



שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם (ה-NAV) המתואם) להערכת שווי סוכנות ביטוח

מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, [האקטואר רועי פולניצר](#), מסביר מדוע שיטת ה-NAV המתואם (ANAV) היא השיטה הנכונה ביותר להערכת שווי סוכנות ביטוח.

שיטת ה-NAV הרגיל מתאימה למקרים שבהם מדובר בחברות כושלות שנקלעו לקשיים – דהיינו בחברות שלמוניטין שלהן אין כמעט ערך וכל מה שנותר להן הוא שווי הנכסים נטו. כמו כן נהוג להשתמש בשיטה זו לצורך קביעת "מחיר ריצפה" בעת הערכת שווי לחברה בריאה. דהיינו מהו המחיר המינימלי שיש לדרוש עבור החברה – מחיר שמתחתיו אין כל היגיון לרדת.

שיטת ה-NAV המתואם (ANAV)

שיטה ה-ANAV מתבססת על ניתוח שווייה הכלכלי של סוכנות ביטוח מחושב ע"ב הערכות שווי המחשבות את השווי הכלכלי של האמיתי של מגזרי הפעילות של הסוכנות בשיטת ה-DCF, בניכוי תקורות ובניכוי חוב נושא ריבית (הון חוזר אינו נלקח בחשבון), תחת הנחת עסק חי. שווי כלכלי הוא שווי בעסקה בין קונה ומוכר ברצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה.

כמקובל בהערכות שווי, ניכוי הערך הנוכחי של עלות התקורות יתייחס רק לחלק התקורות המתחזק את הנכסים הקיימים (קרי, לטובת שמירה על הקיים ולא לצמיחה). הווה אומר- החלק של התקורות המתייחס לזמנות חדשה איננו מנוכה מה-ANAV.

למעשה, ה-ANAV מחושב על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של תיקי הביטוח של הסוכנות (היוון שכולל פרמיית סיכון) וערך הספרים של ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית. מאחר והסוכנות מוערכת כעסק חי הרי שיש לנכות גם את הערך הנוכחי של עלויות הניהול של הסוכנות (המיוחסות למאמצי הסוכנות לחזק את ביצועי תיקי הביטוח שבבעלותה), כאשר יש לזכור כי עלויות הניהול של הסוכנות כיום כוללות מרכיב ייזום שאותו יש לנטרל.

לסיכום, השיטה הנכונה ביותר להערכת שווי סוכנות ביטוח הינה שיטת ה-ANAV, המתבססת על הערכה כלכלית של תיקי הביטוח של הסוכנות. ההערכה זו נגזרת מהנחות המעריך לגבי הסביבה הכלכלית, תשואת וסיכון כל אחד מתיקי הביטוח ועוד.

הנכסי הנקי (NAV- Net Asset Value). הסיבה לכך שאותו פרופי נשאל את אותה השאלה נעוצה בכך שהוא ופרופי נוסף בחרו להעריך את שווייה של אי.די.בי פיתוח (קבוצת אחזקות) על בסיס שיטת ה-DCF ולא על פי שיטת ה-NAV.

פרופי בן-שחר חזר על תשובתו פעם נוספת באומרו "בעולם נהוג לבצע הערכת שווי לחברת אחזקות לפי שיטת NAV". נעיר כי פרופי בן-שחר התכוון לא לשיטת השווי הנכסי הנקי (ה-NAV הרגיל) אלא לשיטת השווי הנכסי הנקי המתואם (ANAV). משעה שהסברתי מדוע סוכנות ביטוח שקולה אפקטיבית מכל הבחינות הכלכליות המהותיות לחברת אחזקות/השקעות ומעת שהבאתי את דבריו של פרופי בן-שחר לגבי מהי השיטה העדיפה להערכת שווי חברות אחזקות – הרי שלא ניתן עוד להעריך את שווייה של סוכנות ביטוח באמצעות שיטת ה-DCF.

שיטת ה-NAV הרגיל

לפי שיטת ה-NAV הרגיל, שווייה של סוכנות ביטוח מחושב כהפרש שבין שווי הנכסים הפיזיים שברשותה בניכוי כל התחייבויותיה. ככל שיש לסוכנות יותר נכסים ופחות התחייבויות כך שווייה גדול יותר ולהיפך: ככל שלסוכנות פחות נכסים ויותר התחייבויות כך שווייה קטן יותר.

את שווי הנכסים הפיזיים של הסוכנות מחשבים לפי ערכם המתואם במאזני הסוכנות בתוספת שיערוך שנעשה על ידי שמאי. דהיינו לפי שווי הנכסים בעיסקת מכירה בין מוכר מרצון לקונה מרצון.

אם מורידים משווי זה את כל החובות של הסוכנות מקבלים את השווי הנכסי הנקי, נטו, השווה להון העצמי המשוערך של הסוכנות (הערה אינפורמטיבית: המאזנים בנויים לפי הנוסחה: נכסים פחות התחייבויות שווה הון עצמי). כמוכן שיטת ה-NAV הרגיל מתעלמת משווי המוניטין של הסוכנות המורכב ממשנתנים בלתי מוחשיים כמו קשרים עסקיים, חוג הלקוחות, רמת השירות וכד'.

מעריכי שווי רבים נוטים לחשוב שהשיטה הנכונה ביותר להערכת שווי סוכנות ביטוח (להבדיל מהערכת שווי תיק ביטוח) הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows), אולם מדובר בטעות. הסיבה לכך נעוצה בחוסר הבנה של תחום סוכנות הביטוח על ענפיו השונים.

בשנים האחרונות נוכחתי לדעת שגם סוכני ביטוח לא מעטים בבואם לבקש שירותי הערכת שווי אינם עושים הבחנה פעם אחת בין סוכנות הביטוח שבעלותם לבין תיקי הביטוח שבעלות הסוכנות, פעם שניה בין תיקי הביטוח השונים שבעלות הסוכנות ופעם שלישית בין תתי-תיקי הביטוח המרכיבים כל תיק ביטוח שבעלות הסוכנות. בטרם אסביר מדוע הערכת שווי סוכנות ביטוח בשיטת ה-DCF איננה אופטימלית, נבחין תחילה בין סוכנות ביטוח לתיק ביטוח.

בראייה כלכלית מימונית, ניתן לראות בסוכנות ביטוח (בין אם היא חברה בע"מ, שותפות או על שם עוסק) כחברת אחזקות/השקעות, אשר אינה עוסקת בפעילות יצרנית או מסחרית ישירה, אלא מחזיקה בבעלות מלאה בתיק ביטוח אחד או יותר. בעוד שתיקי הביטוח שבעלות הסוכנות ניתנים למכירה מלאה או חלקית באופן בלתי תלוי זה בזה (הואיל ותיק ביטוח חיים יכול להימכר בנפרד מתיק ביטוח אלמנטרי), הרי שגם תתי-התיקים המרכיבים את כל אחד מתיקי הביטוח השונים שבעלות הסוכנות יכולים להימכר כולם או חלקם באופן בלתי תלוי זה מזה (כך למשל, תת-תיק ביטוחי הרכב שהינו חלק מתיק הביטוח האלמנטרי יכול להימכר בנפרד מתת-תיק ביטוחי העסקים).

בחקירתו בבית המשפט המחוזי בתל אביב ביום ה-8 באוקטובר 2013 נשאל הפרופי לכלכלה חיים בן-שחר מהי השיטה העדיפה להערכת שווי של חברת אחזקות. תשובת הפרופי הייתה "בספרות הכלכלית עדיפה שיטת השווי