

**Meest gemaakte fouten bij vaststellen
rendementseis
F&O Jaarcongres
4 december 2019**



Voorstellen

- drs. Chris Denneboom
- cdenneboom@valuepro.nl
- Register Valuator
- Register adviseur bedrijfsopvolging
- Gerechtig deskundige



VALUEPRO

BEDRIJFSWAARDERING & ADVIES

Rendementseis

- Methodologie en consistentie
- Niet beursgenoteerde
Nederlandse bedrijven



Rendementseis

Welke modellen of methode gebruik u voor het vaststellen van de rendementseis?

Rendementseis

Basis van de meeste modellen

CAPM

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Rendementseis

CAPM: $R_f + \beta(R_m - R_f)$

Het CAPM is gebaseerd op een aantal aannames.

- Alle investeerders zijn risico-avers en maximaliseren hun verwachte financieel nut;
- Alle investeerders hebben homogene verwachtingen over de (normale) verdeling van het verwachte rendement van alle investeringen;
- Alle investeerders kunnen onbeperkt lenen en uitlenen tegen de risicovrije rente;
- Markten werken perfect - vrije informatie, geen belastingen en transactiekosten, etc.

Rendementseis

Beleggen

≠

Investeren

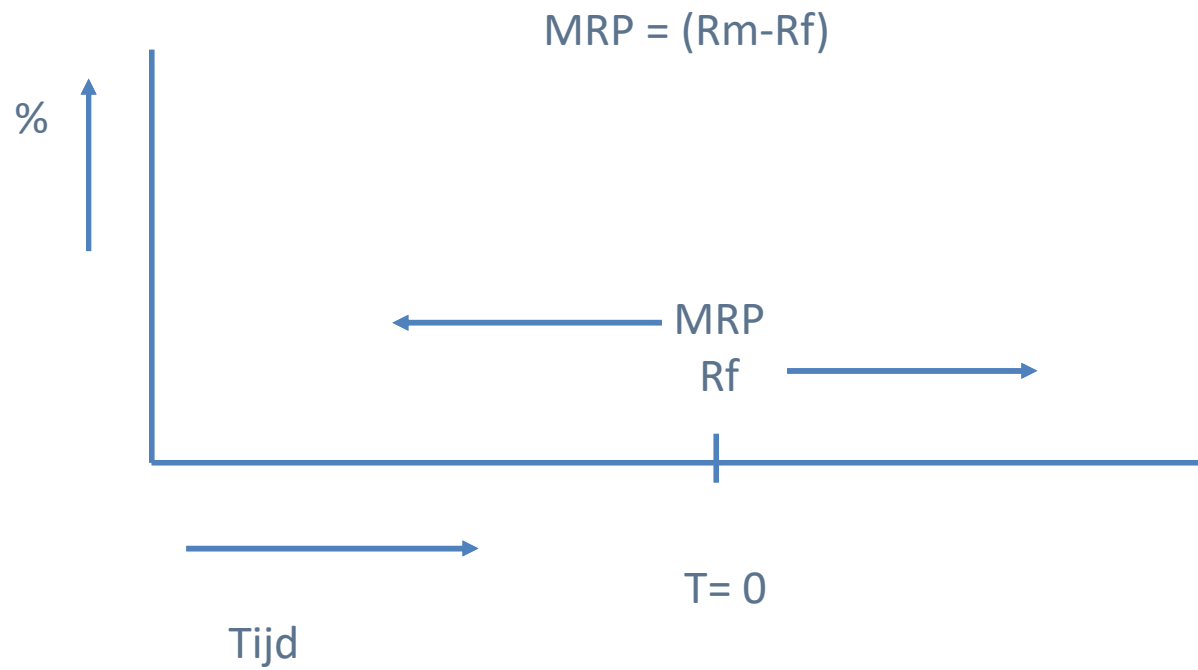


Rendementseis

Beleggers	Ondernemers
Risico avers en maximaal financieel nut	Risico zoekend, fully committed niet alleen financieel nut
Homogene verwachtingen normale verdeling van verwachte rendement	Subjectieve verwachtingen niet normaal verdeeld
Onbeperkt lenen en uitlenen tegen R_f	Geen vrije toegang tot kapitaalmarkt
Perfekte markt - informatie - geen belastingen en transactiekosten	Informatie asymmetrie wel belastingen en (hoge) transactiekosten en -tijd

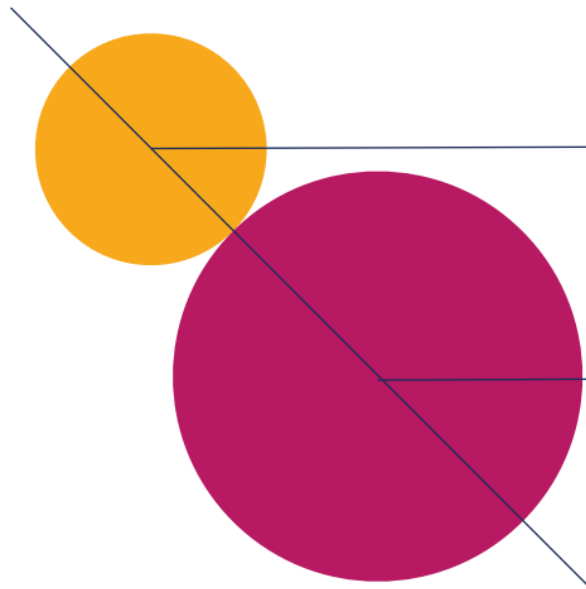
Rendementseis

- Fout 1; dimensiefout tijd



Rendementseis

- Fout 1; dimensiefout tijd



Millennials denken dat ze extreem goed zijn in beleggen en 11% rendement per jaar kunnen halen

6,3%

MSCI World total
returns 2007 - 2017

11,3%

MSCI World total
returns 2008 - 2018

Nederlandse particuliere beleggers
verwachten een rendement van 9% per jaar

Foto: Schroders Global Investor Study 2019

Rendementseis

Fout 2: verschillende landen

MRP en Rf moeten consistent zijn uit hetzelfde land

$MRP = (R_m - R_f)$

- Rente/ inflatie/ valuta

3-12-2019	US	NLD	DLD	Fr	UK
Staatobligatie 30 jaar	2,18%	0,18%	0,14%	0,74%	1,21%
Inflatie oktober 2019	1,70%	2,70%	1,14%	0,76%	1,50%
Reële rente	0,47%	-2,46%	-0,99%	-0,02%	-0,29%

Rendementseis

Fout 2: verschillende landen



Rendementseis

Fout 2: verschillende landen

MRP en R_f moeten consistent zijn uit hetzelfde land

- Kosten, belasting
- Toegang kapitaalmarkt

Rendementseis

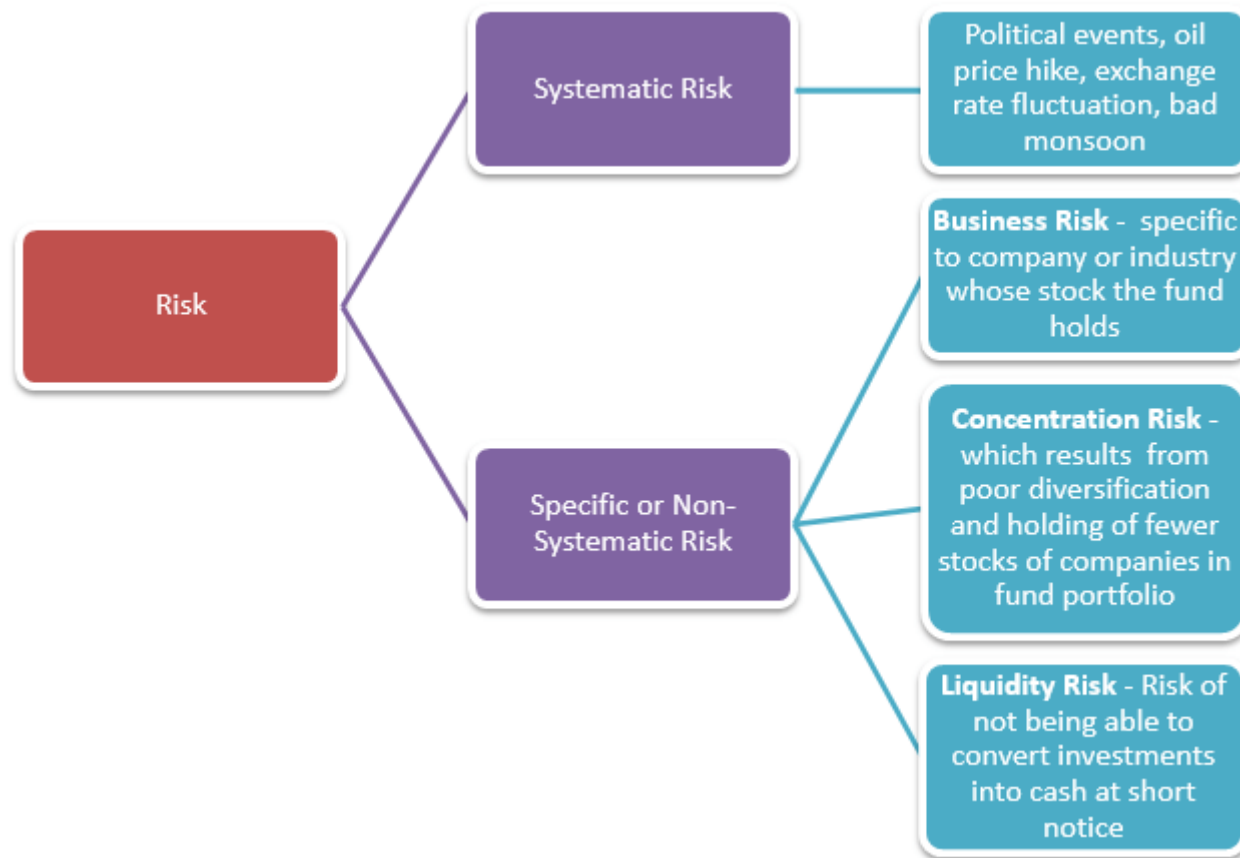
Fout 3: de beta

$\beta(R_m - R_f)$

Beta is onlosmakelijk verbonden aan de MRP en R_f

Dus zelfde tijddimensie kiezen en landenconsistentie

Rendementseis



Rendementseis

Fout 4: dubbeltelling systematisch en niet systematisch risico

$$R_e = R_f + \beta(\text{MRP}) + S_m\text{FP} + \text{ILP}$$

Rendementseis

Fout 5: leveren SFP opslagen (WACC)

$$R_e = R_f + \beta(\text{MRP}) + S_{\text{mFP}} + \text{ILP}$$

$$\beta_{\text{lev}} = \beta_u \times (1 + (1-t)VV/EV)$$

Rendementseis

Fout 6:

Negatieve reële rente in de restwaarde berekening

Rendementseis

Fout 7: Illiquiditeitspremie

transactiekosten niet beursgenoteerde onderneming

+

het niet direct beschikbaar hebben in geld

Rendementseis

Conclusie

- CAPM is niet bruikbaar voor Nederlandse niet beursgenoteerde ondernemingen
- Build up kent los van de beta dezelfde problemen als CAPM

Rendementseis

Wat nu?

Onderzoek in Nederland, nieuwe insteek

