



Een zweepslag voor de investeringen

DR. J.E. ANDRIESEN

Inleiding

De harde onzichtbare hand heeft de Nederlandse politici bijgebracht dat het hapert in het bedrijfsleven en dat er veel wringt in de verhouding tussen de collectieve sector en de markteconomie. Het gure politieke klimaat voor het bedrijfsleven is daardoor wat verzacht, zoals gebruikelijk wil men een dialoog en er klinken verschillende aanmoedigingskretten. Aangezien Den Haag heeft herontdekt dat investeringen een soort motor vormen in de economie, wil men het toerental daarvan graag verhogen en in het mengelmoes van klanken zijn zelfs de woorden „zweepslag voor de investeringen” gevallen. Zoals alles in onze moderne maatschappij is het investeringsproces echter gecompliceerd en heeft het zijn eigen wetmatigheden. Termen uit de tijd van de paardentractie doen daarom wonderlijk aan; haast net zo ridicul als wanneer ondernemers b.v. een zweepslag over de wetgevende arbeid van het parlement zouden willen leggen. Erger is dat het symptomatisch is voor een zekere onwetendheid hoe in feite over investeringen wordt beslist en welke aanmoedigingen daarbij meer of minder zinvol zijn. Het navolgende verhaal poogt dit te vertellen; het is nauwelijks origineel, maar kan wellicht als bijdrage voor de gewenste dialoog gelden.

Investeringsprofiel

Alle grote en veel middelgrote ondernemingen bouwen hun investeringsplan zorgvuldig op. Doorgaans begint het bij het lange-termijnplan, waarin een reeks bouwstenen wordt aangedragen, vaak voor verscheidene landen. Deze betreffen o.a. markten, marktposities, concurrentie, productiepotentieel, rendementen, „cash flow”, balansverhoudingen enz. De feiten en verwachtingen worden gesteld tegenover de ondernemingsdoelstellingen. Grote ondernemingen volgen daarbij de portfolio-gedachtengang: veelbelovende marktposities („stars”) worden uitgebouwd met extra investeringen, „cash cows” (sorry voor het jargon) worden uitgemolken en krijgen hun

investeringen slechts met mondjesmaat, en de verliezers wordt geleidelijk een halt toegevoerd. Bijna alle ondernemingen hebben bovendien bepaalde ideeën over produkt- en procesvernieuwingen en de daartoe noodzakelijke investeringen. Soms zijn er nog diversificatieprojecten, ofschoon die door de verminderde groeiperspectieven zeldzamer zijn geworden.

Natuurlijk zal, naarmate de onderneming kleiner is, dit proces eenvoudiger en minder arbeidsintensief zijn. Doch een grote zorgvuldigheid blijft doorgaans de regel, want in het investeringsbeleid legt men het toekomstperspectief van de onderneming vast en een weg terug is er nauwelijks.

Meer of minder expliciet leidt dit alles tot een voorgenomen investeringsprofiel dat de volgende gedaante kan hebben (zie de figuur).

Figuur. Een voorbeeld van een investeringsprofiel

	produkten	marktsegmenten	produkt- en procesvernieuwing	eventuele diversificatie
landsgroepen/ landen/				
business units				

Investeringsclassificatie en -rendement

Bij de concrete invulling van dit profiel, dus b.v. de vaststelling van het investeringsbudget voor een komende periode, spelen drie belangrijke elementen een rol: 1. de beschikbare fondsen, 2. de speelruimte bij de investeringen zelf en 3. de investeringsrendementen. Stellen we het eerste punt voor het ogenblik even uit, dan valt ten aanzien van het tweede punt het volgende te zeggen. Voor een goed deel van de investeringen is er maar een beperkte ruimte tot manoeuvreren, hetgeen blijkt uit de investeringsclassificatie. Zo een classificatie kan b.v. zijn a. onontkoombare investeringen (noodzakelijke vervanging, veiligheid, milieu e.d.); b. investeringen die wenselijk zijn

om zekere standaarden en kwaliteitseisen te verwezenlijken; c. efficiëntieverbeteringen; d. onvoorziebare contingencies; en e. belangrijke investeringen gericht op uitbreiding, groei, innovatie of diversificatie. De ervaring leert dat een groot deel van de afschrijvingen, zeg 60 à 80%, nodig is voor de categorieën a t/m d. De speelruimte is daar gering, de beslissingen erover zijn overwegend van technische aard en zij kunnen doorgaans op een lager niveau worden genomen. Een betrekkelijk groot deel van dit soort investeringen, met name in categorie c, leidt in de industrie tot arbeidsbesparing, dus tot vermindering van werkgelegenheid.

Voor de categorie e, dus de belangrijke investeringen die meestal extra werkgelegenheid scheppen, worden uitvoerige rendementsberekeningen gemaakt. Een normale techniek daarbij is de bepaling van de „internal rate of return” (IRR) van de investering, d.i. de vaststelling van de discontovoet waarbij toekomstige „cash inflows” en „outflows” gelijk zijn. Aangezien men daarvoor de marktsituatie moet kennen, het verwachte opbrengsten- en kostenverloop over een aantal jaren, de opbouw van de investering in de tijd, het gebruik van werkkapitaal, de sensitiviteit van de investering voor tegenvallers e.d., is dit een werk van vele arbeidsuren.

Grote multinationale ondernemingen moeten per jaar beslissen over honderden van dit soort investeringen in vele landen, middelgrote hebben er al gauw een stuk of vijftig en bij de kleinere beperkt zich dat tot enkele.

Investeringsruimte en definitief profiel

Gelijktijdig met het hiervoor geschetste werk laat de ondernemingsleiding zijn gedachten gaan over de voor de investeringen beschikbare ruimte. In beginsel wordt deze gevormd door de netto „cash flow” (dus afschrijvingen en netto winst na dividenduitkering) plus eventueel aan te trekken vreemd vermogen. Als gezegd, wordt deze ruimte al voor een goed deel in beslag genomen door de categorieën a t/m d uit de investeringsclassificatie; er resteert derhalve rond 20 à 40% van de afschrijvingen, een stukje winst als mogelijke aanvulling, en duur vreemd vermogen. Een logische stap is nu het vaststellen van de eigen rekenrente, die doorgaans samenvalt met de prijs van vreemd vermogen, dus 12 à 14%. Door deze te vergelijken met de IRR's van de belangrijke investeringen vindt men wat wèl en wat niet aantrekkelijk is. Het voorgenomen investeringsprofiel kan dan worden voltooid tot een definitief investeringsplan voor een komende periode.

Dit gehele proces, dat maar beknopt is weergegeven, toont aan dat een investeringsplan:

a. met heel veel materiaal en een aan-

merkelijk tijdsbeslag wordt opgebouwd;

- b. weinig emoties bevat, misschien hier en daar wat „Fingerspitzengefühl” en doorgaans het nodige optimisme;
- c. voor de onderneming de koers voor de toekomst vastlegt, waarop niet zoveel kan worden bijgestuurd.

In deze context is het misschien al duidelijker waarom de woorden „zweepslag voor de investeringen” nogal wonderlijk of liever gezegd van weinig inzicht getuigend, aandoen. Het maakt de indruk alsof men denkt dat met wat geldinjecties en premies het investeringsproces wel weer in de goede richting zal gaan. Er zijn inderdaad ondernemers die zich hierdoor laten verlokken, maar in het algemeen leidt dit tot niet meer dan het tijdelijk behouden van onzekere werkgelegenheid in uiteindelijk toch ten ondergaande bedrijven, of tot het tot stand komen van wankelende bedrijfjes die aan het einde van de couveuse merken dat ze op de verkeerde vestigingsplaats zitten, een produkt maken waarnaar onvoldoende vraag bestaat en/of moeten afhaken door gebrek aan rendement en ongezone balansverhoudingen.

Prioriteiten

Doch deze exclamatie doet me vooruitlopen op de rest van het betoog. Bij de beschrijving van het blijkbaar ingewikkelde investeringsproces is nog onvoldoende tot uitdrukking gebracht wat voor ondernemers nu wel en wat minder essentieel is voor de investeringsdaad. Hiervoor zou men in feite de investeringsprofielen en -modellen van een aantal ondernemingen in een computer moeten doen. Intern gebeurt dit wel, maar bij mijn weten heeft het Centraal Planbureau er zich nog niet aan gewaagd. Bij gebrek aan een echt goede sensitiviteitsanalyse geef ik mijn indrukken:

1. een belangrijk deel van de investeringen is onontkoombaar of bijna uitsluitend technisch bepaald (categorie a t/m d uit de classificatie);
2. voor de resterende belangrijke investeringen (categorie e) zijn de volgende overwegingen in rangorde bepalend:
 - a. doelstellingen van de onderneming (lange-termijnplan, gewenst investeringsprofiel e.d.);
 - b. marktontwikkeling in de diverse sectoren;
 - c. investeringsruimte en balansverhoudingen;
 - d. rendement (IRR tegenover reken- of marktrente);
 - e. resultaten van eigen research en ontwikkeling;
 - f. risico en investeringsklimaat van het betreffende land of gebied;
 - g. interessante investeringsbevorderende maatregelen;

Schema 1. Situatie zonder inflatie

Balansverhouding			
vaste activa	400	eigen vermogen	300 (50%)
werkkapitaal	200	vreemd vermogen	300 (50%)
	600		600
Exploitatie			
omzet	1000		
kosten	895		
bedrijfsresultaat	105	(10,5% van de omzet)	
Toedeling			
bedrijfsresultaat	105		
interest	15	(5% van het vreemd vermogen)	
bruto winst	90		
belasting	45	(50% van de bruto winst)	
netto winst	45		
„pay out” (dividend)	30	(10% van het eigen vermogen)	
interne financiering	15		
	45		

- h. goede woorden van buitenstaanders.

Het is niet mijn bedoeling deze lijst te bespreken en ik erken dat over de rangschikking valt te praten. Dit geldt b.v. voor punt f: het risico en investeringsklimaat, welke factor in sommige gevallen hoger in de lijst moet worden geplaatst. Helaas is de ervaring in nogal wat internationale ondernemingen dat Nederland laag scoort, vooral op de punten marktontwikkeling en rendement (b en d). De oorzaken daarvan zijn te bekend om ze hier te herhalen. Voorts wordt het ondernemingsklimaat veelal ook niet goed geacht (geringe arbeidsmobiliteit, ontslagproblemen, bedrijfsdemocratie, hoog ziekteverzuim e.d.), doch daar staat als positieve factor een niet zo groot risico (weinig stakingen enz.) tegenover.

Het blijkt echter dat een drietal factoren hoog in de lijst invloed uitoefent, namelijk het rendement, de rente en de balansverhoudingen. Ondernemers klagen veel over dit drietal en het is daarom zinvol er wat meer over te zeggen, ook al omdat ze een samenhang vertonen.

Een rekenvoorbeeld

Deze samenhang kan worden geschetst met een eenvoudig voorbeeld dat laat zien hoe vijf grootheden, nl. 1. rendement; 2. balansverhoudingen; 3. rente en dividend; 4. inflatie; en 5. de groei van de onderneming, onlosmakelijk met elkaar zijn verbonden. In een computermodel zou dit betrekkelijk eenvoudig kunnen worden weergegeven, maar een rekenvoorbeeld maakt het verhaal beter leesbaar. Het voorbeeld, dat voor insiders ook weer niet zoveel nieuws bevat, loopt als volgt. Stel de situatie van een onderneming, in een periode zonder inflatie, voor zoals in schema 1, is weergegeven.

In het voorbeeld is de omloopsnelheid van het vermogen: $1.000 \text{ (omzet)} / 600 \text{ (vermogen)} = 10/6$. Zolang er geen inflatie optreedt, is met deze veronderstellingen aangegeven dat de onderneming 5%

kan groeien zonder op enig probleem te stuiten. Immers, voor 5% groei ($50 = 5\%$ van 1.000) is 5% meer vermogen nodig, dus 5% van $600 = 30$. Hiervan komt 15 uit de interne financiering en 15 (5% van 300) kan worden geleend, zonder dat de balansverhouding van 50/50 wordt verstoord. Bij afwezigheid van inflatie loopt alles rond: de bruto winstvoet blijft 10,5%, de balansverhouding is constant, de „pay out” wordt op 10% van het eigen vermogen gehandhaafd en een groei van 5% kan worden gefinancierd.

Totaal anders komt dit te liggen als er inflatie optreedt, van zeg b.v. 10%. Deze inflatie heeft 3 wezenlijke gevolgen:

- a. in de omzet komt er een inflatiecomponent, doch door concurrentie, prijsbeheersing e.d. is deze voor industriële produkten niet zelden minder. Nemen we desondanks aan dat de inflatie zich voor de volle 10% in de omzet vertaalt;
- b. het bedrijfsresultaat neemt zeker geen 10% toe, want doorgaans stijgen de lonen e.d. meer dan de inflatiecomponent. Veronderstellen we dat het bedrijfsresultaat met 5% stijgt;
- c. op den duur zal de interest de gehele inflatiecomponent gaan bevatten; de rentevoet stijgt derhalve van 5% naar 15%.

Schema 2. De gevolgen van een inflatie van 10%

Toedeling	
bedrijfsresultaat	110 (+ 5%)
interest	45 (15% van 300)
bruto winst	65
belasting	32,5
netto winst	32,5

Deze situatie stelt de onderneming van ons voorbeeld voor de volgende problemen:

- a. voor de financiering van het bestaande bedrijf is 10% meer nodig. Bij de aangenomen omloopsnelheid van het vermogen van $10/6$ vereist een omzet van 1.100 (+ 10%) een vermogen van 660 (+ 10%). Om de balansverhou-

ding van 50/50 in tact te houden, zou het eigen vermogen van 300 naar 330 moeten, terwijl de rest (30) kan worden geleend (vreemd vermogen ook naar 330);

- b. in dat geval zou echter praktisch niets overblijven ($32,5 - 30 = 2,5$) voor de „pay out” en de groeifinanciering te zamen;
- c. een compromis is doorgaans het gevolg. Men keert b.v. 25 uit (de aandeelhouders krijgen minder, ondanks de inflatie) en er blijft 7,5 over voor interne financiering. Aangevuld met 7,5 vreemd vermogen levert dit 15 op, dat is $2\frac{1}{2}\%$ van het totale vermogen, waarmee dan $2\frac{1}{2}\%$ reële groei valt te financieren ($10/6 \times 15 = 25$, d.i. $2,5\%$ van de omzet);
- d. in wezen is met deze handelwijze het onder a. aangeduide probleem vergeten. De door de inflatie vereiste versterking van het eigen vermogen komt er niet. Men financiert dit geheel met vreemd vermogen. Door de balans en verlies- en winstrekening op historische basis te presenteren en niet op grond van actuele waarden, kan dit probleem enige tijd worden verdoezeld. Doch het gaat wel hard. Na ongeveer 5 jaar zou in ons voorbeeld de eerst acceptabele verhouding eigen/vreemd vermogen zijn verslechterd van 50/50 tot 31/69, terwijl het bedrijfsresultaat dan praktisch geheel in de vorm van interest naar de bank moet worden gebracht.

Natuurlijk is, omdat met een simplistisch cijfermodel is gewerkt, de gang van zaken wat overdreven voorgesteld. De inflatie was niet voortdurend 10% en de interest geen 15%. Bij respectievelijk 6% en 12% duurt het wat langer, maar het eindresultaat blijft toch hetzelfde. Vandaar dat in het naoorlogse beeld voor het bedrijfsleven zeer globaal de volgende fasen zijn te onderscheiden:

- a. jaren vijftig: weinig inflatie, behoorlijke groei, goede balansverhoudingen;
- b. jaren zestig: inflatie, minder groei, slechtere balansverhoudingen;
- c. jaren zeventig: voortgaande inflatie, nauwelijks groei, zeer slechte balansverhoudingen en de eerste deconfitures;
- d. jaren tachtig: afnemende inflatie, maar veel ondernemers zitten al zozeer in de hiervoor aangegeven vicieuze cirkel dat ze zelfs enige groei nauwelijks meer kunnen financieren.

Inflatie, interest en vennootschapsbelasting

Het voorgaande toont aan dat in ondernemersogen een teruggaande inflatie en een dalende rente veel meer betekenis hebben voor groei, investeringen en werkgelegenheid dan allerlei fraaie fantasieën. Gelukkig zijn we in dit opzicht op de goede weg, zij het dat de zonden

van het verleden nog lang zullen nawerken. Is enige versnelling nu toch nog denkbaar? Bij mijn beste weten zijn de nieuwe gedachten, zoals innovatiebevordering, participatiemaatschappijen, steun aan jonge bedrijven e.d. wel nuttig, maar er valt daarvan slechts een matig en te weinig bestendig effect op het investeringsgedrag te verwachten. Er is geen aanleiding om aan te nemen dat het in Nederland anders zal gaan dan b.v. in de Verenigde Staten, waar 50% van de nieuwe ondernemingen mislukt binnen 2 jaar, en 80% binnen 10 jaar 1). Integendeel, veel factoren liggen in de Verenigde Staten zelfs gunstiger dan bij ons. Met uitzondering van de WIR-premie, geldt ook voor de vele investeringsregelingen dat ze weinig zoden aan de dijk zetten, omdat ze niet rechtstreeks invloed uitoefenen op de werkelijke sommen die de ondernemer maakt. Het is duister waarom zoveel ingewikkelds en kostbaars wordt gecreëerd en geadminiistreerd, terwijl Nederland met één slag tot een interessanter investeringsland zou kunnen worden gemaakt.

Die slag is de afschaffing of drastische reductie van de vennootschapsbelasting. Afgezien van het aardgas en netto te zamen genomen met de WIR-premies en de talloze andere subsidies, stelt deze belasting toch al niet zo veel meer voor. Optisch is een tarief van zeg tussen 0 en 20% echter bijzonder aantrekke-

lijk, omdat het de rendementsberekeningen van mogelijke investeringen (zie hierboven), die er voor Nederland vaak treurig uitzien, ineens sterk zou verbeteren. Zou men in de duizenden in de wereld gebruikte formulieren ter voorbereiding van investeringsbeslissingen bij Nederland kunnen zetten: „inflation ++, interest ++, company tax ++”, waarbij een dubbele plus iets gunstigs aanduidt, dan is er een goede kans dat men wat milder gaat oordelen over onze handicaps. Aan een buitenlander is een WIR-premie al moeilijk uit te leggen en de rest van het subsidieoerwoud lijkt helemaal ontoegankelijk. Maar een zeer laag tarief voor de vennootschapsbelasting in een toch nog solide land laat zich gemakkelijk vergelijken met aanbiedingen elders. Het moet op den duur invloed uitoefenen, niet alleen op de buitenlandse investeringen in Nederland, maar het kan ook de brede investeringsstroom van Nederland naar buiten wat indammen ten gunste van eigen land. Een zweeps slag is dit niet, maar wel een flinke scheut premieolie voor een ingewikkelde motor.

J.E. Andriessen

1) M. Geldens, *De juiste weg, of welke aanzetten moeten tot een oplossing leiden?*, Herindustrialisatie en groei in Nederland, Elseviers Weekblad Symposium, 23 oktober 1981, blz. 39.