

Hoe meer risico, hoe meer rendement ?

Door: Ir. A.B. Sparrius RV, Business Value bv

Risico speelt een rol in de cashflow en in de vermogenskosten van een onderneming. Ook in de waardering van een onderneming zien we dit terug. Het goed inschatten van deze risico's leidt enerzijds tot betere kennis van de waarde van het bedrijf, en anderzijds tot het inzicht dat managers nodig hebben om extra waarde te creëren.

In lang vervlogen tijden vreesden ondernemende handelslieden dat zij van het randje van de aarde zouden vallen. Desondanks werd de horizon steeds verder verlegd, in de verwachting grote rijkdom te vergaren.

In moderne tijden vrezen handelslieden een ineenstorting van het financiële systeem. Een ramp waarin geld zijn waarde zou verliezen, en contractuele afspraken niet meer te handhaven zouden kunnen zijn. Desalniettemin worden financiële constructies steeds complexer, in de verwachting er hoge verdiensten aan over te houden.

Er is nog nooit iemand over de rand van de aarde gevallen, en evenmin is er ooit een 'financial melt down' geweest. Derhalve zijn deze risico's, of beter gezegd onzekerheden, niet statistisch te bepalen. Toch voeden zij de perceptie van risico. Risico dat iemand zakelijk gezien alleen bewust zal nemen indien daar ook een adequate beloning tegenover staat.

Zeker sinds juli 2007 de risico-opslagen in vermogenskosten herijkt zijn, is een scherpe kijk op risico van groot belang. Dit artikel gaat in op vragen als wat risico is, hoe risico (soms) financieel beloond wordt, en wat dit voor de waarde van een bedrijf betekent.

Wat is risico

De Dikke Van Dale definieert risico als "het gevaar voor schade of verlies, de gevaarlijke kansen die zich bij iets voordoen." In de financiële wereld dekt die vlag echter niet de lading. Iemand die een beleggingsrisico neemt, kan weliswaar verlies lijden. Maar aan de andere kant kan diezelfde belegger ook meer verdienen dan hij bij de aanvang van de belegging mocht verwachten. Anders gesteld, een financieel risico is de som van twee componenten: een gevaar voor verlies, maar ook een kans op winst.

Statistisch wordt financieel risico gedefinieerd als de mate waarin de reële opbrengst van een belegging kan afwijken van de verwachte. In een alternatieve benadering relateren statistici risico aan de kans dat een gebeurtenis plaatsvindt, het effect van die gebeurtenis en mate van blootstelling aan een situatie waarin de gebeurtenis kan optreden. Beide benaderingen veronderstellen dat risico's berekenbaar zijn en aan een bepaalde kansverdeling voldoen. Dat is natuurlijk niet altijd het geval. Althans, binnen deze definitie valt niet het begrip onzekerheid. Onzekerheid is de mogelijkheid dat een gebeurtenis plaatsvindt zonder te weten wat de kans daarop is.

Verband tussen risico en rendement

Anekdotische bewijzen dat het nemen van risico's kan leiden tot winst zijn alom bekend. Iedereen kent wel (inmiddels) succesvolle ondernemers die ooit begonnen zijn met een door weinigen gedeelde visie. Verhalen met slechte afloop zijn echter eveneens bekend.

Er is veel statistisch onderzoek gedaan naar de relatie tussen risico en rendement. Bekend is dat tussen verschillende soorten activa (staatsobligaties, bedrijfsobligaties, achtergestelde leningen, en aandelenkapitaal) het risicoprofiel en de historische rendementen sterk gecorreleerd zijn.

Tussen bedrijfssectoren onderling gerankt in volgorde van risicoprofiel, is een duidelijke correlatie met rendementen uit het verleden te vinden. Ook binnen eenzelfde bedrijfssector zijn er studies die een verband aanduiden tussen risico en rendement. Zo toont een onderzoek¹ onder 50 Amerikaanse olieproducenten dat de bedrijven die in exploratie en ontwikkeling van nieuwe olie- en gasvelden de meeste risico's nemen beter renderen dan de branchegenoten die voorzigtiger opereren.

Andere onderzoeken tonen echter aan dat het nemen van risico eerder tot negatieve rendementen leidt dan tot hogere. Bekend in dit verband is het werk² van Bowman uit de 80-er jaren. Hij stelde in de meeste bedrijfssectoren een negatieve correlatie vast tussen risico en rendement. Deze conclusie lijkt in tegenspraak met de algemene regel dat je voor risico ook meer rendement mag verwachten, en is verder geanalyseerd als de 'Bowman paradox'. Nader onderzoek bracht aan het licht dat bovengemiddeld presterende bedrijven wél de verwachte wetmatigheid volgden, maar dat juist de ondermaats presterende bedrijven die risico's nemen er geen betere resultaten mee boeken.

Dit leidt tot de geruststellende conclusie dat waardecreatie uiteindelijk om de kwaliteit van de onderneming of ondernemer gaat. Het gaat erom hoe die de risico's selecteert en exploiteert, en er bestaat geen 'wetmatige' compensatie voor onbezonnen gedrag.

Soorten risico

In de financiële terminologie wordt een onderscheid gemaakt worden tussen zogenoemd systematisch risico en het niet-systematisch risico. Het totale risico van een investeerder bestaat uit de combinatie van systematisch en niet-systematisch risico.

Systematisch risico betreft de invloed van factoren die niet alleen een specifieke onderneming, doch tegelijk de gehele markt raken. De mate waarin het rendement van een onderneming of

¹ Wallis, M.R., 2005, Corporate Risk Taking and Performance: A 20-year look at the Petroleum Industry.

² Bowman, E.H., 1980, A risk/return paradox for strategic management, Sloan Management Review, v21, 17-31. en 1982, Risk seeking by troubled firms, Sloan Management Review, v23, 33-42.

bedrijfstak gerelateerd is aan de bewegelijkheid van de markt of een index als geheel wordt uitgedrukt als 'beta', de indicator voor systematisch risico.

Niet-systematisch risico komt voort uit karakteristieken van een individuele onderneming. Het is een risico dat niet de gehele populatie raakt en waarvan de CAPM-theorie³ veronderstelt dat deze volledig diversifieerbaar is. De relatie van niet-systematisch risico tot het rendement van een onderneming valt binnen de 'alpha', de indicator voor niet aan (de beta van) de markt gerelateerd rendement.

Later meer over alpha en beta.

Bedrijfswaardering

In de meest gangbare situaties is de discounted cash flow methode (DCF-methode) de meest adequate techniek om een bedrijf te waarderen. Van deze methode bestaan een aantal varianten, maar in essentie worden deze allen samengevat in de navolgende vergelijking:

$$\text{Waarde} = \frac{FCF1}{(1+k)} + \frac{FCF2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCFn}{(1+k)^n} + \frac{FCFn(1+g)}{(1+k)^n \frac{k-g}{k-g}}$$

Waarin:

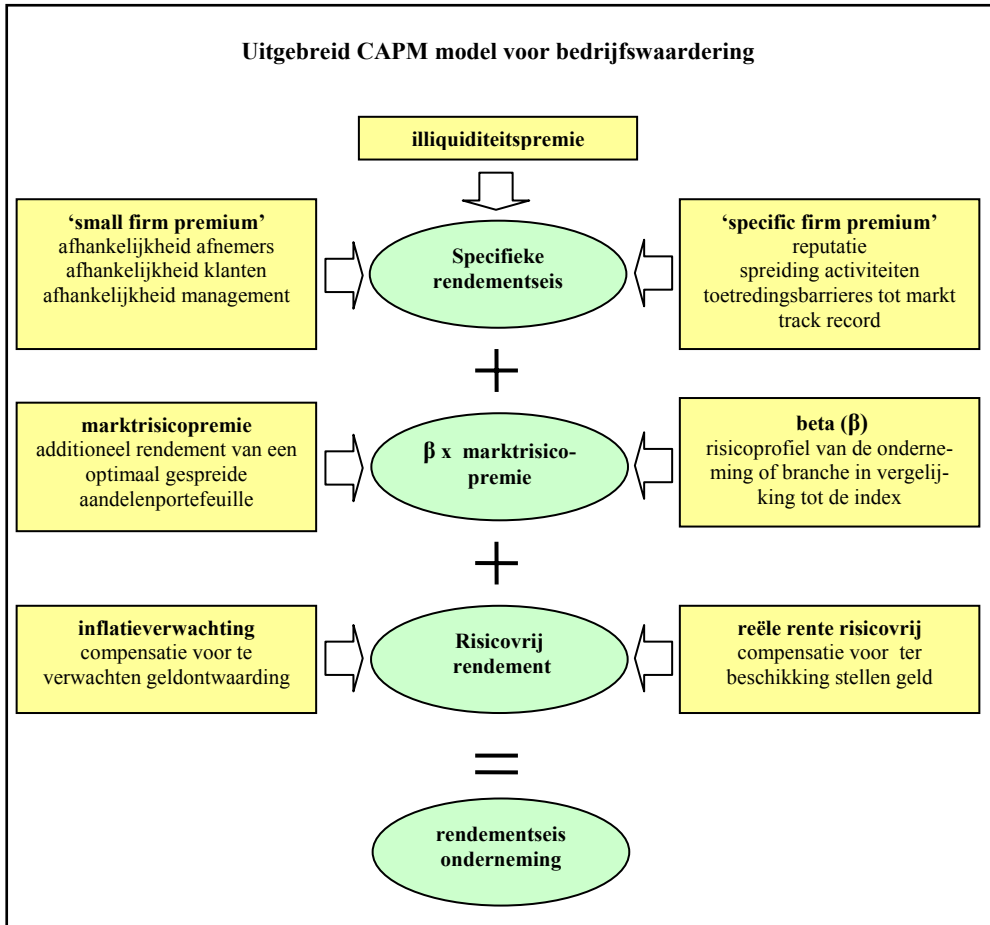
$FCF1 \dots FCFn$	=	verwachte vrije cashflow per periode 1 t/m n,
k	=	rendementseis voor onderneming
g	=	groeiquote van de cashflow na periode n

Het risico van een business plan of onderneming kan op verschillende niveaus in een waardering betrokken worden. Enerzijds komt risico tot uitdrukking in de vermogenskostenvoet. Anderzijds kunnen risico's leiden tot additionele kosten, gedeelde opbrengsten of andere invloed op de vrije kasstromen.

De bepaling van de rendementseis voor een onderneming

In de bepaling van de rendementseis voor een onderneming speelt de inschatting van risico een centrale rol, zoals ook blijkt uit onderstaande figuur.

³ Onder meer Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets; Review of Economics and Statistics; 47 (1), 13-37, en Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk; Journal of Finance; 19 (3), 425-442



Ondanks alle kritiek die op het CAPM model mogelijk is, is het nog steeds een frequent toegepaste systematiek om de rendementseis voor een onderneming te bepalen.

Voor grote ondernemingen die beursgenoteerd zijn, of opereren in een branche waarin beursgenoteerde bedrijven actief zijn, wordt het klassieke CAPM model gebruikt. Hierin wordt de rendementseis opgebouwd uit het risicovrij rendement, vermeerderd met de toepasselijke beta maal de marktrisicopremie.

Voor MKB-bedrijven wordt met een uitgebreidere variant van CAPM gewerkt⁴ die het toelaat specifieke additionele premies op te tellen bij de vermogenskostenvoet zoals die voor de markt of branche in zijn geheel is bepaald.

⁴ In Nederland onder meer uitgewerkt in een beperkt gepubliceerde studie van Janssen, C.L.A. en Sterk, P.J..

Beta

Een van de meest gebruikte indicatoren van financieel risico is het statistische begrip beta. Beta is een meting van de volatiliteit van een vermogenstitel in relatie tot een perfect gediversifieerde markt. De statistische formule hiervoor is de covariantie tussen de rendementen van een fonds en de markt, gedeeld door de standaarddeviatie van het rendement van de markt. Bij definitie heeft de markt een beta van 1. Vermogenstitels met een rendement dat extremer fluctueert dan de markt als geheel hebben een beta groter dan 1. De beta is eigenlijk mate waarin een individueel aandeel niet diversifieerbaar risico toevoegt aan een optimaal gespreide portefeuille.

In het spraakgebruik is beta dan ook een soort synoniem geworden voor de exposure van een aandeel voor de marktontwikkeling. Het rendement van de beta van een aandeel of een portefeuille is, de Modern Portfolio Theory in gedachten, het rendement dat een inherent gevolg is van de geselecteerde risico's.

Een voorbeeld uit de olieproducerende industrie is het risico van de prijsontwikkeling van ruwe olie. Prijsfluctuaties resulteren onmiddellijk in hogere of lagere opbrengsten, hetgeen op ondernemingsniveau een significant risico impliceert. Voor de economie als geheel heeft de olieprijs echter eveneens een invloed, en wel in overwegend omgekeerde richting. Voor veel industrie (en consumenten) is een daling van de olieprijs juist gunstig. Hier is sprake van een systematisch risico (met invloed op zowel een specifieke branche als op de marktindex) dat mede de beta van olieproducerende ondernemingen bepaalt. Omdat via effectieve diversificatie door een aandeelhouder een deel van het prijsrisico te 'neutraliseren' is, wordt niet het volledige prijsrisico meegerekend in de kostenvoet voor het eigen vermogen van een olieproducent. De belegger die zijn vermogen in slechts één oliefonds belegt, neemt feitelijk te veel risico voor het te verwachten (beta-gerelateerde) rendement.

Een praktisch bezwaar tegen het gebruik van Beta is dat de meting geen onderscheid maakt tussen opwaartse en neerwaartse variabiliteit. Voor veel investeerders is volatiliteit in neerwaartse zin toch méér een probleem dan eventuele volatiliteit in opwaartse zin. Een tweede bezwaar is dat in de wijze waarop de beta berekend wordt, het koersniveau van het aandeel geen rol speelt. Zo is bijv. de beta van het aandeel Shell toegenomen na de koersdalingen volgend op de reserve kwestie. Desalniettemin zullen veel investeerders na die koersdaling het aandeel juist als minder riskant dan daarvóór beschouwen.

Een van de grootste nadelen van het gebruik van de Beta is dat het een statistische variabele is die alleen over de historie bepaald kan worden, terwijl waarden bij definitie ziet op de toekomstige ontwikkelingen. In zoverre verwacht mag worden dat 'prestaties uit het verleden' een voldoende garantie voor de toekomst opleveren, en bovendien de populatie bedrijven per branche of type voldoende groot is voor een statistisch relevante meting, is Beta een correcte indicator. Een waarschuwing op dit gebied gaf Yogi Berra al in de 50-er jaren van de vorige eeuw: "The future ain't what it used to be"⁵.

⁵ Berra, Yogi; American professional baseball player and manager

Ondanks deze nadelen is beta een veel gebruikte maatstaf voor het risicoprofiel van een aandeel.

Alpha

Het werkelijk door een aandeel of portefeuille van aandelen gerealiseerde rendement kan afwijken van de beta, ofwel het risico-inherente rendement. Alpha is een maatstaf voor de risico gecorrigeerde prestatie. De alfa index van een aandeel of beleggingsfonds berekent wat de extra opbrengst is die gerealiseerd wordt in vergelijking met een referentie-index. Bijvoorbeeld stel dat het jaarrendement van een aandeel 15% is en de rente is 3%. De extra opbrengst boven 'risicovrij' is dan 12%. Stel dat tijdens dezelfde periode de extra opbrengst van de index 5% is en dat de beta van het aandeel gelijk is aan 2 (met andere woorden het fonds is 2 maal meer risicovol dan de index). Gegeven het genomen risico is de verwachte extra opbrengst gelijk aan $2 \times 5\% = 10\%$. Omdat de huidige extra opbrengst gelijk is aan 12%, is de alfa van het fonds gelijk aan 2%.

In het beoordelen van een investering is alpha een geheel andere bron van rendement dan beta. Het rendement op beta is gebaseerd op een marktverwachting. Het kan dan ook voor de gehele markt meezitten of tegenzitten. Het rendement op alpha is specifiek voor één onderneming of fonds. Het is een rendement dat op het niveau van een concrete investering 'ontsnapt' aan de logica van de Modern Portfolio Theory of het Arbitrage Pricing Model.

Oneerbiedig gezegd is Alpha hiermee een soort 'afvalbak' van resterende rendementen. De vraag is of vanuit het perspectief van een individuele onderneming deze rendementen tot de vermogenskosten van een bedrijf gerekend moeten worden, of dat deze slechts achteraf ontstaan.

Het CAPM in zijn pure vorm veronderstelt dat de niet-systematische risico's geheel weggediversifieerd kunnen worden, en concludeert dat in een efficiënte vermogensmarkt geen 'onverschuldigde' risicopremie betaald wordt. De praktijk leert echter dat sommige ondernemingen wel degelijk een bedrijfsspecifieke premie in hun vermogenskosten moeten rekenen, omdat zij anders geen investeerders zullen trekken. Dit betreft met name de middelgrote en kleinere ondernemingen, die hun aandeelhouders moeten aantrekken in een markt die zich onttrekt aan de veronderstellingen waarop (onder meer) CAPM gebaseerd is.

Bedrijfsspecifieke risicopremies

In de eerder genoemde figuur zijn verschillende risicofactoren benoemd die tot een verhoging (premie) van de rendementseis voor een onderneming kunnen leiden.

Illiquiditeitspremie

De illiquiditeitspremie heeft niet zozeer met de ondernemingsrisico's te maken, als wel met de risico's die de investeerder loopt doordat zijn bezit niet zo liquide is als in de eerder genoemde 'perfecte markt' wordt verondersteld. Het vergt tijd een tegenpartij te vinden, en prijsvorming is meer van situationele factoren afhankelijk. Bovendien zijn de transactiekosten doorgaans

significant hoger dan bij een beursgenoteerd fonds. Deze factoren vertalen zich in een hoger vereist rendement voor een illiquide vermogenstitel als een middelgrote of kleine onderneming.

Afhankelijkheid van het management

Bij kleinere bedrijven is de continuïteit en kwaliteit van de bedrijfsvoering vaak afhankelijk van één of enkele personen. Hun relaties, ervaring, inzet en kennis zijn bepalend voor het succes van de onderneming. Opvolging en back-up van sleutelposities is een probleem, en als het niet goed geregeld is dan dient een aandeelhouder beloond te worden voor het accepteren van dit additionele risico.

Afhankelijkheid afnemers en/of leveranciers

Middelgrote of kleinere bedrijven kunnen in een bijzondere afhankelijkheidsrelatie staan tot hun klanten of leveranciers. Bijvoorbeeld een onderneming die de helft van zijn omzet levert aan één klant, of die vanwege een bijzonder lange krediettermijn niet meer onafhankelijk is van zijn hoofdleverancier. Dit risicoprofiel heeft mede invloed op de rendementseis.

Reputatie en track-record.

De juiste antecedenten en een gunstig trackrecord leiden tot een risicoprofiel dat vergelijkbaar is met de grotere professionele bedrijven. Gebroken beloften of ongefundeerde ambitie, daarentegen, zullen leiden tot scepsis en hogere kosten in het aantrekken van vermogen.

Spreiding van activiteiten

Vaak zal een middelgrote of kleinere onderneming zich concentreren op een beperkt aantal producten en/of markten. Dit leidt tot specifieke risico's die niet binnen de onderneming gediversifieerd zijn. Naarmate deze risico's continuïteitsbedreigend zijn, zullen deze een opwaarde invloed hebben op de kosten van vermogen.

Toetredingsbarrières voor concurrenten

Een lage toetredingsdrempel voor nieuwe partijen in een markt, impliceert een hoger risico voor de bestaande bedrijven. Bijvoorbeeld kleinere call centres hebben met dit risico te maken.

Voor beursgenoteerde bedrijven zouden de hierboven genoemde risico's grotendeels getypeerd worden als bedrijfsspecifieke en niet-systematische risico's. Dergelijke risico's zijn goed te elimineren door diversificatie van een portefeuille. Aangezien het bezit van middelgrote bedrijven voor de meeste partijen niet in een perfect gediversifieerde portefeuille is opgenomen, blijkt dat middels specifieke risicopremies door deze bedrijven een hoger rendement gerealiseerd moet worden om vermogen aan te kunnen trekken.

Risk management strategieën en waarde

Wat kan een onderneming doen met bedrijfsrisico's? In essentie kan een bedrijf op vier vanuit aandeelhoudersoptiek verschillende manieren omgaan met risico:

1. Vermijden. Bescherming zoeken, bijvoorbeeld door hedging, verzekeren, matching, etc., zodat het de eigen vermogen verschaffer niet raakt;
2. Doorgeven. Niets doen, en het risico doorgeven aan de investeerders in de business;

3. Incasseren. Benutten van het risico, door selectieve keuzes voor die risico's die passen binnen de specifieke vaardigheden en strategie van de onderneming;
4. Reduceren. Managen van het risico, zodat het beheerst en dus verlaagd wordt.

Vermijden dat risico aandeelhouder treft

Bepaalde risico's zijn relatief eenvoudig en tegen acceptabele kosten af te wentelen. Het verzekeren van bedrijfsauto's en –panden, of het afdekken van de valuta waarin moet worden ingekocht bij projecten waarvan de verkoopwaarde al vastgelegd is, zijn voorbeelden waarbij bedrijfsvreemde risico's kunnen worden afgekocht en worden overgenomen door daarin gespecialiseerde tegenpartijen. Als het afdekken goed gebeurt, zal dit niet tot een aanpassing van de vermogenskostenvoet leiden. Wel zal het een impact hebben op de cashflow omdat kosten gemaakt moeten worden de risico's af te wentelen op een andere partij. Vaak zijn dit systematische risico's, die juist door een gespecialiseerde partij goed gediversifieerd of kunnen worden opgevangen.

Doorgeven van risico's aan aandeelhouder

Risico's die inherent zijn aan de onderneming, waarvan het bestaan en de omvang op vrij transparante wijze zijn in te schatten voor de kapitaalverschaffers, en die niet continuïteitsbedreigend zijn, kunnen in het algemeen het beste worden doorgegeven aan de vermogenverschaffers. Bijvoorbeeld de invloed van de olieprijs op de opbrengsten van olieproducenten, of van het zomerseizoen op de afzet van een regionale bierproducent, zijn risico's waarvan de belegger geacht wordt ze te kennen en deels via diversificatie van zijn portefeuille te reduceren. Het risico dat na optimale diversificatie nog resteert wordt uitgedrukt in de beta van de betreffende onderneming of bedrijfstak en aldus verrekend in de vermogenskosten. Voor middelgrote of kleine ondernemingen kan dit anders liggen, en zal al gauw een additionele premie in de rendementseis worden gerekend.

Exploiteren van risico's voor aandeelhouder

Het incasseren en benutten van risico's zal een bedrijf slechts op specifieke terreinen effectief kunnen toepassen. In het algemeen zijn dit keuzes van strategische aard. Bijvoorbeeld het op voorraad leggen van aan de mode onderhevige artikelen is een risico, doch geeft degene die het goede assortiment gekozen heeft de mogelijkheid extra marge te behalen. Een retail- of handelsbedrijf dat kiest voor specialisatie, korte communicatielijnen met trendsetters en flexibele logistiek zal bewust risico's kunnen selecteren en opzoeken teneinde extra rendement maken. Deze risicostrategie zal in principe niet leiden tot een wijziging van de risicopremie in de vermogenskosten. Waarschijnlijker is het dat de waardevermeerdering van de onderneming blijkt uit de uit de gekozen strategie volgende toegenomen cashflow. De belegger ziet dit als alpha.

Mitigeren van risico's

Het reduceren en managen van risico's is de laatste hier te behandelen optie voor een bedrijf. In de waarde van grote bedrijven komt dit tot uitdrukking in de cashflow. Een 'flawless execution' leidt tot hogere en constantere cashflows. Perfectionering op dit gebied leidt tot alpha. In zoverre het voor MKB-ondernemingen om bedrijfsspecifieke risico's gaat, á-typisch voor een branche of markt als geheel, kunnen deze risico's leiden tot een verhoging van de vermo-

genskostenvoet met bedrijfsspecifieke factoren. Deze verhoging zal groter zijn naarmate de onderneming er minder goed in slaagt de risico's te mitigeren.

Conclusie

Risico speelt een rol in de cashflow en in de vermogenskosten van een onderneming. Ook in de waardering van een onderneming zien we dit terug, en wel in de teller en in de noemer van de berekening. Het goed inschatten van deze risico's leidt enerzijds tot betere kennis van de waarde van het bedrijf, en anderzijds tot het inzicht dat managers nodig hebben om waarde te creëren.

Om met Warren Buffett te spreken: "Risk comes from not knowing what you're doing".



Ir Arjen B. Sparrius RV (1962) is oprichter en directeur van Business Value bv (www.BusinessValue.nl). Na zijn studie bedrijfskunde aan de TU Eindhoven heeft hij 4 jaar gewerkt bij Coopers & Lybrand in Barcelona, en ruim 9 jaar in diverse managementfuncties bij ExxonMobil. Met het opzetten van een oliehandelsbedrijf in 2000 werd hij ondernemer. Arjen Sparrius is Register Valuator, en bestuurslid van de vereniging Nederlands Instituut voor Register Valuators.

Business Value richt zich op een goed inzicht in de waarde van ondernemingen, business plannen en investeringsvoorstellen. Vanuit deze deskundigheid worden onder meer fusies en overnames begeleid, worden zakelijke en/of juridische geschillen van een deskundig advies voorzien, en worden bedrijven ondersteund in de vorming van hun strategie.

Hoe meer risico, hoe meer rendement?
