

WAARDERING EN MULTIPLES: ZIJN ZE NUTTIG?

1. Waarderingstechnieken

Bij een overname dienen partijen tot overeenstemming te komen over de prijs. Ze vertrekken hierbij van de waarde die ze op de onderneming kleven.

Dit artikel heeft niet de ambitie om nogmaals een bloemlezing te geven van het aantal wetenschappelijke werken dat aan waarderingstechnieken is gewijd. Wel wil ik specifiek enkele bedenkingen maken omtrent het gebruik van een heel courant gehanteerde waarderingstechniek, met name deze van de multiples.

Bij wijze van inleiding schets ik summier, aan de hand van de analoge situatie van de verkoop van een huis, enkele veelvuldig gebruikte waarderingstechnieken:

- Men rekent uit hoeveel kosten ooit gemaakt zijn om het huis te verwerven en trekt er de kost van de openstaande leningen van af (netto actiefwaarde).
- Men rekent uit hoeveel huurgelden het pand zal opbrengen en corrigeert dit voor inflatie. Eventuele kosten om het pand in goede staat te behouden, worden van deze som afgetrokken (rendementswaarde).
- Men vergelijkt de woning met gelijkaardige woningen die recentelijk verkocht zijn en corrigeert de prijs voor eventuele relevante verschillen (vergelijkingsmethode).

Elk van deze benaderingen, die fundamenteel verschillend zijn en elk hun eigen merites hebben, vertellen ons iets meer over de waarde van het huis. Belangrijk is ook vast te stellen dat een waardebepaling de nodige dosis subjectiviteit inhoudt.

Bij de waardering van een onderneming worden in essentie dezelfde technieken gebruikt.

2. Multiples

Het is opvallend hoe bij de waardering van een onderneming een andere, meer afgeleide techniek veelvuldig wordt gebruikt, met name deze waarbij multiples worden toegepast op bepaalde parameters.

Deze techniek bestaat er in om van ondernemingen die recent verkocht zijn, prijsratio's af te leiden: de prijs bedraagt een aantal keer de netto opbrengsten, de bruto kasstromen, de bruto marge of de omzet, ... Dezelfde multiples worden gemakshalve ook gebruikt om de waarde te bepalen van een andere, nog te verkopen onderneming.

Deze techniek heeft het voordeel eenvoudig en snel toepasbaar te zijn waardoor hij, zelfs internationaal, veelvuldig gebruikt wordt als vuistregel.

De vraag is echter of hij inderdaad nuttig is en of het aan te raden is om met deze techniek de waarde van een onderneming te bepalen.

3. Nut van multiples

Aan de basis is een onderneming een activiteit waarbij kapitaal wordt geïnvesteerd met de bedoeling toekomstige geldstromen te genereren, waarvan de netto actuele waarde meer bedraagt dan het geïnvesteerde kapitaal. Dit surplus is in theorie hetgeen elke partij als waarde wil kleven op de onderneming. Hoewel de formule eenvoudig is, is het correct invullen van de parameters juist heel complex en gebaseerd op veel onzekerheden.

De waarderende partij dient volgende onzekerheden in te vullen:

- Welke toekomstige geldstromen kunnen worden verwacht met het geïnvesteerde kapitaal (zowel inkomende als uitgaande)?

- Hoe ver in de toekomst zal het geïnvesteerde kapitaal geldstromen blijven genereren?
- Welk inflatiepercentage en risicogehalte dient ingecalculiseerd te worden om de actuele waarde te kennen van de toekomstige geldstromen?

Om hierop een antwoord te kunnen formuleren, dienen we te onderzoeken hoe de business georganiseerd is en in de toekomst verder zal georganiseerd worden door te kijken wat de verkoper reeds in stelling gebracht heeft en wat dit in de toekomst zal blijven opleveren. Het is een business plan dat is gebaseerd op de economische en operationele realiteit die in financiële termen wordt omgezet. Om zo'n business plan te kunnen opstellen dient de koper informatie in te winnen bij de verkoper en tijdens het zorgvuldigheidsonderzoek.

De combinatie van de persoon die waardeert en de ondernemingswaarde wordt bepaald leidt tot een gefundeerde waarde. Deze is per definitie subjectief want bepaald volgens de inzichten van één der betrokkenen in het proces.

Bij de methode van de multiples wordt er voorbij gegaan aan deze complexe realiteit. In het beste geval gaat men op zoek naar 'vergelijkbare' ondernemingen die recent verkocht zijn om multiples te selecteren. Maar meestal wordt bij gebrek aan publiek beschikbare informatie teruggegrepen naar algemene multiples en vormt de onderhandeling over de grootteorde van de gekozen multiple en parameter waarop hij wordt toegepast, de kern van de prijsonderhandeling.

Eens partijen multiple en parameter hebben bepaald, wordt er bovendien veelal enkel rekening gehouden met de –al dan niet gecorrigeerde– historische waarde van de parameter. Het vergt immers heel wat onderhandelings talent om beide partijen tot overeenstemming te brengen over de toekomstige geldstromen en hun actuele waarde. En hoewel prestaties uit het verleden nooit een goede graadmeter zijn voor de toekomst, geven ze wel meer zekerheid.

4. Conclusie

Bij een overname bepalen de betrokken partijen de waarde van de onderneming. Er zijn hiervoor diverse methodes voorhanden. De methode van de multiples wordt hierbij veelvuldig gebruikt omdat ze makkelijk toe te passen is.

Wanneer we de definitie van waardecreatie consequent toepassen, komen we echter vanzelf tot de conclusie dat het gebruik van multiples eigenlijk nutteloos is voor de koper.

De methode van de multiples bevestigt eigenlijk niks méér dan de waarde die de verkoper van een andere onderneming gerealiseerd heeft voor de inspanningen die hij daartoe geleverd heeft. Een koper zou enkel geïnteresseerd mogen zijn in de actuele waarde van de geldstromen die de geleverde inspanningen in de te verkopen onderneming in de toekomst nog zullen opleveren. De koper staat immers voor een opportuniteitsoordeel. Hij heeft een kapitaal te investeren: ofwel start hij met dit kapitaal zelf een onderneming waarmee hij waarde creëert, ofwel koopt hij met dit kapitaal een bestaande onderneming, die hem minstens evenveel waardecreatie zal opbrengen.



Benedict Geers,
zaakvoerder
GECORP advice & management
info@gecorp.be
www.gecorp.be



Benedict Geers, GECORP

