj imajo neproporcionalno velik del naložb vloženih v podjetje, v katerem so tudi zaposleni (Hall, Murphy, 1999, str 3-4).

Rezultat tega je, da managerji običajno opcije cenijo precej nižje kot zunanji investitorji, saj imajo opcije zanje zgolj notranjo vrednost, ne pa tudi časovne (Hall, Murphy, 1999, str. 3-4).

Moderna teorija financ pravi, da morajo managerji, ki že imajo določen del premoženja vložen v delnice podjetja, pa prejmejo nove delnice, vsaj del teh prodati, da s tem razpršijo povečano nesistematično tveganje. Do njega pride zaradi koncentracije premoženja v delnice enega samega podjetja. Zaradi tega cenijo managerji, ki imajo v lasti manj delnic podjetja dodatne delnice bolj, kot jih cenijo managerji, ki imajo v lasti več delnic tega podjetja. Raziskava, ki sta jo leta 2000 izvedla Ofek in Yermack je pokazala, da managerji, ki imajo v lasti že precej delnic podjetja, po prejemu novega deleža lastniškega kapitala (v katerikoli izmed oblik) pogosto prodajo vsaj nekaj delnic podjetja. Še bolj pa je to značilno za managerje, ki prejmejo nagrado v obliki delniških opcij. Običajno je, da jih managerji prodajo, ne glede na to koliko delnic imajo v lasti pred izvršitvijo. Pogosto je vzrok prodaji tudi nezadostna likvidnost v trenutku, ko je treba plačati izvršilno ceno in (ali) davke. S takšno prodajo pa managerji skoraj popolnoma izničijo motivacijske učinke, ki naj bi jih imele podeljene opcije na njihovo delovanje. Motivacijski učinki so namreč funkcija plače in lastništva delnic.

Ofek in Yermack prav tako ugotavljata, da prodaja delnic managerjem pomeni določeno, sicer omejeno možnost razpršitve tveganja. To morajo upoštevati vsi ekonomisti, ki poskušajo meriti vpliv opcij na spodbudo managementu s pomočjo izpeljave ekonomskih modelov (Ofek, Yermack, 2000, str. 1-3).

Ingersoll (2002) loči tri različna pojmovanja vrednosti opcij. Tržna vrednost opcij je tista, ki jo imajo opcije za zunanjega agenta in jo je moč izračunati z običajno uporabljanimi modeli za vrednotenje opcij. Subjektivna vrednost je tista, ki jo imajo opcije za managerje v podjetju. Objektivna vrednost predstavlja oportunitetne stroške podjetja zaradi izdaje opcij managerjem namesto njihove prodaje na trgu. Vrednost leži med tržno in subjektivno vrednostjo. Vendar za približek objektivne vrednosti običajno vzamemo kar tržno vrednost opcije. Za merjenje subjektivnosti se uporabljata dva modela, in sicer verjetnostno-ekvivalenčni model, ki ga na primer uporablja Lambert (1991), in upoštevanje stroškov nerazpršenega managerja oziroma t. i. »merilo Sharpe«, ki ga uporablja tudi Meulbroek (2001) (Bozzi, 2004, str. 12).



Hall in Murphy s pomočjo uporabe verjetnostno-ekvivalenčnega modela pokažeta, da vrednost opcij za managerje pada z nenaklonjenostjo tveganju, narašča s premoženjem, ki ni povezano s podjetjem, in pada z naložbami v podjetje (Hall, Murphy, 1999, str 3-4).

## **4. Izvršilna cena**

Opcije, ki jih podjetja podeljujejo managerjem kot nadomestilo za uspešno vodenje podjetij že dolgo časa dvigujejo veliko prahu. Vprašljiva je že sama motivacija, ki jih dajejo managementu, čeprav je ta ključni razlog za takšno obliko nagrajevanja. Poleg tega je bilo ugotovljeno, da lahko opcije povzročijo stranske učinke, kot je npr. želja managementa po povečanju variabilnosti cene osnovnega instrumenta (delnic) preko ravni, ki maksimira koristi delničarjev, in zniževanje izplačevanja dividend, saj te znižujejo vrednost delnic.

Lastniki se zavedajo, da morajo nadzorovati managerje v podjetju, če ne želijo, da bi ti izkoristili situacijo sebi v prid. Zato v nagrajevanje z opcijami vpeljujejo nove pogoje. Takšni in podobni razlogi (pomembno vlogo igra tudi davčna zakonodaja) so pripeljali do nastanka različnih oblik opcij. Poznamo (Bozzi, 2004, str. 3-6):

- opcije na meji;
- opcije, ki se splačajo;
- opcije, ki se ne splačajo;
- indeksirane opcije;
- opcije s spremenljivo izvršilno ceno;
- opcije na učinek.

Te vrste opcij se uporabljajo za poimenovanja pogojev, določenih v trenutku sklenitve opcijske pogodbe. Je pa res, da se izrazi »opcije na meji«, »opcije, ki se splačajo« in »opcije, ki se ne splačajo« uporabljajo tudi za sprotno vrednotenje vrednosti opcij oziroma za merjenje razlike med tržno in izvršilno ceno v katerem koli trenutku. To v diskusijo lahko vnese zmedo.

### **4.1. Opcije na meji**

Za opcije na meji velja, da je ob njihovi zagotovitvi postavljena izvršilna cena, ki je enaka takratni tržni ceni instrumenta, na katerega je napisana. Večina opcij, namenjenih nagrajevanju managementa, je opcij na meji.

#### **4.2. Opcije, ki se plačajo**

Za opcije, ki se plačajo, velja, da je ob njihovi zagotovitvi postavljena izvršilna cena, ki je nižja od trenutne tržne cene osnovnega instrumenta. Takšne opcije imajo v primerjavi z ostalimi vrstami opcij večjo verjetnost, da bodo ob svoji zapadlosti izvršene, saj bi morala tržna cena osnovnega instrumenta pasti, da bi izgubile svojo vrednost (Bozzi, 2004, str. 7-8).

#### **4.3. Opcije, ki se ne plačajo**

Za opcije, ki se ne plačajo, velja, da je ob njihovi zagotovitvi postavljena izvršilna cena, ki je višja od trenutne tržne cene osnovnega instrumenta. Intuitivno naj bi takšne opcije managerje motivirale bolj, saj je potrebna večja angažiranost, da bi vrednost delnic presegla izvršilno ceno. Hkrati je razumljivo, da to velja le, dokler se izvršilna cena giblje dovolj blizu tržne – da managerji še vidijo možnost, da bodo za svoj trud prejeli določeno nagrado (Bozzi, 2004, str. 7-8).

#### **4.4. Indeksirane opcije**

Indeksirane opcije imajo variabilno izvršilno ceno, ki je vezana na indeks rasti cen ali na indeks gibanja industrije, v kateri deluje podjetje. Opcije so v primeru indeksiranja izvršilne cene izvršljive samo takrat, ko podjetje posluje bolje od konkurence (če predvidevamo, da je izvršilna cena v trenutku izstavitve opcije enaka tržni ceni).

Pozitivne lastnosti indeksiranih opcij so v bolj etičnem nagrajevanju managementa. Vendar so indeksirane opcije v praksi le redko uporabljene (Bozzi, 2004, str. 8).

#### **4.5. Opcije s spremenljivo izvršilno ceno**

Opcije s spremenljivo izvršilno ceno imajo sicer postavljeno stalno izvršilno ceno, vendar jo je v določenih pogojih možno spremeniti. Prav tako je mogoče spremeniti zapadlost takšne opcije. Tudi tu je razlog za uveljavitev takšnih opcij želja, da bi iz opsijskega nagrajevanja managementa odstranili komponento splošnega tržnega gibanja in industrije (Bozzi, 2004, str. 9).

Različne raziskave so pokazale, da do spremembe pogojev le redko pride zaradi tržnih gibanj. Običajno vzroki tičijo v dejavnikih, ki s tržnimi nimajo nikakršne zveze.

## **4.6. Opcije na učinek**

Opcije na učinek so v svoji osnovi enake tradicionalnim opcijam, le da jim je dodan pogoj. Ta je, da se v določenem obdobju vrednost osnovnega instrumenta dvigne na vnaprej dogovorjeno raven. Običajno je to obdobje enega leta. V primeru, da vrednost delnice doseže to raven v časovnem roku, opcija postane tradicionalna, z izvršilno ceno na dan izstavitve. V primeru, da vrednost delnice ne doseže zahtevane ravni, opcija zapade brez vrednosti.

Uvedba opcij na učinek managerje močno motivira kratkoročno, pri čemer ne izgubi svoje dolgoročne motivacijske sposobnosti (Bozzi, 2004, str. 9).

## **5. Optimalna izvršilna cena**

Optimalna izvršilna cena je pojem, ki se iz leta v leto spreminja, in o katerem se avtorji ekonomskih raziskav nikakor ne morejo zediniti. V nadaljevanju skušam logično prikazati izsledke raziskav, ki so nastale v zadnjih dveh desetletjih. Na njihovi podlagi pa izpeljujem tudi določene sklepe o optimalnosti posameznih strategij v sodobnem gospodarskem okolju.

Postavitev izvršilne cene je zanimiva predvsem z vidika spodbude, ki jo daje managementu za delovanje v prid podjetja (za dvig cene delnice) glede na stroške, ki jih ima podjetje. Temu je bila namenjena tudi razlaga merjenja vrednosti (stroškov) opcij, prikazana v 3. poglavju.

### **5.1. Opcije na meji kot motivacijsko orodje**

Večina avtorjev, ki so se v preteklosti posvečali postavitvi optimalne izvršilne cene, je prišla do zaključka, da je optimalna postavitev cene na raven tržne cene v trenutku podelitve opcij. Eden izmed razlogov naj bi bil v zakonodaji ZDA, ki takšne opcije obravnava kot davčno ugodnejše od večine ostalih opcij. Gre za t. i. kvalificirane opcije. Med takšne spadajo tudi opcije, katerih izvršilna cena v trenutku podelitve je višja od tržne cene delnic.

Najbolj znana raziskava, ki je pripeljala do zaključka, da so takšne opcije optimalne, je raziskava, ki sta jo naredila Hall in Murphy (1999). Do takšnih zaključkov sta prišla s pomočjo uporabe različice Black-Scholes modela, s katero sta merila stroške opcij in motivacijo, ki so jo nudile managementu. Uporabila sta metodo, ki se uporablja najpogosteje, in sicer verjetnostno-ekvivalenčni model.

Rezultati njune raziskave so pokazali, da je z vidika maksimizacije managerske motiviranosti izvršilna cena opcij postavljena optimalno v primeru, da je v določenem okviru, ki običajno vključuje tudi trenutno tržno ceno. Postavitev optimalne cene je odvisna od vsakega

posameznika - glede na delež premoženja, ki ga ima vloženega v podjetje, in na njegovo stopnjo odklona tveganju. Glede na to, da se to dvoje za različne managerje razlikuje, je izvršilno ceno najbolj smiselno postaviti na raven, ki se lahko smatra za optimalno v širokem pasu različnih pogojev. Za takšno pa se je izkazala ravno tržna cena.

Hkrati sta Hall in Murphy pokazala tudi kolikšna je razlika med vrednostjo, ki jo opcijam pripisujejo zaposleni v podjetju in zunanji investitorji. Ugotovila sta, da je vrednost, ki jo manager (pri predpostavljene stopnji odklona tveganju dve) v takšnem primeru pripiše podeljenim opcijam, pri polovici premoženja vloženega v podjetje 61,61 odstotka vrednosti, pri dveh tretjinah premoženja pa samo še 43,65 odstotka vrednosti, ki bi jih takšnim opcijam pripisali zunanji investitorji. Vsekakor velja, da so opcije zgolj kot substitucija denarnega nagrajevanja v podjetju popolnoma neuporabne, saj so mrtve izgube izjemno velike.

Prav tako so do spoznanja, da je optimalen izbor izvršilne cene na meji, prišli Tian (2003) ter Palmon, Yosef, Chen in Venezia (2005, str. 1). To naj bi sicer veljalo zgolj zaradi uveljavljenega davčnega sistema, ki takšne opcije obravnava ugodnejše kot opcije, ki se plačajo. Ko so preučevali učinke opcij, ne da bi preverjali vpliv davkov, pa so ugotovili, da je optimalen izbor opcij, ki se plačajo. Pri tem naj bi indeksirane opcije običajno imele prednost pred neindeksiranimi.

## **5.2. Opcije, ki se ne plačajo, kot motivacijsko orodje**

Večina avtorjev je v raziskavah ugotovila, da so opcije, ki se ne plačajo neučinkovit način motiviranja managerjev. Managerjem naj bi nudile premajhno spodbudo, saj je verjetnost njihove izvršitve nižja, kot pri ostalih oblikah opsijskega nagrajevanja. Palmon, Yosef, Chen in Venezia (2005) na primer ugotavljajo, da spodbuja tvegano vedenje, kar pomeni, da ni Pareto učinkovito (Palmon et al., 2005, str. 3).

Rezultati raziskave, ki sta jo izvedla Hall in Murphy pa kažejo, da je optimalna izvršilna cena, glede na definirane pogoje, dokaj pogosto v okviru opcij, ki se ne plačajo. Vendar sta prišla do zaključka, da se najbolj plačajo opcije na meji (Hall, Murphy, 1999, str. 15).

## **5.3. Opcije, ki se plačajo, kot motivacijsko orodje**

Palmon, Yosef, Chen in Venezia (2005) so s svojo raziskavo pokazali, da je optimalna strategija opcij, ki se plačajo, v realnem svetu zaradi davčne obravnave podrejena strategiji opcij na meji. To velja tako v primeru, ko je izvršilna cena indeksirana, kot v primeru, ko ni. S simulacijo so pokazali tudi, da indeksirana cena običajno dominira nad neindeksirano ceno opcij (Palmon et al., 2005, str. 1).

Medtem ko Hall in Murphy (1999) dokazujeta, da so optimalne opcije na meji, ker naj bi najboljše motivirale managerje, Palmon, Yosef, Chen in Venezia pravijo, da to ne drži, saj takšna rešitev ni Pareto učinkovita. Spodbujanje managerja k maksimalni učinkovitosti ni smiselna, saj managerji niso nenaklonjeni le tveganju, pač pa tudi vložnemu trudu. V primeru, da so managerjem podeljene opcije, ki se ne splačajo, oziroma opcije na meji, jim ne nudijo velike iniciative, saj je pričakovan zaslužek majhen. Obstaja velika verjetnost, da bodo opcije ostale neizvršene, managerji pa raven vložnega truda izberejo, še preden zares vidijo, kaj se bo zgodilo s ceno delnice. Izbor takšne cene opcij jih spodbuja k tveganim naložbam, ki so jim sicer nenaklonjeni. Zatorej takšna strategija ni Pareto optimalna.

Prav tako se ne splača podeliti opcij, katerih izvršilna cena je bistveno nižja od tržne cene (oz. enaka nič), saj managerju prav tako ne dajejo dovolj velike spodbude oziroma mu spodbudo dajejo zgolj, kadar so podeljene v majhnem številu. Hkrati zaslužek managerjev v obliki plače in podeljenih bonitet ne sme biti prevelik. Po njihovem mnenju bi bilo optimalno podeliti opcije, ki se splačajo, pa kljub temu nimajo prenizke izvršilne cene. Zaradi davčnih olajšav je običajno bolje podeliti opcije na meji (Palmon et al., 2005, str. 16-17).

Do podobnih rezultatov je prišel tudi Tian (2003), ki je izvršilno ceno opcij preučeval skozi verjetnostno-ekvivalenčni model, ki ga je prvi uporabil Lambert. Ugotovil je, da so motivacijski učinki močno odvisni od izbire izvršilne cene oziroma tipa opcije. Od te je odvisna tudi vrednost, ki jo upravičenci pripisujejo opcijam. Razlika med vrednostjo, ki jo imajo opcije za zaposlenega in za zunanjega investitorja, je pozitivno povezana s posameznikovo odklonjenostjo tveganju, s premoženjem, vložnim v opcije, ter z variabilnostjo cene delnic podjetja. Hkrati je mogoče opaziti negativno povezanost z beto podjetja.

Tian je ugotovil, da so učinki na motivacijo managerjev najmočnejši pri izvršilni ceni, ki je nižja od trenutne tržne cene delnic, a večja od nič. Pri tem naj bi podelitev opcij z izvršilno ceno enako trenutni tržni ceni občutno znižala vrednost, ki jo managerji pripisujejo podeljenim opcijam. Podelitev opcij, ki se ne splačajo, naj tako sploh ne bi imela pravega učinka.

Tudi Tian je prišel do zaključka, da je zaradi davčno ugodnejše obravnave uporaba opcij na meji najbolj logična. Do nedavnega je namreč veljalo, da so opcije, ki se splačajo, podvržene takojšnjemu stroškovnemu vrednotenju, opcije na meji pa ne. Njihove stroške je bilo treba prikazovati v izkazu uspeha, s čimer so bili prikazani zaslužki nižji (Tian, 2003, str. 18-22).

Raziskave v zvezi z opcijami s stalno izvršilno ceno so delali tudi Rappaport (1999) in Abowd in Kaplan (1999), ki pa se z njimi ne strinjajo, saj naj bi managerje nagrajevale tudi za splošna tržna gibanja.

#### **5.4. Opcije s spremenljivo izvršilno ceno kot motivacijsko orodje**

Skrb, da opcije, ki se ne splačajo, niso učinkovit način motiviranja managementa, je v zadnjih letih pripeljala do pogostega spreminjanja pogojev opcijskega nagrajevanja. Uprave podjetij tako znižujejo izvršilne cene opcij, managerjem izdajajo nove opcije ali spreminjajo datum zapadlosti opcij, z željo, da bi ohranili njihovo motiviranost za uspešno delovanje v podjetju. Mnoga podjetja so nagrajevanje managementa z opcijami nadomestila s podelitvijo delnic, ali sisteme nagrajevanja, pri katerih managerji pridobijo določen lastniški delež podjetja, preprosto ukinjajo (Muller, Blatnický, 2004).

Po drugi strani nasprotniki spreminjanja pogojev opcijskega nagrajevanja trdijo, da s tem prihaja do nagrajevanja neučinkovitih managerjev, pri čemer imajo izgubo investitorji podjetja. Poleg tega spreminjanje pogojev vpliva na pričakovanja managerjev. Zaradi večje možnosti, da bo ponovno prišlo do spremembe pogojev nagrajevanja, je njihova motivacija za uspešno delovanje podjetja nižja (Meulbroek, 2001, str. 44-46).

Trend spreminjanja pogojev opcijskega nagrajevanja se je še posebej razmahnil po letu 2000, v katerem je prišlo do poka borznega balona zaradi napihovanja vrednosti delnic velikega števila tehnoloških podjetij, še posebej internetnih (Hall, Murphy, 1999, str. 2). Zaradi opisanega trenda je bilo izvedenih ogromno raziskav, ki ugotavljajo vpliv takšnega spreminjanja pogojev na delovanje managementa.

Carter in Lynch sta v svoji raziskavi iz leta 2001 za leto 1998 ugotovili, da je verjetnost spremenjene cene najvišja za mlada visokotehnološka podjetja, pri katerih je izvršilna cena opcij višja od cene delnic na trgu. Vendar pri tem nista odkrili povezave z uspešnostjo industrije kot celote, kot je bilo pričakovano. Managerjem bi bilo nagrade smiselno podeljevati le, če podjetje v katerem so zaposleni, v primerjavi z drugimi podjetji v neki panogi, posluje nadpovprečno. Carter in Lynch pa sta ugotovili, da je do spremembe cene v preučevanem vzorcu podjetij najpogosteje prišlo v podjetjih, ki so poslovala slabo. Sprememba ni bila povezana s poslovanjem preostalih podjetij v industriji. Večina podjetij je spremembo cen opravičevala z dejstvom, da je to edini način, kako obdržati v podjetju dobre kadre (Carter, Lynch, 2001, str. 207-225).

Če zanemarimo dejstvo, da kadri, sodeč po poslovanju podjetja, verjetno le niso bili tako uspešni, potem zagotovo drži, da mlada, manjša podjetja kadre zadržijo težje kot znana, velika podjetja. Pa tudi konkurenca za kadre v visokotehnoloških panogah je precej močna. Tako da razlogi le niso povsem neutemeljeni.

Podobne raziskave so opravili tudi Brenner, Sundaram in Yermack, ki so v raziskavi iz leta 1998 preučevali spremembe pogojev opcij med letoma 1992 in 1995. Raziskava je zajela tri vidike, in sicer:

- učinek spremenjenih pogojev na spremembe vrednosti opcije;
- karakteristike opcij, katerih pogoji so se spremenili;
- lastnosti podjetij, v katerih je prišlo do spremembe pogojev.

Ugotovili so, da je večino sprememb predstavljalo znižanje izvršilne cene in podaljšanje časa zapadlosti opcije. Izvršilne cene, ki so se znižale, so se v večini primerov (v približno 80 odstotkih) znižale na vrednost enako trenutni tržni ceni. Preostalim opcijam s spremenjenimi pogoji so se cene večinoma znižale na raven, nekoliko višjo od trenutne tržne cene; le dobremu odstotku so se izvršilne cene dvignile. Povprečna sprememba cene je znašala 40,1 odstotka, ponekod pa so se cene znižale celo za več kot 70 odstotkov.

Spremembe zapadlosti opcij so bile v večini primerov enake, in sicer se je večini čas do zapadlosti podaljšal na deset let, nekaterim na pet let in le redkim na drugačno obdobje. Kar je tudi pričakovano, saj je pet ali deset let običajno obdobje pri nagrajevanju managementa z opcijami.

V raziskavi so poskušali ugotoviti, kakšen je vpliv spremembe izvršilne cene na vrednost opcije, pri čemer so uporabili Black-Scholesov model in predpostavko, da gre za evropske opcije. Ugotovili so, da je povečanje vrednosti opcije največje v primeru, da se izvršilna cena zniža za 30–40 odstotkov, kar je presenetljivo blizu spremembam v praksi (40,1 odstotka). Ugotovili so tudi, da sočasno podaljšanje časa do zapadlosti pozitivno vpliva na vrednost opcije. Vendar pa je ex-ante težko napovedati, ali bo do spremembe pogojev opcij za nagrajevanje dejansko prišlo, zato je vpliv na vrednost v praksi običajno občutno manjši, kot v primeru, da je spremembe mogoče napovedati. Zato ugotavljajo, da čeprav se management zaveda možnosti spremembe pogojev opsijskega nagrajevanja, to ne vpliva bistveno na vrednost podeljenih opcij pred samo spremembo. Zato pa je vpliv toliko večji ex-post.

Kot Carter in Lynch (2001), tudi Brenner, Sundaram in Yermack ugotavljajo, da spreminjanje pogojev podjetja v praksi opravičujejo s tem, da je edino tako moč obdržati kakovostne managerje v podjetju. Rezultati njihovih raziskav so pokazali še, da na spremembo pogojev vpliva padanje cene delnic in majhnost podjetja. Ni pa bilo opaziti povezanosti z dejavniki, značilnimi za določeno industrijo. Poleg tega je raziskava pokazala, da pri spreminjanju pogojev opsijskega nagrajevanja nikakor ne gre za nadomeščanje kakšnih bonitet, saj je pri managerjih z veliko plačo in bonitetami spreminjanje pogojev podeljenih opcij bolj značilno, kot za tiste z nižjo plačo. Kar pomeni, da gre tu morda predvsem za izkoriščanje moči managerjev v podjetju v lastno korist in na škodo zunanjih delničarjev (Brenner, Sundaram, Yermack, 1998, str. 8-15).

Chance, Kumar in Todd so analizirali podjetja v ZDA v obdobju 1985 do 1994. Njihova glavna ugotovitev je, da bi večina opcij, katerih cena je bila spremenjena, v dveh letih tako ali tako pridobila originalno vrednost, ne da bi izvršilno ceno količkaj prilagajali. Povezanosti

med zniževanjem izvršilne cene in povečanjem vrednosti delnic niso našli. Ugotovili so, da se zniževanja izvršilne cene poslužujejo predvsem manjša podjetja, podjetja, ki imajo večji problem agentskih stroškov, in podjetja z upravo, ki jo sestavljajo predvsem managerji podjetja (Chance, Kumar, Todd, 2000, str. 129-131).

Do zaključka, da izvršilne cene delnic ni smiselno spreminjati, sta prišli tudi Jin in Meulbroek v svoji raziskavi iz leta 2001. Ugotovili sta, da je vpliv padca cene delnice na motivacijo managerjev praktično zanemarljiv. Zaradi dolgega datuma zapadlosti, tipičnega za opcije namenjene nagrajevanju managementa, in zaradi povečanja pričakovane variabilnosti delnic, ki pozitivno vpliva na vrednost opcij, se vpliv padca vrednosti delnice porazgubi. V letu 2000 naj bi tako motivacija managerjev kljub drastičnemu znižanju cen delnic stagnirala oziroma se celo rahlo povečala.

Ugotavljata, da v večini primerov spreminjanje izvršilne cene opcij ni smiselno. Edini razlog, ki govori v prid takšnim spremembam, je, da so managerji v določenih industrijah bolj občutljivi na padec vrednosti delnic. Tako je, recimo, smiselno spremeniti pogoje opcij v telekomunikacijski industriji, da bi s tem preprečili odhod sposobnih kadrov iz podjetja (Jin, Meulbroek, 2001, str. 3-6).

Do podobnih zaključkov je prišel tudi Durell (2001), ki ugotavlja, da se zniževanje cen običajno dogaja v podjetjih, ki poslujejo slabo, ne pa v podjetjih, katerih trg je v depresiji. Prav tako Bertrand in Mullainathan (2001) ugotavljata, da managerji pri takšnem pristopu za slabo delo niso kaznovani, hkrati pa so nagrajeni za pozitivne učinke trga, na katere sami nimajo vpliva (Jin, Meulbroek, 2001, str. 11).

Tudi Bozzi (2004, str. 30) ugotavlja, da je iniciativa, ki jo podelitev opcij povzroči pri delovanju managerjev, najnižja prav v primeru, da se izvršilno ceno v procesu spreminja

Po drugi strani pa Acharya, John in Sundaram (2000) ugotavljajo, da zmerno zniževanje izvršilne cene opcij za nagrajevanje skoraj vedno pozitivno vpliva na iniciativo managementa. Zagovorniki spreminjanja so tudi Oyer (2000), Schaefer (2000) ter Gilson in Vetsuypens (1993) (Jin, Meulbroek, 2001, str. 10).

Chen pa se je raziskovanja lotil z drugačnim pristopom. Ugotoviti je želel katera podjetja uporabljajo opcije s spremenljivo izvršilno ceno in katera podjetja uporabo takšnih opcij omejujejo. Z analizo podatkov med leti 1994 in 1998 je ugotovil, da je spreminjanje cene odvisno od karakteristik podjetja, mehanizmov notranjega upravljanja in nadzora s strani zunanjih delničarjev. Tako spreminjanje cene na primer bolj omejujejo podjetja, v katerih imajo managerji in zunanji člani nadzornega sveta zgolj manjši lastniški delež. Verjetnost spreminjanja cene pa narašča s preteklim spreminjanjem cene.



Chen je prišel do zaključka, da je spreminjanje izvršilne cene običajno orodje, s katerim podjetje zadrži ključne zaposlene. Podjetja, ki spreminjanje izvršilne cene omejuje, pa se pogosto zatečejo k drugi taktiki - ena izmed najbolj običajnih je povečanje izdanega števila delnic (Chen, 2004, str. 1-5).

Čeprav mnenja glede smiselnosti popravkov izvršilne cene niso enotna, je mogoče trditi, da v večini primerov ti niso upravičeni. Vendar obstajajo določeni primeri, v katerih jih je morda smiselno uporabiti.

Prav ugotovitve glede smiselnosti spreminjanja cen delnic so verjetno razlog, da so se v zadnjih letih razvile tudi drugačne vrste opcij, ki so vezane na panogo, v kateri določeno podjetje posluje. Gre za t. i. indeksirane opcije.

Zagotovo je na razvoj indeksiranih opcij vplivala tudi uredba FASB, ki je v veljavo stopila leta 2000 in podjetja prisilila, da opcije, katerih ceno je možno spreminjati, stroškovno vrednotijo ter prikazujejo v izkazu uspeha. S tem je spreminjanje cene izgubilo svoj čar za stroškovno občutljiva podjetja. V enem letu po uredbi se je število sprememb izvršilnih cen zmanjšalo za kar dve tretjini.

Poleg kvartalnega beleženja stroškov je uredba povzročila tudi obveznost znižanja prikazanega zaslužka v trenutku, ko se izvrši znižanje izvršilne cene opcij. To pa zahteva precej zahteven izračun notranje vrednosti v različnih obdobjih pred in po spremembi.

Poleg spremenljive izvršilne cene se je leta 2000 uveljavil tudi sistem opcij, ki jih je bilo mogoče preklicati, kljub temu, da so že bile izvršene, v primeru da je cena delnic (tj. osnovnega instrumenta) padla. Že leta 2001 so takšne opcije praktično izginile, saj je SEC izdala uredbu »Staff Announcement Topic No. D-93«, s katero je za takšne opcije predpisala variabilno stroškovno vrednotenje. Kljub temu ima takšna strategija v prihodnje možnosti razvoja, saj podjetjem omogoča izkoristek davčnih ugodnosti in priliv denarja ob izvršitvi (Yang, Carleton, 2002, str. 2-12).

Da zniževanje izvršilne cene delnic ni edina strategija v uporabi, sta ugotovila tudi Hall in Knox (2002, str. 33-34). Opozorila sta, da se podjetja v večini primerov ob spremembah cene delnic poslužujejo povečanja podeljenih opcij v naslednjem letu in ne spreminjanja cene, kar se najpogosteje izpostavlja. Ugotovila sta, da je značilno, da se podeljevanje opcij močno poveča v primerih, ko se cena delnic ali močno poveča ali močno pade, s čimer se v razmerju med podeljevanjem opcij in ceno osnovnega instrumenta ustvari funkcija oblike V. Pokazala sta tudi, da so motivacijski učinki opcij zelo občutljivi, še posebej v primeru, da cena delnic pada. Hkrati sta opozorila, da se motivacijska funkcija opcij v takšnem primeru padca cene delnic za managerje zniža bolj kot se zniža vrednost opcij za zunanje investitorje.

## 5.5. Indeksirane opcije kot motivacijsko orodje

Zaradi vedno kontroverznega spreminjanja cen je konec prejšnjega stoletja prišlo do nastanka nove vrste opcij, in sicer indeksiranih opcij. Za takšne opcije je značilno, da niso vezane na tržna gibanja, zato jih je včasih smiselno izvršiti tudi, kadar tržna cena delnice pada, mogoče pa je tudi, da zapadejo brez vrednosti, čeprav se cena delnic zviša.

Vrednotenje indeksiranih opcij so za evropske opcije izpeljali Johnson in Tian (2000) ter Schnusenberga in McDaniel (2000), za ameriške opcije pa Jorgensen (2001, str. 1), ki je ameriškim opcijam prilagodil model Johnsona in Tiana.

Zagovorniki uporabe indeksiranih opcij trdijo, da uporaba običajnih delniških opcij ne pripelje do pravega ločevanja med dobrimi in slabimi managerji, saj lahko visoke zasluzke poberejo managerji, ki sicer delajo slabo, če so splošne razmere na trgu dobre. Dobri managerji pa ostanejo nenagrajeni v primeru, da so razmere na trgu v določeni panogi slabe. Uporaba indeksiranih opcij naj bi te probleme odpravila.

Vendar pa se izkaže, da indeksirane opcije niso popolna rešitev. V določeni meri so še vedno vezane na delovanje trga oziroma industrije, zato Lisa Meulbroek (2001) predlaga uporabo alternativne metode. Predlaga uporabo stalne izvršilne cene, kjer je osnovni instrument portfolio, sestavljen iz delnic podjetja in zavarovan proti splošnim gibanjem trga in industrije.

Ugotavlja, da je smiselno povečevati nagrajevanje z opcijami do te stopnje, da je mrtva izguba podjetja zaradi manjšega vrednotenja opcij s strani managerjev enaka motivacijskim učinkom, ki jih imajo takšne opcije na managerje. Pri tem opozori, da je mrtva izguba pri uporabi opcij, ki so popolnoma neodvisne od tržnega gibanja, večja kot pri konvencionalnih opcijah in celo pri običajnih indeksiranih opcijah. To pa pomeni, da je smiselno podeliti manj takšnih opcij, kar je popolnoma v nasprotju s tradicionalnim pogledom, ki pravi, da je zaradi nižjega vrednotenja potrebno podeliti več opcij. Optimalna kombinacija nagrajevanja je tako pri uporabi indeksiranih opcij v prid denarnim nagradam. Vsako povečanje denarne nagrade namreč poveča tudi vrednost, ki jo managerji pripisujejo podeljenim opcijam (Meulbroek, 2001, str. 43-45).

Tako kot Meulbroek (2001) tudi Radnai (b. l., str. 1, 15) ugotavlja, da indeksirane opcije niso povsem neodvisne od tržnih gibanj, in predlaga uporabo indeksiranih opcij, pri katerih je indeksirana tržna cena delnic, s čimer je mogoče popolnoma izključiti sistematično tveganje.

Pri tem imajo takšne opcije pred običajnimi indeksiranimi še dodatno prednost. Njihova izvršilna cena je namreč konstantna skozi celotno življenjsko dobo opcij. To je zelo pripravno v primeru, da se s takšnimi opcijami tudi trguje na trgu. Res pa je, da je končno število delnic

ob izvršitvi le redkokdaj okroglo število, zato bi ob uporabi takšnih opcij verjetno pogosteje prihajalo do denarne kompenzacije (Radnai, b. l., str. 1, 15).

Tudi Bozzi (2004) ugotavlja, da za indeksirane opcije velja, da se z odpravo sistematičnega tveganja zaradi primerjave med podjetji zniža vrednost opcij za managerja. Onemogočena mu je namreč pridobitev velikih zaslužkov zgolj zaradi določenih gibanj (trendov) na trgu. Znižanje variance naj bi povzročilo, da se vrednost za managerja, v primeru da ima v podjetju 50 odstotkov premoženja, zniža na 33,19 odstotkov in 23,26 odstotkov, če ima v podjetju 66 odstotkov premoženja. Če te rezultate primerjamo z rezultati, ki sta jih za tradicionalne opcije dobila Hall in Murphy, ugotovimo, da so izgube pri indeksiranih opcijah opazno večje. Vrednost opcij je pri njunem izračunu pri istih pogojih namreč 61,61 oziroma 43,65 odstotkov.

Kljub večjim mrtvim izgubam Bozzi ugotavlja, da so indeksirane opcije daleč najboljše, kar se tiče tveganja, pri tem pa je spodbuda, ki jo dajejo managementu približno enaka kot pri tradicionalnih opcijah. Tako se mu zdi uporaba indeksiranih opcij najbolj smiselna. Ugotavlja še, da največjo iniciativo za dvig cene delnic managementu dajejo opcije, ki se splačajo, najmanj učinkovito orodje za motiviranje pa naj bi bile opcije, katerih ceno je mogoče spreminjati.

Ugotovitve Bozzija so tu povsem v skladu z ugotovitvami Johnsona in Tiana, ki sta v svojih raziskavah leta 2000 prišla do zaključka, da indeksirane opcije povzročajo največje učinke na učinkovitost managementa (Bozzi, 2004, str. 18-22).

Še korak dlje pa je naredil Wu (2002, str. 2-6). Predlagal je uporabo indeksiranih opcij z dodatnim, krožnim mehanizmom in uporabo povprečnih cen. Gre za opcije, ki so izplačljive v več obdobjih, pri čemer se ob izvršitvi za izračun tržne cene delnice uporabi povprečje obdobja. S tem naj bi bile odpravljene slabosti, ki jih ima sicer nagrajevanje z indeksiranimi opcijami.

Indeksirane opcije se mu sicer zdijo boljše od tradicionalnih, saj so bolj fleksibilne in managerjem nudijo večjo spodbudo. Vendar pravi, da je zaradi odprave splošnega tveganja managerjem čas do zapadlosti pri takšnih opcijah manj pomemben kot pri tradicionalnih opcijah. Verjetnost, da bi bila nagrada pri kasnejši izvršitvi opcije bistveno večja, je namreč precej manjša. Zato je tudi učinek podjetij, ki takšne opcije uporabljajo na lojalnost zaposlenega do podjetja manjši. Indeksirane opcije s krožnim mehanizmom naj bi odpravile tudi to pomanjkljivost.

## **5.6. Opcije na učinek kot motivacijsko orodje**

Bozzi (2004, str. 22-24) ugotavlja, da za opcije na učinek velja, da je njihova vrednost zelo podobna tradicionalnim opcijam. Vrednost je malce nižja šele po preteku obdobja, v katerem se mora vrednost delnice povzpeti na določeno raven. V primeru, da gre ob podelitvi za opcije, ki se splačajo, je razlika v primerjavi s tradicionalnimi opcijami večja.

Raziskave o opcijah na učinek pa sta delala tudi Kuang in Suijs (2006, str 21-22). Prišla sta do zaključka, da opcije na učinek glede na spodbudo, ki jo dajejo managerjem za delovanje v prid podjetja, vsekakor prekašajo tradicionalne opcije. Prav tako naj bi bile takšne opcije boljše od denarnega nadomestila. Čeprav ne trdita, da so opcije na učinek optimalna strategija, sta prepričana, da se bodo v podjetjih kmalu začele pojavljati pogosteje.

Posebno vrsto opcij na učinek pa predlaga Brisley (2006). Po njegovem mnenju bi morala biti količina opcij, ki jih je možno izvršiti v določenem obdobju, pozitivno povezana s tržno ceno delnic podjetja. S tem naj bi se izognili padcu motiviranosti managerjev, do katerega lahko pride, kadar je izvršilna cena precej nižja od tržne. V takšnem primeru namreč managerji ne želijo več tvegati, ampak zgolj vzdržujejo ceno delnice na isti ravni, kar zmanjša možnosti za nadaljnji razvoj podjetja.

Brisley ugotavlja, da obstajajo različni načini, s katerimi lahko obdržimo visoko motiviranost managementa. Eden izmed njih je izdaja novih opcij. Drugi način pa je spodbujanje zgodnje izvršitve opcij. Ta zniža stroške podjetja na dva načina. Zmanjša namreč časovno vrednost opcij in število novih opcij, potrebnih za motiviranje managementa. S tem odgovarja na vprašanje, ki si ga je zastavil Murphy leta 1999. Preučeval je namreč vzroke za vzpodbujanje managementa k zgodnjemu izvrševanju opcij.

Brisley sicer ugotavlja, da ni dobro spodbujati zgodnje izvršitve za vse opcije, saj imajo hkrati funkcijo zadrževanja pomembnih kadrov v podjetju. Ta pa z izvršitvijo izgine. Upoštevanje vsega tega ga pripelje do po njegovem optimalne rešitve – količina izvršljivih opcij naj bo progresivna funkcija tržne cene delnic. (Brisley, 2006, str. 1-5)

## **6. Optimalna izvršilna cena v luči spremenjene zakonodaje EU in ZDA**

Večina avtorjev je skozi izvedene raziskave prišla do ugotovitev, da je optimalna izvršilna cena enaka tržni ceni v trenutku odobritve opcij. Hkrati pa se je večina strinjala, da je glavni razlog za to zakonodaja ZDA, ki takšne opcije obravnava kot davčno ugodnejše od večine ostalih opcij. Tako sta na primer Hall in Murphy (2003, str. 49) ugotavljala, da bodo takšne opcije v primeru spremenjene davčne zakonodaje izgubile večino prednosti, ki jo imajo pred

podcenjenimi opcijami, indeksiranimi opcijami, opcijami na učinek in tudi denarnim nadomestilom.

Spremenjena davčna zakonodaja, do katere je v letu 2005 prišlo v EU in ZDA bo imela po mojem mnenju na podeljevanje opcij managerjem velik vpliv. Predvsem ZDA in države, v katerih je bilo opcijsko nagrajevanje v preteklih letih zelo razvito, lahko pričakujejo drastičen upad nagrad, podeljenih v obliki opcij, in preusmeritev na nekatere nove oblike opcijskega nagrajevanja. Na države, kot je Slovenija, kjer je opcijsko nagrajevanje managementa redkost, pa bi lahko obveznost poročanja o nagrajevanju z opcijami učinkovala celo pozitivno. Gre namreč za obliko nagrajevanja, ki se pri nas, če za hip spregledamo v preteklosti neurejeno davčno zakonodajo, ni uveljavila tudi zaradi neznanja uprav in nadzornih svetov družb. Vsaka reklama in natančno definiranje pravic in obveznosti pri takšnem nagrajevanju bi tako lahko delovala vzpodbudno na njegov razvoj.

### **6.1. Zmanjšanje nagrajevanja managementa s podelitvijo delniških opcij**

Sodeč po raziskavi, ki jo je izvedel »National Center for Employee Ownership«, v ZDA kar 40 odstotkov podjetij razmišlja o spremembi opcijskega načrta, kar tretjina pa naj bi resno razmišljala tudi o ukinitvi takšnega nagrajevanja.

Podjetja namreč skrbi, kako bo prikazovanje nagrad v izkazu uspeha vplivalo na vrednost podjetja oziroma njegove delnice in s tem na investitorje. Eno izmed najbolj znanih podjetij, ki se je odločilo, da povsem preneha s podeljevanjem delniških opcij je Microsoft, ki je na ta način v letu 2004 stroške znižalo za kar 2,5 milijardi dolarjev. Večja podjetja, ki so opustila takšno nagrajevanje, so tudi Agilent Technologies, JDS Uniphase, ExxonMobil Corp. (XOM), in mnogi drugi.

Podeljevanje opcij zmanjšujejo tudi druga podjetja. Nekatera nagrajevanje s podeljevanjem opcij nadomeščajo z drugimi strategijami, druga pa nagrajevanje preprosto opuščajo. To vpliva predvsem na kompenzacijo managementa, ki v podjetju ne igra ključne vloge. Med podjetji, ki so se odločila, da močno znižajo nagrajevanje managementa, so: podjetje Dell, ki je nagrajevanje znižalo za kar 60 odstotkov, pri tem pa se ni odločilo za kakšno drugo vrsto kompenzacije; podjetje Progress, ki je podeljevanje opcij nadomestilo z manjšim številom podeljenih delnic; podjetje Time Warner; CDW Corporation; McDonald's Corporation; Pfizer; Aetna Inc.; Delphi Corporation; Exxon Mobil; Progress Energy itd. (Fact Sheet, 2005).

Kljub temu, da je stroške opcij potrebno izkazovati v izkazu uspeha, v zadnjem letu in pol, odkar je uredba stopila v veljavo, ni prišlo do tolikšnih težav, kot so jih napovedovali nasprotniki uvedbe vrednotenja opcijskega nagrajevanja. Napovedovali so namreč drastične

upade vrednosti delnic in izgubo delovnih mest, do česar pa ni prišlo (Personnel(ly) Speaking, 2006).

Do zanimivih ugotovitev je prišla tudi revizijska hiša Deloitte. Ugotavlja namreč, da se nagrajevanje managementa z opcijami drastično zmanjšuje predvsem v javnih podjetjih. V manjših podjetjih, ki se šele razvijajo, je takšno nagrajevanje še vedno precej popularno. To velja predvsem za podjetja, ki delujejo v tehnološkem sektorju (Dahl, 2005, str. 34).

## **6.2. Možnost razvoja za novejšje oblike opcijskega nagrajevanja**

V zadnjih letih je prišlo do precejšnjega razvoja novih oblik opcijskega nagrajevanja. Določene spremembe so se zgodile že leta 2001, ko je opcijsko nagrajevanje doživelo krizo zaradi poka borznega balona. Podjetja so namreč iskala optimalnejše načine nagrajevanja svojih zaposlenih. Tako so nastale opcije s spremenljivo ceno, indeksirane opcije in opcije na učinek. Vendar se niso uveljavile v širokem obsegu. Delno je tega kriva tudi zakonodaja, ki je bila vedno bolj naklonjena tradicionalnim opcijam. Te so bile na primer v ZDA bolj ugodne zaradi davčne obravnave in zaradi stroškovnega vrednotenja (Hall, Murphy, 1999, str. 2).

Davčno so še vedno ugodnejše, saj samo opcije s stalno izvršilno ceno, ki je enaka tržni ceni ob odobritvi ali pa tržno ceno ob odobritvi presega, veljajo kot kvalificirane opcije. Izginila je prednost pri stroškovnem vrednotenju. Veljalo je namreč, da takšnih opcij ni treba prikazovati v izkazih uspeha, kar je z uredbo FASB sedaj ukinjeno. Tako so razlike med opcijami na meji in drugimi oblikami opcij postale precej manjše. Kar pomeni večjo možnost za uveljavitev novejših oblik opcij.

V nadaljevanju predstavljam primere uporabe novih oblik opcij v praksi. Zanimivo je, da so se te v Evropi v zadnjem času uveljavile prav v določenih sektorjih. Predstavljam primer energetske industrije, in sicer s pomočjo podjetij RWE, E.ON in ČEZ.

RWE je storitveno podjetje, ki se ukvarja z dobavo električne energije, plina, vode, odvodom odpadne vode, odvozom odpadkov in z recikliranjem. Čeprav gre za podjetje z dolgo zgodovino, so se vodilni leta 2001 odločili, da vpeljejo opcijsko nagrajevanje. Sestavili so opcijski načrt, po katerem imajo upravičeni managerji podjetja možnost izvršitve opcij, ko pretečejo vsaj tri leta, a ne več kot pet let od podelitve opcij. Velja pogoj, da so opcije izvršljive samo v primeru, da se njihova tržna cena v povprečju vsako leto poveča za vsaj šest odstotkov (absolutna učinkovitost) in da ni slabša od rasti indeksa Dow Jones za več kot deset odstotkov (relativna učinkovitost). Opcije so izvršljive 21 dni po objavi polletnega ali letnega poročila. Zaposleni jih lahko izvršijo v roku štirih tednov. Opcije so prav tako lahko izvršene le ob odkupu delnic podjetja, ni pa možna zgolj denarna kompenzacija. Izvršilna cena je pri tem enaka tržni ceni na prvi dan po izteku triletnega obdobja, znižani za določen odstotek,

določen s pomočjo vrednosti definirane absolutne in relativne učinkovitosti (Own Shares and Stock Option Plans, 2006).

Pri podjetju RWE gre torej za neke vrste opcije na učinek, ki pa vsebujejo še mnogo drugih pogojev. Precej podoben opcijski načrt so že nekoliko prej, leta 1999, določili tudi v podjetju E.ON (The E.ON Options Program, 2006).

Zaposleni lahko opcije izvršijo dve leti po podelitvi, in sicer v določenem obdobju, ki se začne štiri tedne po objavi letnega oziroma vmesnega poročila. Opcije so izvršljive sedem let. Velja dodatni pogoj, da morajo delnice podjetja med podelitvijo in izvršitvijo deset zaporednih dni trgovanja kotirati boljše kot indeks Dow Jones STOXX Utilities. Poleg tega mora biti cena ob izvršitvi vsaj deset odstotkov višja od cene ob podelitvi opcij. Za razliko od podjetja REW pa nagrado managerjem izplačujejo prek denarne kompenzacije. Iz tega je razvidno, da se je tudi v podjetju E.ON uveljavil sistem nagrajevanja s podeljevanjem opcij na učinek. Podelitve opcij so precej pogoste - od leta 1999 so jih podelili kar šestkrat (The E.ON Options Program, 2006).

Do spremembe opcijskega načrta je prišlo tudi v češkem energetskega podjetju ČEZ. Tu sta imeli velik vpliv predvsem javnost in politika, ki sta se zgražali nad velikanskimi nagradami, ki so jih prek opcij pridobili vodilni managerji. Vrednost delnice podjetja se je namreč v samo dveh letih povečala za petkrat. Tako so se odločili, da v prihodnje omejijo dobiček, ki jih zaposleni lahko pridobi iz naslova opcijskega nagrajevanja - postavili so t. i. čep. Določili so še nekatere druge pogoje. Omejili so čas izvršitve opcij in določili minimalno obdobje treh let, v katerem opcij ni možno izvršiti (Hovet, 2006).

K uvedbi vse bolj zapletenih pogojev opcijskega nagrajevanja podjetja spodbujajo predvsem velike nagrade, ki si jih prisvajajo managerji v določenih podjetjih, pa tudi nekatere goljufije, ki so jih določena podjetja izvajala. Vse bolj pomembno postaja, da so pravila igre strogo določena, s čimer so onemogočene razne manipulacije pri zaslužkih, ki bi utegnile ogroziti dobro ime podjetja. Kot opozorilo služijo tudi podjetja kot sta Sycamore<sup>6</sup> in Islandia<sup>7</sup> (oz. bivši Computer Associates), ki sta bili zaradi napačne uporabe opcijskega nagrajevanja kaznovani. Trije vodilni zaposleni v podjetju Brocade Communications Systems<sup>8</sup> pa so bili pred kratkim, zaradi domnevnih goljufij pri nagrajevanju z opcijami, kazensko ovadeni.

---

<sup>6</sup> Lawson, 2006.

<sup>7</sup> Business software maker CA said on Monday it plans to cut about 1,700 jobs. News.com, 2006.

<sup>8</sup> Allison, Grant, 2006, str. 13

## **7. Uporaba opcij za nagrajevanje zaposlenih v Sloveniji**

V Sloveniji je nagrajevanje zaposlenih oziroma managerjev s pomočjo podeljevanja delniških opcij prej izjema kot pravilo. Že sama zgodovina podjetništva je poskrbela za to, da se uporaba opcij ni nikoli razvila. Do začetka devetdesetih let je socialistična planska proizvodnja, ki je temeljila na družbeni lastnini, uporabljala drugačne prijeme spodbujanja zaposlenih. Tudi po osamosvojitvi se opcije niso začele kmalu uporabljati. Problem so predstavljale tako spremembe lastništva oziroma dolgotrajna privatizacija kot neurejena zakonodaja. Ta je imela za posledico tudi dvojno obdavčitev dohodka, pridobljenega s podeljenimi opcijami. Če temu pripišemo še nevednost managementa, ki se je šele dobro začelo razvijati, je dokaj jasno, zakaj zaposlene z opcijami nagrajuje zgolj peščica podjetij. Omeniti velja tudi dejstvo, da v Sloveniji ni uradne statistike, ki bi zbirala podatke glede opsijskega nagrajevanja. To pa pomeni, da tudi če takšna podjetja obstajajo, ni lahko priti do podatkov o njih.

Med bolj znanimi podjetji v Sloveniji, ki management nagrajuje z opcijami, sta Merkur in Etol. Pred prevzemom s strani Novartisa je podatke o odobrenih opcijah objavljalo tudi podjetje Lek.

V nadaljevanju predstavljam podjetji Etol, d. d. in Merkur, d. d., kjer vodilne zaposlene z opcijami nagrajujejo že dalj časa ter Datalab Tehnologije, d. d., kjer z opsijskim nagrajevanjem šele pričenjajo.

### **7.1. Primer podjetja Etol, d. d.**

Podjetje Etol, d. d. se ukvarja s pridelavo in prodajo arom ter eteričnih olj. Gre za mednarodno podjetje, ki posluje še na Poljskem, Slovaškem, v Makedoniji, Srbiji, Črni gori, Ukrajini in v Kazahstanu (ETOL - Zgodovina podjetja, 2006).

Podjetje je opsijski načrt sprejelo leta 2001, do nekaterih sprememb pa je prišlo še v letih 2002 in 2004. Opcije so bile dodeljene nadzornemu svetu in ključnim kadrom v podjetju. Upravičenja so ob sprejetju opsijskega načrta znašala deset odstotkov izdanega kapitala, kar predstavlja 27.475 delnic, in odškodnine, izražene v 975 delnicah. Določena je bila stalna izvršilna cena 20.575 SIT. Odškodnino so v letu 2003 izračunali kot razliko med tržno ceno na dan 30. 6. 2003 in izvršilno ceno. Znašala je kar 39.000 SIT. Od leta 2004 pa opcije niso več izplačljive v denarju.

Do konca leta 2004 je bil uveljavljen nakup 1.031 delnic, število pa je ostalo enako tudi konec leta 2005, saj v tem času ni prišlo do novih izvršitev. Število opcij, ki se lahko odkupijo v naslednjih letih, je 26.444. Opcijske pogodbe za nakup delnic se lahko izpolnijo do leta 2009.



Glede na to, da so bile opcije izdane že v letu 2001, družba ni podvržena vrednotenju učinkov izdanih opcij v skladu z MSRP 2 (ETOL – Letno poročilo 2005, 2006).

## **7.2. Primer podjetja Merkur, d. d.**

Eno izmed najbolj znanih slovenskih podjetij, ki vodilne zaposlene nagrajuje s podeljevanjem opcij, je Merkur, d. d., Naklo. Za opcijsko nagrajevanje zaposlenih so se odločili zaradi prednosti, ki jih vidijo v:

- poenotenju ciljev vodilnih zaposlenih z dolgoročnimi cilji podjetja, tj. delničarjev,
- osredotočenosti vodilnih na povečevanje vrednosti delnic,
- povečanem zaupanju zunanjih investitorjev v podjetje in povečani vrednosti družbe,
- večji motiviranosti in pripadnosti zaposlenih,
- večji možnosti pridobitve oziroma ohranitve sposobnih kadrov, itd.

Zavedajo se tudi problemov, ki jih prinaša opcijsko nagrajevanje. Tako je predsednik uprave Merkurja, Bine Kordež, v predavanju leta 2002 izpostavil predvsem neugodno davčno zakonodajo, možnost umetnega spodbujanja rasti delnic, prevalitev stroškov na lastnike in problematičnost povezave med uspešnostjo managementa ter cene delnic na trgu. Čeprav je poudaril dejstvo, da je možno to neodvisnost uravnavati s pomočjo indeksiranja izvršilne cene opcij, Merkur pri nagrajevanju zaposlenih uporablja stalno izvršilno ceno.

Uprava sicer trenutno ne želi izdajati podrobnejših podatkov glede opcijskega nagrajevanja managementa, vendar naj bi v osnovi še vedno držale značilnosti, ki so jih predstavili leta 2002. Opcijski načrt je bil sicer nekoliko spremenjen leta 2004.

Merkur, d. d. z opcijami nagrajuje približno dva odstotka zaposlenih, tj. približno 50 upravičencev. Mednje spadajo člani uprave in nekateri vodilni zaposleni. Izvršilna cena opcij je stalna in določena v tolarjih. Običajno je določena na osnovi povprečne tržne cene delnice v letu, za katero se opcije podeljujejo.

Izvršitev je najprej možna dve leti, najkasneje pa pet let po podelitvi. Izvršitev je možna največ enkrat letno, pri čemer ni nujno, da so opcije izvršene v celoti. Opcijsko upravičenje ni prenosljivo, razen če gre za dedovanje. Možno je izplačilo opcijske nagrade v denarju (Kordež, 2002, str. 2-5).

### 7.3. Primer podjetja Datalab Tehnologije, d. d.

O vpeljavi opcijskega nagrajevanja zaposlenih razmišljajo tudi v podjetju Datalab, d. d. Gre za precej mlado podjetje, ki se ukvarja z razvojem poslovne programske opreme in ki je še vedno v fazi rasti.

Pri preoblikovanju podjetja iz družbe z omejeno odgovornostjo v delniško družbo leta 2003, so se lastniki odločili, da v lastništvo vključijo tudi zaposlene, da bi jih tako motivirali za delo v podjetju. Zaposleni so lahko sodelovali že pri odkupu podjetja, sedaj pa bodo upravičeni tudi do delniških opcij. Trenutno natančna oblika opcijskega nagrajevanja še ni povsem znana, verjetno pa bo šlo za opcije na učinek ali indeksirane opcije<sup>9</sup> (Mertelj, 2003).

### Sklep

Nagrajevanje zaposlenih managerjev prek podeljevanja delniških opcij je metoda, ki je v svetu splošno sprejeta že skoraj tri desetletja. Najbolj se je razvila v ZDA proti koncu devetdesetih let prejšnjega stoletja, ko je večina podjetij, ki so kotirala na borzi, opcije pričela podeljevati ne le vodilnim managerjem, pač pa tudi ostalim zaposlenim. Tako je bilo v ZDA do opcij upravičenih približno 40 odstotkov vseh zaposlenih.

Z razmahom opcijskega nagrajevanja so se glede na takrat veljavno davčno zakonodajo pojavile tudi nove možnosti izkoriščanja tega za prikrojevanje finančnih izkazov podjetij. Ta so denarne nagrade zaposlenih nadomeščala s podeljevanjem opcij, ki pa ni bilo nikjer prikazano.

Škandali, kot so bankrot podjetja Enron in pok borznega balona leta 2001, so zakonodajne oblasti opozorili na nujnost davčnih sprememb. Tako so v ZDA podjetja, ki so se posluževala spreminjanja izvršilne cene opcij, že zelo hitro obvezali k prikazovanju stroškov v izkazu uspeha. Takšni ukrepi in pritiski javnosti k zmanjševanju zaslužkov managementa, ki so presegali vse meje, so povzročili razvoj novih oblik opcij, kot so indeksirane opcije in opcije, vezane na učinek.

Do ključnih sprememb v davčni zakonodaji je prišlo leta 2005, ko je v ZDA in EU postalo obvezno vrednotenje stroškov podeljenih opcij. Te morajo podjetja prikazovati v izkazu uspeha, kar znižuje prikazane dobičke. To pa ne ustreza stroškovno občutljivejšim podjetjem. Zato je v ZDA, kjer je nagrajevanje vodilnih kadrov z delniškimi opcijami najbolj pogosto, prišlo do drastičnega upada takšnega nagrajevanja. Podjetja podeljevanje opcij nadomeščajo z denarnimi nagradami, podeljevanjem delnic in drugimi motivacijskimi orodji. V Evropi je

---

<sup>9</sup> Natančnejša pojasnila glede načrtovanega opcijskega nagrajevanja podjetja Datalab, d. d. so v priponki.

učinke precej težje ovrednotiti, saj ne obstaja uradna statistika, ki bi beležila razvoj in uporabo opcij. Vsaj ta bo z novimi uredbami javnosti in predvsem investitorjem podjetij, ki podeljujejo opcije, sedaj bolj dostopna. To pa pomeni pomemben korak k bolj transparentnemu poslovanju podjetij, za kakršnega si prizadeva EU.

Poleg zmanjševanja nagrad je spremenjena davčna zakonodaja omogočila hitrejši razvoj oziroma večjo uporabo novih oblik opcijskega nagrajevanja. Avtorji, ki so v preteklih desetletjih preučevali opcije in njihove učinke na motivacijo zaposlenih managerjev, so večinoma ugotavljali, da so tradicionalno uporabljane delniške opcije z izvršilno ceno na nivoju tržne cene v trenutku določitve optimalne prav zaradi davčne zakonodaje. Ta je takšne opcije privilegirala na dva načina. Opcij s stalno izvršilno ceno, enako ali višjo od tržne cene, ni bilo treba prikazovati v izkazu uspeha, kar je bilo z letom 2005 ukinjeno v EU in ZDA. Ostala pa je davčna ugodnost, ki jo imajo takšne opcije v ZDA, saj veljajo za kvalificirane delniške opcije, ki so obdavčene manj kot ostale vrste delniških opcij.

Kljub temu so nove oblike opcijskega nagrajevanja s tem postale relativno privlačnejše za podjetja. V Evropi so se tako za uporabo novejših oblik opcij s precejšnjo količino dodanih pogojev odločila na primer podjetja ČEZ, E.ON in RWE. V Sloveniji se k podobnemu pristopu nagiba podjetje Datalab, d. d., ki opcijsko nagrajevanje zaposlenih šele vpeljuje. Medtem ko zaenkrat pri tradicionalnih oblikah opcij ostajata podjetji Merkur in Etol.

Pričakujemo lahko, da se bo področje opcijskega nagrajevanja v prihajajočih letih razvijalo v stilu »edina stalnica je sprememba«. Zaradi hitrega razvoja novih oblik nagrajevanja in vse boljše obveščenosti managementa in investitorjev lahko pričakujemo, da se bodo v podjetjih vedno pogosteje uporabljale netradicionalne oblike opcij, kot so opcije, vezane na učinek in indeksirane opcije. Ne dvomim pa, da bodo tudi te v nekaj letih nadgrajene z novimi idejami, ki se že sedaj porajajo raziskovalcem - potrebujejo le še podjetja, pripravljena na preizkušanje novosti. A teh se danes ne manjka.

## Literatura

1. Abowd John M., Kaplan David S.: Executive Compensation: Six Questions that Need Answering. NBER Working Paper 7124. Cambridge, 1999. 35 str.
2. Abrams Daniel: Equity Compensation and Benefits in a Changing Economy. Employee Benefit Plan Review. New York, 58(2003), 1, str. 11-14.
3. Allison Kevin, Grant Jeremy: Former Brocade Executives Charged in Options Scandal. Financial Times. London, 21.7.2006, str. 13.
4. Aust Dennis: Stock Options and Restricted Stock, Microsoft's Missed Opportunity. The CEO Refresher. [URL: <http://www.refresher.com/!daoptions.html>], 2004.
5. Bohinc Rado: Opcije kot orodje delavskega delničarstva. Podjetje in delo, Ljubljana, 31(2005), 5, str. 717-737.
6. Bozzi Stefano: Non Traditional Stock Options for the Undiversified Manager. Milano : Universita Cattolica del S. Cuore, 2004. 57 str.
7. Brenner Menachem, Sundaram K. Rangarajan, Yermack David: Altering the Terms of Executive Stock Options. Working Paper. New York : New York University, 1998. 24 str., 5 pril.
8. Brisley Neil: Executive Stock Options: Early Exercise Provisions and Risk-taking Incentives. The Journal of Finance. California, 61(2006), 5. 35 str.
9. Carter Mary E., Lynch Luann J.: An Examination of Executive Stock Option Repricing. Journal of Financial Economics. Rochester, 61(2001), 2, str. 207-225.
10. Chance Don M., Kumar Raman, Todd Rebecca B.: The Repricing of Executive Stock Options. The Journal of Financial Economics. Rochester, 57(2000), 1, str. 129-154.
11. Chen Mark A.: Executive Option Repricing, Incentives and Retention. The Journal of Finance. California, 59(2004), 3. 58 str.
12. Copeland Thomas E., Weston J. Fred, Shastri Kuldeep: Financial Theory and Corporate Policy. Boston : Pearson Addison Wesley, 2005. IV, 1000 str.
13. Cox C. John, Rubinstein Mark: Options Market. New Jearsy : Prentice Hall, Inc., 1985. 498 str.
14. Cuthbertson Keith, Nitzsche Dirk: Investments, Spot and Derivatives Markets. Chichester : John Wiley & Sons, Ltd, 2001. 693 str.
15. Dahl Darren: Granting Options Like It's 1999. Inc. Magazine, New York, 1.10.2005, str. 34.
16. DeCarlo Scott: Special Report, What the Boss Makes. Forbes, 20.4.2006.
17. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: Financial Markets and Corporate Strategy. Boston : McGraw-Hill Irwin, 2002. II, 880 str.
18. Hall Brian J., Knox Thomas A.: Managing Option Fragility. Research Paper. Boston : Harvard Business School and NBER, 2002. 61 str.
19. Hall Brian J., Murphy Kevin J.: Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options. Boston : Harvard Business School, 1999. 15 str.

20. Hall Brian J., Murphy Kevin J.: The Trouble with Stock Options. *The Journal of Economic Perspectives*. Nashville, 17(2003), 3, str.49.
21. Hovet Jason: Taking Stock. *Czech Business weekly*. Prague, 5.6.2006.
22. Hull John: Options, Futures and other Derivative Securities. New Jearsy : Prentice-Hall International, Inc., 1989. 341 str.
23. Jensen Michael C., Meckling William H.: Theory of the Firm: Manegerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Rochester, 3(1976), 4, str. 305-360.
24. Jensen Michael C., Murphy Kevin J.: Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*. Chicago, 98(1990), 2, str. 225-264.
25. Jež Jure: Vrednotenje opcij in njihova uporaba. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 52 str.
26. Jin Li, Meulbroek Lisa: Do Underwater Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Manegerial Incentive-Alignment. Boston : Harvard Business School, 2001. 71 str.
27. Johanson David: Employee Stock Options and Related Equity Incentives. [URL: <http://www.nceo.org/library/equity.html>], 2005.
28. Johnson Shane A., Tian S. Yisong: Indexed Executive Stock Options. *The Journal of Financial Economics*. Rochester, 57(2000), str. 35-64.
29. Jørgensen P. Løchte: American-style indexed executive stock options. University of Aarhus. Denmark, 2001. 51 str.
30. Kordež Bine: Delniške opcije za nagrajevanje managementa v delniški družbi. [URL: <http://www.zdruzenje-manager.si/slo/aktualno/2002-10-17/opcije-za-nagrajevanje-kordez.pdf>], 16.10.2002.
31. Kroeker Jim, Trapani Dawn, Sarno John: Fair Value Accounting for Stock Options. Deloitte, Heads Up, 17.12.2004. 20 str.
32. Kuang Yu, Suijs Jeroen: Incentive Effects of Performance-Vested Stock Options. Working Paper. Tilburg : Tilburg University, 2006. 39 str.
33. Landsberg Richard D.: Equity-based Incentives. *Journal of Financial Service Professionals*. Bryn Mawr, 58(2004), 5, str. 30-32.
34. Lawson Stephen: Sycamore faces criminal probe on options. IDG News Service. [URL: <http://www.networkworld.com/news/2006/053106-sycamore-faces-criminal-probe-on.html?page=1>], 31.5.2006.
35. Logar Matjaž: Dileme nagrajevanja članov uprav z opcijami. *Dnevi slovenskih pravnikov* 2004. Podjetje in delo. Ljubljana, 30(2004), 6/7, str. 1127-1134.
36. Meulbroek Lisa K.: Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options. Boston : Harvard Business School, 2001. 68 str.
37. Mohar Eva: Uporaba realnih opcij v praksi. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 47 str., 6 pril.

38. Muller Jennifer S., Blatnický Lucia: Stock Options: Weighing the Impact of Bailouts. *Financial Executive*. Morristown, 20(2004), 1, str. 38-43.
39. Murphy Kevin J.: *Executive Compensation*. California : Marshall School of Business, 1999. 90 str.
40. Ofek Eli, Yermack David: Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evaluation of Managerial Ownership. *The Journal of Finance*. California, 55(2000), 3. 18 str.
41. Palmon Oded et al.: *Optimal Strike Prices of Stock Options for Effort Averse Executive*. Newark : Rutgers University, 2005. 31 str.
42. Peck Steven, Sullivan Kevin: Shifting Options – Recent Developments Affecting Equity – Based Compensation. [URL: [http://www.altassets.com/cgi\\_local/MasterPFP.cgi?doc=http://www.altassets.com/knowledgebank/learningcurve/2004/nz6029.php](http://www.altassets.com/cgi_local/MasterPFP.cgi?doc=http://www.altassets.com/knowledgebank/learningcurve/2004/nz6029.php)], 14.12.2004.
43. Perner Vili: Uvajanje mednarodnih računovodskih standardov. Iteo relacije. [URL: <http://www.relacije.com/clanek.php?niceid=uvajanje-mednarodnih-racunovodskih-standardov>], 11(2005), 1.
44. Radnai Marton: *Indexed Underlying Price Options*. Budapest : Marton Radnai Budapest Corvinus University, b.l. 20 str.
45. Rappaport Alfred: *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance*. Harvard Business Review. Boston, 1999, 1, str. 91-101.
46. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey: *Corporate Finance*. Boston : McGraw-Hill Irwin, 1999. V, 868 str.
47. Rus Andrej: Dokazovanje ega, nadarjenosti in ambicij. *Manager*, Ljubljana, 2003, 1, str. 8-15.
48. Samec Nataša: Korporacijski vidiki delniških opcij. *Dnevi slovenskih pravnikov 2004. Podjetje in delo*. Ljubljana, 30(2004), 6/7, str. 1117-1126.
49. Samec Nataša: Uvedba delniškega opcijskega programa. *Pravna praksa*. Ljubljana, 21(2002), 30, str. 6-9.
50. Schnusenberg Oliver, McDaniel Wm R.: How to Value Indexed Executive Stock Options. *Journal of Financial and Strategic Decisions*. B. k., 13(2000), 3, str. 45-48.
51. Surette Stan D.: Expensing Options is Expensive. *Human Resource Executive Magazine*. [URL: <http://www.workindex.com/editorial/hre/hre0501-01.asp>], 3.1.2005.
52. Svete Nataša: Davčna obravnava opcij. *Diplomsko delo*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 40 str.
53. Tian Yisong S.: Too much of a good incentive? The Case of Executive Stock Options. Toronto : Schulich School of Business, York University, 2003. 33 str.
54. Veselinovič Draško: Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike. *Doktorska disertacija*. Ljubljana : Ekonomska Fakulteta, 1996. 253 str., 7 tbl.
55. Wu Jian, Yu Wei: Indexed Executive Stock Options with Ratchet Mechanism and Average Prices. *Finance*. Rouen, 24(2003), 2, str.85.

56. Yang Jerry T., Carleton Willard T.: Rescission and Repricing of Executive Stock Options. Arizona : Eller College of Business and Public Administration, University of Arizona, 2002. 73 str.
57. Zver Gabrijelčič Sonja: Standardizirani finančni instrumenti. Dnevi slovenskih pravnikov 2004. Podjetje in delo. Ljubljana, 30(2004), 6/7, str. 1135-1144.

## Viri

1. Business software maker CA said on Monday it plans to cut about 1,700 jobs. News.com. [URL: [http://news.com.com/CA+to+chop+1%2C700+workers/2100-1014\\_3-6105473.html](http://news.com.com/CA+to+chop+1%2C700+workers/2100-1014_3-6105473.html)], 14.8.2006.
2. Commission Regulation (EC) No.1864/2005 of 15 November 2005. Official Journal of the European Union, 299(2005), str. 45-57.
3. Davčna obravnava opcijskega nagrajevanja. Pojasnilo DURS, št. 424-05-10025/2005. [URL: <http://www.gov.si/durs/index.php?lg=sl&f=doon05.html>], 17.10.2005.
4. Employee Stock Options. The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU. [URL: [http://www.em.gov.lv/em/images/modules/items/item\\_file\\_1632\\_7.%20employee%20stock%20options.pdf](http://www.em.gov.lv/em/images/modules/items/item_file_1632_7.%20employee%20stock%20options.pdf)], 2003. 67 str.
5. ETOL – Letno poročilo 2005. [URL: [http://www.etol.si/etol\\_si/letno/letno%202005/letno\\_porocilo2005.pdf](http://www.etol.si/etol_si/letno/letno%202005/letno_porocilo2005.pdf) ], 21.7.2006. 60 str.
6. ETOL - Zgodovina podjetja. [URL: [http://www.etol.si/etol\\_si/o\\_podjetju\\_zgodovina.asp](http://www.etol.si/etol_si/o_podjetju_zgodovina.asp)], 21.7.2006.
7. Accounting Standards: Commission endorses »IAS 39 Fair Value Option«. European Commission. [URL: <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/1423&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>], 15.11.2005.
8. Fact Sheet: The Impact of Stock Option Expensing. Rank & File Employees Hit Hardest. [URL: [http://www.savestockoptions.org/resources\\_factsheet\\_impact.html](http://www.savestockoptions.org/resources_factsheet_impact.html)], 2005.
9. Mertelj Andrej: intervju s predsednikom nadzornega sveta podjetja Datalab Tehnologije d.d., 18.7.2006.
10. Nova dohodninska zakonodaja od 1.1.2006 – hitri pregled posledic. Finančna točka. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=2718&src=nasl>], 24.11.2005.
11. Personnel(ly) Speaking. A Monthly Newsletter from Personnel Management Systems, Inc. [URL: <http://hrpmsi.com/DynamicContent/Speak0406.htm>], april 2006.
12. Predstavitev podjetja Datalab. [URL: <http://www.datalab.si/Company/Index.htm>], 21.7.2006.

13. Own Shares and Stock Option Plans. [URL:  
<http://www1.rwecom.geber.at/qu/en/2006/q1/notes/ownsharesandstockoptionplans>],  
20.7.2006.
14. Re-examine Stock Options as Compensation. [URL:  
<http://www.workindex.com/editorial/whar/whar0205-02.asp>], 5.2.2002.
15. Taxes on Nonqualified Stock Options. [URL:  
[http://www.smartmoney.com/tax/capital/index.cfm?story=options\\_nqso](http://www.smartmoney.com/tax/capital/index.cfm?story=options_nqso)], 30.5.2006.
16. The E.ON Options Program. [URL: <http://www.eon.com/en/investoren/1126.jsp>],  
20.7.2006.
17. Wayman Rick.: Option Compensation. Investopedia.com. [URL:  
<http://www.investopedia.com/printable.asp?a=/articles/analyst/091202.asp>], 12.9.2002.



## **Priloga 1: Opcijsko nagrajevanje v podjetju Datalab, d.d.**

Podjetje Datalab, d. o. o. je bilo ustanovljeno leta 1997 z namenom razvoja integralnih poslovno-informacijskih sistemov za mala in srednja podjetja. V letu 2003 pa je prišlo do ustanovitve podjetja Datalab, d. d., ki je konec leta prevzelo poslovanje Datalab, d. o. o. Podjetje Datalab Tehnologije, d. d. se ukvarja z razvojem poslovne programske opreme in svetovanjem.

Podjetje ima lastniški delež v podjetju DataLab Hrvatska, d. o. o. in je lastnik DataLab SCG, d. o. o. Povezano pa je še s podjetji Datalab BA, d. o. o., DataLab-KS, l. l. c., DataLab MK, d. o. o. in s podjetjem v ustanavljanju DataLab IT, s. r. l.

Gre za mlado podjetje, ki je še vedno v fazi rasti. To je tudi eden izmed razlogov, da veliko sredstev namenja novim investicijam in razvoju, zaradi česar delničarjem tudi ne izplačuje dividend. Število zaposlenih se je od treh, ki so podjetje ustanovili, v nekaj letih povzpelo na trenutnih 25 (Predstavitev podjetja Datalab, 2006).

### ***Podjetje v lasti zaposlenih***

Lastniki podjetja so se ob njegovem preoblikovanju v delniško družbo odločili, da v lastništvo vključijo tudi zaposlene. Tem so omogočili odkup delnic podjetja po nominalni ceni 1000 SIT za delnico. Pri odkupu so lahko sodelovali vsi zaposleni, od katerih se zgolj eden ni odločil za odkup. Vplačani (osnovni) kapital podjetja znaša 6.375.000,00 SIT. Podjetje ima trenutno 16 notranjih lastnikov, vodilni v podjetju si ta krog želijo še razširiti.

Glede na to, da delnice podjetja Datalab, d. d. ne kotirajo na borzi, je dejansko (tržno) vrednost delnic nekoliko težje oceniti. Ocenjena tržna vrednost je sestavljena iz vrednosti, ki so jo delnice dosegle pri prvi dokapitalizaciji, ki je znašala 66.667 SIT za delnico, in iz dobička na delnico v letu in pol pred ocenitvijo. Ob zadnji ocenitvi se je tako vrednost delnice gibala okoli 80.000,00 za delnico. Iz tega je razvidno, da so zaposleni, ki so se odločili za odkup delnic podjetja, v zadnjih letih močno zaslužili.

Glavna motiva za odločitev podjetja, da so zaposleni v podjetju istočasno tudi njegovi delni lastniki, navaja predsednik nadzornega sveta Andrej Mertelj, sta motivacija zaposlenih in zadržanje sposobnih kadrov. To je tudi razlog za odločitev podjetja, da tudi zaposlene, ki so se podjetju priključili kasneje, poskušajo motivirati s pomočjo podelitve delniških opcij. V zadnjem letu so že razvili sistem nagrajevanja managementa, ki obsega pridobivanje lastništva delnic podjetja.

Profesionalni management, ki obsega dva zaposlena, nagrajujejo glede na dosežene učinke, pri čemer ocenjujejo vrsto kriterijev. S tem določijo nagrado, do izplačila katere sta zavezana. Nagrada je sicer izplačana v denarju, vendar sta managerja zavezana, da tega namenita nakupu delnic podjetja. Takšno nagrajevanje managementa obsega kar 20 do 25 odstotkov njune letne kompenzacije.

Za zaposlene načrtujejo razvoj opcijskega nagrajevanja. Pri tem naj bi delež, ki bi ga zaposleni dosegli s pomočjo pridobljenih delnic, v naslednjih dveh do treh letih znašal približno en odstotek vrednosti (delnic) podjetja. Pri tem se zaenkrat še niso odločili za natančno raven, na katero bodo postavili izvršilno ceno delnice. Ta se bo verjetno gibala nekje okoli tržne cene.

Hkrati si v opcijsko nagrajevanje želijo vpeljati tudi nekatere druge pogoje, o katerih pa se bodo podrobneje šele dogovorili. Predvsem želijo opcijski pogodbi dodati klavzulo, s katero se zaposleni obvežejo, da bodo delnice v primeru odhoda iz podjetja kmalu po njihovi pridobitvi, podjetju prodali po izvršilni ceni (pravzaprav gre za nekakšen reverz). Zanimajo jih tudi nekateri novejši trendi, kot je uporaba indeksiranih opcij, itd.

Glede na rast, ki so jo delnice dosegale v preteklih letih, je mogoče trditi, da bodo pričakovanja zaposlenih glede rasti delnic tudi v prihodnje dokaj pozitivna. To pomeni, da bo tudi vrednost, ki jo bodo pripisovali podeljenim opcijam, dokaj visoka. Podjetju Datalab se tako verjetno splača pričeti z opcijskim nagrajevanjem. Pri čemer pa morajo paziti, da bo z uveljavitvijo mednarodnih standardov računovodskega poročanja postalo obvezno stroškovno vrednotenje podeljenih opcij. Glede na to, da mora podjetje na MSRP-je preiti še letos, bo moralo hkrati pričeti vrednotiti opcije za zaposlene.

Novi standardi poročanja bodo tako še otežili nagrajevanje zaposlenih (managementa) z opcijami, ki mu ni naklonjena niti slovenska davčna zakonodaja. Po mnenju Andreja Mertlja bi ta morala omogočiti hitrejši razvoj opcijskega nagrajevanja z nižjo obdavčitvijo oziroma z obdavčitvijo po stopnji, po kateri je obdavčen kapitalski dobiček. Trenutno je razlika med izvršilno ceno delnic in ceno delnic na trgu obdavčena z davkom na dohodek. To in nepoznavanje opcij ter zakonodaje so glavni razlogi, da se te ne uveljavijo (Mertelj, 2006).

## Priloga 2: Slovar tujk

Angleški izraz	Slovenski prevod
At the money options = at grant options	Opcije na meji = tradicionalne opcije
Benchmarking	Primerjava z nečim, npr. podjetjem v isti panogi
Call option	Nakupna opcija
Cash settlement	Denarno izplačilo ob izvršitvi opcij
Certainty equivalent approach	Verjetnostno-ekvivalenčni pristop (model)
Currency options	Devizne (valutne) opcije
Exercising the option	Izvršitev opcije
Exotic options	Eksotične opcije
Expiration date	Datum zapadlosti opcije
Fair value	Pravična vrednost
Incentive stock options	Kvalificirane opcije = motivacijske opcije
Index options	Indeksne opcije
Indexed options	Indeksirane opcije
Interest rate options	Obrestne opcije
In the money options = discounted options	Opcije, ki se splačajo
Intrinsic value	Notranja vrednost
Market value	Tržna vrednost opcij
Nonqualified stock options	Nekvalificirane opcije
Options on futures	Opcije na standardizirane terminske pogodbe
Out of the money options = premium options	Opcije, ki se ne splačajo
Performance options	Opcije na učinek
Put-call parity	Formula za določitev premije za opcije (zaradi možnosti arbitraže)
Put option	Prodajna opcija
Ratchet mechanism	Krožni mehanizem
Reload options	Opcije izdane kot nadomestilo za prodane delnice (iz prejšnjih opcijskih načrtov)
Reprised options	Opcije s spremenljivo izvršilno ceno
Stock options	Delniške opcije
Stock options plan	Načrt podeljevanje delniških opcij
Stock repurchase	Odkup lastnih delnic podjetja
Straddle	Kombinacije nakupne in prodajne opcije v isti pogodbi z istim datumom zapadlosti ter izvršilno ceno

Strangle	Kombinacije nakupne in prodajne opcije v isti pogodbi, pri katerih je izvršilna cena prodajne opcije običajno nižja od izvršilne cene nakupne opcije
Straps and strips	Kombinacije dveh prodajnih in ene nakupne oz. dveh nakupnih in ene prodajne opcije
Striking/exercise price	Izvršilna cena opcije
Swap options	Opcije na obrestne zamenjave
Underlying asset	Osnovni instrument