



Onzekerheid vergt snel handelen

Auteur(s):

Haanappel, H.T.

*Twynstra Gudde Corporate Strategy and Finance. Met dank aan E. Perotti.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4198, pagina 275, 9 april 1999

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

investerings

Ondernemingen die een investeringsproject beoordelen, kiezen vaak uit twee mogelijkheden: 'wel doen' of 'niet doen'. Een derde mogelijkheid is uitstel. Uitstel kan gezien worden als een optie op het investeringsproject. Wanneer bijvoorbeeld een oliemaatschappij een licentie op een olieveld heeft, kan zij besluiten om direct te starten met de exploitatie of kan zij deze beslissing uitstellen. Bij uitstel is de licentie in feite een optie om dit veld te exploiteren. Als beslissingscriterium voor de exploitatie van het olieveld geldt derhalve: start direct met exploitatie indien de (verdisconteerde) opbrengsten hiervan groter zijn dan de optiewaarde van uitstellen.

Een belangrijke factor die van invloed is op de waarde van de uitsteloctie is onzekerheid (hier bijvoorbeeld over de toekomstige olieprijs, de omvang van de reserves en exploitatiekosten). Hoe groter deze onzekerheid is, des te groter de waarde van de uitsteloctie, en des te aannemelijker het is dat de exploitatie wordt uitgesteld. Dit is gelegen in het feit dat door te wachten met investeren nieuwe informatie wordt verkregen, en de onderneming met deze informatie tot een betere beslissing kan komen. Hoe groter de onzekerheid, des te waardevoller de extra informatie (zie ook [Groot en Van Soest](#) in *ESB* van 26 maart 1999). Daarom wordt veelal verondersteld dat meer onzekerheid altijd zal leiden tot een grotere kans op uitstel van een investering.

Bij dit inzicht plaatsen Kulatilaka en Perotti een kritische kanttekening ¹. Er is namelijk altijd impliciet uitgegaan van een perfecte of monopolistische markt, waardoor de concurrentieverhoudingen niet beïnvloed werden door de investeringsbeslissing. In een oligopolistische markt is dat wel het geval. Door strategisch te investeren bouwt een onderneming een betere concurrentiepositie op, en de capaciteit om marktaandeel te winnen. Investeert de onderneming niet, dan mist ze niet alleen dit concurrentievoordeel, maar loopt ook het gevaar dat andere ondernemingen wel investeren en in de toekomst de markt gaan domineren. Kulatilaka en Perotti tonen aan dat in een oligopolistische markt een grotere onzekerheid niet per definitie leidt tot uitstel, maar juist een prikkel kan zijn om zo snel mogelijk in het concurrentievoordeel te investeren.

Neem een strategische investering waarmee een toekomstig kostenvoordeel op concurrenten kan worden behaald. Denk bijvoorbeeld aan de ontwikkeling van een nieuwe productietechnologie. De exacte kasstromen hiervan zijn onzeker, en hangt af van de mate waarin het verkregen kostenvoordeel leidt tot een hogere winstgevendheid voor de onderneming (als gevolg van lagere kosten per eenheid product en een groter marktaandeel door een lagere prijsstelling). De invloed van onzekerheid op de waarde van de investering in de kostenreductie, hangt af van de mate waarin de investering tot een concurrentievoordeel leidt. Bij een groot concurrentievoordeel zal een toename in onzekerheid leiden tot een steeds sterkere voorkeur tot direct investeren. De extra winstgevendheid die met de investering verkregen kan worden, is dan naar verhouding groot. Bij een klein verwacht concurrentievoordeel is de waarde van de investering geringer, en houdt uitstel de voorkeur.

In een ander artikel kijken Kulatilaka en Perotti naar een strategische investering in een concurrentievoordeel dat niet gebaseerd is op lagere kosten, maar op tijd ('time-to-market'), waarbij de onderneming in staat is om haar producten sneller dan haar concurrenten op de markt te brengen ². Denk bijvoorbeeld aan een investering in R&D, die leidt tot een technologische voorsprong op de concurrenten. In termen van de micro-economie heet het, dat een onderneming die investeert, de positie van Stackleberg-leider in de markt verovert en hierdoor een groter marktaandeel dan haar concurrent naar zich toetrekt. Indien de onderneming niet investeert zal een Cournot-evenwicht ontstaan, waarbij beide ondernemingen een identiek marktaandeel hebben. De waarde van de strategische investering is gelijk aan het verschil tussen de potentiële winstgevendheid in beide situaties. In vergelijking met een investering in kostenreductie, blijkt dat toenemende onzekerheid bij een investering in een concurrentievoordeel op basis van tijd altijd zal leiden tot een voorkeur voor direct investeren ten opzichte van uitstellen. De potentiële winstgevendheid van het uitoefenen van de optie is altijd groter dan de waarde van de extra informatie bij uitstel.

Als gevolg van internationale concurrentie, voortschrijdende deregulering en technologische vooruitgang neemt de onzekerheid om ons heen toe. Ondernemingen moeten het effect van onzekerheid op de verwachte opbrengst van hun investeringen dan ook goed kunnen inschatten. Van Kulatilaka en Perotti kunnen we leren dat daarbij niet alleen naar de investeringsprojecten zelf moet worden gekeken, maar ook naar de structuur van de markt waarop de onderneming opereert.

¹ N. Kulatilaka en E. Perotti, Strategic growth option, *Management Science*, 1998, blz. 1021-1031.

2 N. Kulatilaka en E. Perotti, Time -to-market advantage as a Stackelberg growth option, te verschijnen.

Copyright © 1999 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)