

GAAT U INVESTEREN OF TOCH NIET?

JOOST BAKKER EN THEO VAN HOUTEN

Toegegeven. Het is voor veel organisaties momenteel niet eenvoudig om aan een goede financiering te komen. Maar investeringen blijven belangrijk, ook in recessietijden. De omvang en samenstelling van het kapitaal bepalen namelijk de toekomstige financiële positie. Foute beslissingen op dit gebied – zoals het afzien van investeringen – kunnen ertoe leiden dat de organisatie in de problemen komt, juist als de economie weer aantrekt. Dit artikel beschrijft een stappenplan om tot een verantwoorde investering te komen.

De controller speelt een zeer belangrijke rol bij het nemen van investeringsbeslissingen. Anderen in de organisatie, zoals marketing- en productiemangers, zullen wellicht het initiatief voor een investering nemen, maar de controller heeft een belangrijke adviserende taak richting de uiteindelijke beslissers. De controller neemt hiervoor de volgende vijf stappen:

- 1 Vertalen van het investeringsvoorstel naar geld
- 2 Kiezen van een of meer rekenmethoden
- 3 Meewegen van het risicoaspect van het investeringsvoorstel
- 4 Inventariseren van de niet-financiële aspecten die de beslissing beïnvloeden
- 5 Beoordelen van de uitkomst en advies geven

Stap 1

Om een investeringsvoorstel te kunnen vertalen naar geld, moeten meestal drie vragen worden beantwoord:

- Hoeveel bedraagt de initiële investering?
- Wat is de jaarlijkse toename van de vrije kasstroom?
- Wat is de toename van de vrije kasstroom aan het einde van de looptijd?

Het beantwoorden van deze vragen is geen eenvoudige zaak. Ze betreffen immers verwachtingen voor de toekomst en daar bestaat vandaag (op het moment van beslissen) geen zekerheid over. Het vaststellen van bedragen is dan ook geen kwestie van goed of fout, maar eerder een richting met eventueel scenario's van meerdere uitkomsten.

De initiële investering is meer dan alleen de aanschafprijs van bijvoorbeeld een nieuwe machine. Een omzetverhogende investering leidt namelijk ook vaak tot een toename van het geïnduceerde vermogen, zoals de post debiteuren of voorraden. Ook die bedragen moeten ingeschat worden, want ze beïnvloeden het financiële resultaat van de investering voor de organisatie.

De zogenaamde differentiële vrije kasstroom is het saldo van de toename of afname van de geldontvangsten minus de toename of afname van de gelduitgaven. Het betreft hier een inschatting van bijvoorbeeld de toename van de jaarlijkse contributiemarge als gevolg van de investering. Ook hier is het van het grootste belang om te denken in geldstromen: de afschrijvingskosten blijven in dit kader dus buiten beschouwing (je rekent immers bij de initiële investering al met de gehele gelduitgave!). Een bijzondere gelduitgave is de te betalen belasting. Om deze te kunnen schatten, moet je toch ook het fiscale resultaat schatten en daarbij houd je dus wel rekening met de fiscale afschrijvingskosten. Dit is overigens het enige moment dat we even uit de wereld van geldstromen stappen.

De vrije kasstroom aan het einde van de investering kan beïnvloed worden door zaken als inruilwaarde en sloopkosten. Deze extra ontvangsten of uitgaven moeten ingeschat worden. Ze kunnen tevens de fiscale winst beïnvloeden, dus ook belastingbetalingen aan het einde moeten meegenomen worden.

Stap 2

Bij het kiezen van een of meer rekenmethoden is het zaak om een keuze te maken tussen de vele investeringsselectiemethoden. Enkele van deze methoden zijn:

- Boekhoudkundige terugverdienperiode
- Gemiddelde boekhoudkundige rentabiliteit
- Economische terugverdienperiode
- Netto contante waarde
- Annuïteitenmethode
- Interne rentabiliteit
- Aangepaste interne rentabiliteit

De meeste van deze methoden houden rekening met de zogenaamde tijdvoorkeur van geld. Dat geldt bijvoorbeeld voor de netto contante waardemethode (NCW) en de interne rentabiliteit (IR). Deze methoden worden ook in de praktijk het meeste gebruikt, blijkt uit onderzoek van Brounen et al. (2005). Terecht, deze methoden zijn theoretisch superieur omdat rekening gehouden kan worden met zowel het moment dat ontvangsten als uitgaven plaatsvinden als met het specifieke risico dat een investering met zich meebrengt. De gedachte achter beide methoden is weliswaar hetzelfde, maar de uitkomst verschilt en met name de IR vergt meer rekenvaardigheid. Bij de NCW is de uitkomst een bedrag. Als dat bedrag nul is, voldoet de investering aan de gestelde eisen. Bij een hogere uitkomst voegt de investering meer waarde toe dan minimaal noodzakelijk. Bij de methode IR is de uitkomst een percentage, namelijk het werkelijk te verwachten rendement op de investering. Die uitkomst moet echter met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

Want mag je aannemen dat een investering met een IR van 15 procent superieur is aan een investering met een IR van 10 procent? Nee, het risico van de investeringen kan namelijk verschillen! Men zou namelijk de voorkeur kunnen hebben voor een investering die zeker 10 procent oplevert dan misschien 15 procent (gemiddeld), maar waarbij de kans bestaat dat er ook een verlies van 20 procent optreedt.

Uit het in 1996 uitgevoerde onderzoek door Herst et al. blijkt dat de meeste organisaties in Nederland de netto contante waarde of de interne rentabiliteit toepassen, maar veelal in combinatie met de terugverdientijd. Deze laatste wordt dus als een soort second opinion gebruikt. Vermoedelijk is dit vanwege de eenvoud van deze methode en de daarmee samenhangende betere mogelijkheden van de interne communicatie.

Stap 3

Stap 3 is het meewegen van het risicoaspect van het investeringsvoorstel. Voor de leesbaarheid hanteren wij nu alleen de netto contante waarde. Om deze uit te kunnen rekenen, is naast schatten van de verwachte geldstromen (stap 1) nog een vraag relevant: met welke disconteringsvoet gaan we rekenen? Oftewel: tegen welk percentage gaan we de toekomstige bedragen contant maken?

Het schatten van de hoogte van de vermogenskostenvoet van de investering is eigenlijk een vraagstuk van het meenemen van het risico in de investeringsbeslissing. En daarbij geldt: hoe hoger de onzekerheid of het risico, hoe hoger de vermogenskostenvoet. Maar hoe bepaal je de vermogenskostenvoet? Er zijn in principe drie methoden:

- Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- Weighted Average Cost of Capital (WACC)
- Scenarioanalyse

CAPM

Het Capital Asset Pricing Model gaat ervan uit dat de te hanteren vermogenskostenvoet van de investering bestaat uit het risicovrije rendement (bijvoorbeeld een staatsobligatie) plus een risico-opslag als vergoeding voor de onzekerheid van die investering. Deze opslag wordt bepaald door de risico-opslag van de marktportefeuille (rendement van de marktportefeuille minus het risicovrije rendement, bijvoorbeeld op staatsobligaties), vermenigvuldigd met de bèta-coëfficiënt van de investering. Deze laatste is een factor die bepaalt in welke mate jouw investering reageert op de ontwikkeling van het rendement van de marktportefeuille.

Uit de eerdergenoemde onderzoeken blijkt eveneens dat voor het bepalen van de vermogenskostenvoet van een investering veel gebruikgemaakt wordt van het gedachtegoed van het CAPM. Grootste misfit tussen theorie en praktijk is volgens de onderzoekers dat er geen ander percentage gehanteerd wordt voor geheel nieuwe investeringen. Oftewel, in de praktijk wordt blijkbaar geen rekening gehouden met een specifieke risico-opslag van een individuele investering.

WACC

Met Weighted Average Cost of Capital wordt de gemiddelde vermogenskostenvoet bedoeld, die bestaat uit het gewogen gemiddelde van de kosten van het eigen en het vreemde vermogen. Voor het vreemde vermogen zijn deze kosten goed te bepalen, maar net als bij CAPM is er een probleem met het schatten van het specifieke risico van de investering. Hoe verdisconteer je dat in de vergoeding voor het eigen vermogen? Dat blijft toch vaak nattevingerwerk.

Scenarioanalyse

Het is ook mogelijk om op een geheel andere manier het risicoaspect van investeren mee te wegen in de beslissing. In plaats van het ophogen van de vermogenskostenvoet bereken je de netto contante waarde tegen het risicovrije rendement. Vervolgens worden meerdere scenario's bepaald. Bijvoorbeeld hoog-, gemiddeld- en laagconjunctuur of worst, best en average case. De spreiding in de uitkomsten van die scenario's (standaarddeviatie) is dan een maatstaf voor risico: hoe lager, hoe minder risico. Bij de keuze van de investeringsvoorstellen kies je vervolgens het voorstel met een optimale combinatie van het hoogste rendement en het laagste risico. Het voordeel van deze werkwijze is dat het uitrekenen mogelijk is en met de juiste hulpmiddelen ook eenvoudig is. Het grote nadeel is dat de interpretatie van de uitkomsten moeilijk is: wat is een optimale combinatie van hoogste rendement en laagste risico? Deze keuze is veelal afhankelijk van de mate van risicoafkeer of risicovoorkeur van de beslisser en welke beslisser kan dat voor zichzelf kwantitatief maken?

Stap 4

Naast financiële argumenten spelen ook niet-financiële overwegingen waarschijnlijk een belangrijke rol bij de investeringsselectie. Denk hierbij aan zaken als andere commerciële aspecten, zoals klanttevredenheid (een uitbreiding van de helpdesk levert misschien niet direct meer geld op, maar zorgt wel voor klantentrouw), arbowetgeving (verplichte investeringen in betere arbeidsomstandigheden) en duurzaamheid. Op deze terreinen zal de controller waarschijnlijk geen of slechts een beperkte expertise hebben. Toch doet hij er wat ons betreft goed aan om het managementteam actief te wijzen op de consequenties van de investering voor wat betreft deze gebieden.

Stap 5

Een investeringsbeslissing kan bestaan uit een vraagstuk van doen of niet doen. Voor de netto contante waarde geldt dan dat deze groter dan nul moet zijn. Dan voegt immers de investering, rekeninghoudend met een bepaalde vermogenskostenvoet, waarde toe aan de organisatie. Voor de andere methoden geldt dat op voorhand een norm of eis geformuleerd moet zijn. Bijvoorbeeld: we doen deze investering indien de terugverdientijd korter is dan vier jaar of als de interne rentabiliteit lager is dan 15 procent. Vervolgens kan de uitkomst van de berekening worden vergeleken met deze norm of eis en kan worden geadviseerd om het op financiële gronden te doen of niet te doen.

Een investeringsbeslissing kan ook betekenen dat een organisatie wil kiezen tussen meerdere investeringsvoorstellen. Dan geldt in het algemeen voor de netto contante waarde en bijna alle andere methoden: hoe hoger hoe beter. Uitzondering is uiteraard de terugverdienperiode, hiervoor geldt: hoe sneller, hoe beter. In beide gevallen is het de plicht van een professionele controller om in zijn advies de gehanteerde onderbouwingen inzichtelijk te maken en te wijzen op de onzekerheden in deze uitgangspunten. Bovendien zal hij of zij de argumenten die niet financieel vertaald konden worden, separaat opnemen in het advies.

Conclusie

In dit artikel is een poging gedaan om een praktisch toepasbaar stappenplan te beschrijven om een bedrijfseconomisch advies ter ondersteuning bij het nemen van een investeringsbeslissing op te kunnen stellen. Het stappenplan is zo veel mogelijk gebaseerd op theoretische uitgangspunten over investeren.

Het gevaar bestaat dat de opsteller of gebruiker een bedrijfseconomisch advies ter ondersteuning bij het nemen van een investeringsbeslissing overwaardeert. Een valkuil is namelijk dat de berekening zelf het doel in plaats van het middel wordt. De uitkomst wordt dan bewust of onbewust als waarheid geïnterpreteerd, zonder de vermelding van de soms hele zachte onderbouwingen of uitgangspunten. Schijnnaauwkeurigheid, manipulatie en het buitensluiten van niet-financiële aspecten zijn allemaal zaken die dan voor kunnen komen.

Is het beter om op basis van kop of munt te beslissen? Wij vinden van niet en waken voor onderwaardering. Bij de juiste toepassing heeft het bedrijfseconomisch advies bij het nemen van een investeringsbeslissing veel toegevoegde waarde! Het opstelproces onder leiding van een controller dwingt het management om over investeringsvoorstellen veel doelgerichter na te denken. Dit leidt ongetwijfeld niet altijd tot pasklare antwoorden, maar

wel tot een betere dialoog en tot meer doordachte uitgangspunten op een dieper detailniveau. Hierdoor stijgt de kans op een betere beslissing. Bijkomend voordeel is dat de uiteindelijke beslissing gemonitord kan worden: het managen van de afwijkingen van de geformuleerde uitgangspunten op een dieper detailniveau.

Noot

Dit artikel is al eerder gepubliceerd, in: 'Controllers Magazine', juni/juli 2009, pagina 34 - 36. Zie ook de internetsite www.controllersmagazine.nl

Literatuur

- Brealey, R.A. & S.C. Myers (2000) *Principles of corporate finance (6e editie)*. Irwin Mc Graw-Hill.
- Brounen, D., A. de Jong & K. Koedijk, (2005) *Theorie en praktijk van ondernemingsfinanciering: investeringsselectie*. MAB, mei, pp. 229-237.
- Duff hues, P.J.W. (2002) *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten, waardeschepping door financiële analyse, werkkapitaalbeheer en investeringsbeslissingen (3e druk)*. Groningen: Stenfert Kroese.
- Heezen, A.W.W. & T. Ammeraal (2006) *Beslissingen en planning*, Serie financieel Management *De financiële functie (2e druk)*. Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.
- Herst, A.C.C.C. & J.G.E. Spekrijse (1998) *De investeringsbeslissing: theorie versus praktijk*. TBA, maart, pp. 70-76.