

## Hefbomen tot de crisis komt

Gepubliceerd op [www.accountancyvandaag.nl](http://www.accountancyvandaag.nl), 1 oktober 2008



De huidige kredietcrisis maakt een heleboel duidelijk. Een belangrijke les is dat het aantrekken van vreemd vermogen resulteert in een hoger risico. Een simpele economische wet leert ons dat een hoger risico moet leiden tot een hogere rendementseis. Toch wordt deze simpele wet niet altijd toegepast bij het waarderen van toekomstige dividendstromen uit een onderneming.

### Hefboomeffect

U kent natuurlijk allen het hefboomeffect. Doordat vreemd vermogen wordt aangetrokken met een lagere kostenvoet dan de kostenvoet van het eigen vermogen, stijgt het rendement op dat eigen vermogen.

Rekenkundig valt dit als volgt uit te leggen:

$$\text{Kel} = \text{Keu} + (\text{Keu} - \text{Kvv}) \times \frac{\text{VV}}{\text{EV}}$$

Waarbij:

Kel = rendement eigen vermogen bij financiering met vreemd vermogen (levered)

Keu = rendement eigen vermogen zonder financiering met vreemd vermogen (unlevered)

Kvv = rente percentage

VV = economische waarde vreemd vermogen

EV = economische waarde eigen vermogen

Stel dat een investeerder een rendementseis voor het eigen vermogen heeft van 10% unlevered (dus geen vreemd vermogen). Indien hij 50% van een investering financiert met vreemd vermogen tegen 5% rente, dan stijgt het rendement op zijn eigen vermogen (levered) naar 15%.

### Rendement cadeau ?

De vraag is nu of hij die 5% extra rendement zonder meer cadeau krijgt. Ik denk het niet. Doordat er vreemd vermogen wordt aangetrokken wordt het risico voor het eigen vermogen verhoogd. Immers, de bank gaat mee eten uit de ruif van de vrije geldstromen en heeft in de regel een hogere prioriteit dan de aandeelhouders. Dat wordt vooral duidelijk als de vrije geldstromen gaan tegenvallen. In dat geval gaan aflossingsverplichtingen en rentelasten door en blijft er dus minder over voor de aandeelhouders.

### Waarderen van dividendstromen

Met bovengenoemd effect dient dus rekening gehouden te worden bij het waarderen van dividendstromen uit een onderneming of opbrengsten uit een beleggingsproduct. Een geprognosticeerd rendement van 10% lijkt misschien wel aardig. Als dat rendement echter tot stand komt in een zwaar gefinancierde onderneming zou dat wel eens niet meer in verhouding kunnen zijn met de risico's.

P.P.C. Buijsrogge RV

[www.corporatesearch.nl](http://www.corporatesearch.nl)