

## DE RAP EN DE ROP

door Dr. H. P. J. Heukensfeldt Jansen

In de aflevering van Uw blad van juli 1968 wordt door de heer I. van der Zijpp in zijn artikel „Rentabiliteitsberekening Kostenberekening en Financiering” in een voetnoot het volgende gesteld (zie blz. 348):

„H. P. J. Heukensfeldt Jansen maakt onderscheid tussen de rentabiliteit in de aanvangsperiode en de rentabiliteit gedurende de rest van de gebruiksduur van de investering . . . . . De schrijver geeft echter niet scherp aan hoe de combinaties van beide deelrentabiliteiten van verschillende projecten tegen elkaar moeten worden afgewogen. Het nut van de geïntroduceerde verdeling van de totale rentabiliteit van een investering in tweeën wordt daardoor niet duidelijk.”

Wellicht is hier enige verduidelijking mijnerzijds op zijn plaats. Gaarne zou ik hiervoor door U in de gelegenheid worden gesteld.

In mijn benadering van het probleem ga ik uit van de volgende definitie van project evaluatie: „Het maken van ramingen (en berekeningen) welke ten doel hebben vast te stellen welke invloed het nieuwe project zal hebben op de verlies- en winstberekening, en de balans van het bestaande bedrijf.”

Evenals het succes van een voetbalmatch wordt gemeten in het aantal gemaakte goals, en de trainer dus niet het elftal zal instrueren om zoveel mogelijk corners toegewezen te krijgen (ofschoon corners gemakkelijk tot goals kunnen leiden) zo wordt het succes van het bedrijf gemeten in de gepubliceerde jaarcijfers van de winst (verlies), en de winst als een percentage van het netto geïnvesteerd vermogen.<sup>1)</sup> Hieruit volgt, dat deze criteria primair voor het nieuwe project moeten worden uitgerekend, en niet andere zoals cash flow of terugbetaaltijd, ofschoon succes in deze laatste criteria gemakkelijk tot succes in de voornoemde criteria kan leiden. Eigenlijk moet het nieuwe project vervolgens op het bestaande bedrijf „geënt” worden, zodat de directie een inzicht kan krijgen hoe de jaarstukken er met en zonder het project zouden uitzien.

Het is dus van belang de winstgevendheid voor ieder afzonderlijk jaar gedurende de verwachte levenstijd van het project vast te stellen. Op deze manier zou men een reeks van bijvoorbeeld 12 of meer cijfers verkrijgen van bijvoorbeeld de winst en de winst als een percentage van het netto geïnvesteerd vermogen. Ofschoon een dergelijke, vrij omslachtige reeks geen bezwaren zou opleveren voor de adviseur van het bedrijf, is dit voor een advies aan de directie onpraktisch omdat een of twee samenvattende cijfers voor het project op zich korter en beter hanteerbaar zijn. Zonder veel moeite kan een norm van een of twee cijfers voor de directie worden vastgesteld, en door hen voor het waarderen van nieuwe projecten worden gebruikt.

De interne rentevoet en het gemiddelde van de winst als een percentage van het gemiddeld netto geïnvesteerd vermogen (beide gedurende de levensperiode van het project en inclusief de bouwjaren) zijn voorbeelden van dergelijke „samenvattende” cijfers.

Naar mijn overtuiging verbergt dit samenvattende cijfer echter te veel informatie die bij het waarderen van nieuwe projecten van belang is. Tenminste twee

<sup>1)</sup> Zie mijn artikel „Project waardering en de uitbreidingsproblematiek van het bedrijf”. Ec. St. Ber. 5 april 1967.

verschillende fasen moeten worden onderscheiden in de levensduur van het project<sup>2)</sup>.

- 1 die gedurende welke het project een drukkend effect heeft op het *totaal* resultaat van het bedrijf. De rentabiliteit gedurende deze periode van bijvoorbeeld de eerste 5 jaren plus de bouwjaren - die uitgedrukt wordt als het gemiddelde van de winst als een percentage van het gemiddeld netto geïnvesteerd vermogen - heb ik de RAP genoemd, de rentabiliteit in de *aanvangsperiode*.
- 2 die gedurende welke de rentabiliteit van het project zo groot is dat zij tezamen met de rentabiliteit van het bestaande bedrijf voldoende is om het drukkende effect van nieuwe en latere uitbreidingen van het bedrijf te kunnen dragen, zonder dat het totaal resultaat van het gehele bedrijf tot een onaanvaardbaar niveau terugvalt. Deze rentabiliteit die eveneens wordt uitgedrukt als het gemiddelde van de winst als een percentage van het gemiddeld netto geïnvesteerd vermogen, heb ik de ROP genoemd. (de rentabiliteit in de *overige perioden*). In deze fase geeft de winstgevendheid de hefkracht van het project aan. Men zou deze rentabiliteit dan ook de „biceps” van het project kunnen noemen.

Ofschoon ik veel begrip kan opbrengen voor het verlangen van de heer Van der Zijpp om een algemeen geldend verband te vinden tussen de RAP en de ROP, geloof ik dat dit in de praktijk stellig onmogelijk is, omdat dit voor iedere industrie anders ligt. Bijvoorbeeld een investeringsproject in een rubber plantage (waarbij men in de aanlooperperiode 7 jaar moet wachten totdat verkoopbare latex beschikbaar komt) zal een geheel andere verhouding tussen de RAP en de ROP te zien geven, dan een investering in een nieuwe vestiging van een groot winkelbedrijf in een zich ontwikkelende woonwijk. Ook is het niet moeilijk te zien dat de netto winst als een percentage van het netto geïnvesteerde vermogen gedurende de levensduur van het project sneller zal stijgen indien de verhouding van de af te schrijven investering (fabrieken) tot die van de niet af te schrijven investering (dus werkkapitaal) groot is, dan indien deze klein is. Men vergelijkte in dit verband een investering in een nieuwe fabriek van de chemische industrie, en een investering in een nieuwe nederzetting van een groot handelshuis. De verhouding van de RAP tot de ROP is nu eenmaal niet in zijn algemeenheid vast te stellen, omdat deze voor ieder bedrijf (of in ieder geval voor iedere industrie) anders zal liggen. De neiging van de heer Van der Zijpp om „de combinaties van beide deelrentabiliteiten van verschillende projecten tegen elkaar” af te wegen, wordt wellicht geïnspireerd door de gewoonte om de winstgevendheid van het geïsoleerde project in één cijfer vast te leggen. Het kenmerk van deze gewoonte is, dat het project in isolatie beschouwd wordt, en dat daarbij noch de plaats van het nieuwe project in het gehele bedrijf, noch de problematiek van het groeiproces van dat bedrijf ter sprake komen.

De deelrentabiliteiten, die ik de RAP en de ROP genoemd heb, moeten niet in eerste instantie „horizontaal” tegen elkaar worden afgewogen, doch „verticaal” tegen de geraamde jaarcijfers voor het *gehele* bedrijf in de overeenkomstige periode. Hieruit volgt, dat de minimaal aanvaardbare RAP en ROP slechts met een gedegen kennis van de jaarcijfers van het bedrijf en binnen het kader van bestaande en toekomstige uitbreidingsplannen kan worden vastgesteld.

---

<sup>2)</sup> Zie mijn voornoemd artikel

In de bestudering hiervan zou een groeimodel een nuttige rol kunnen spelen. Indien een keuze tussen twee projecten A en B gemaakt moet worden, die beide dezelfde interne rentevoet opleveren, dan zou voor mij de winstgevendheid in de beginperiode en dus de terugbetaaltijd weliswaar een zeer belangrijke factor in de keuze zijn, maar dan zou de winstgevendheid in de latere periode eveneens mijn aandacht opeisen. Immers indien het bedrijf steeds weer uit projecten bestaat die in de latere fasen een zwakke rentabiliteit opleveren, dan verzwakt dat bedrijf uiteindelijk zijn vermogen om zich zonder een onaanvaardbare aantasting van het totaal resultaat te kunnen uitbreiden. Aan de andere kant moet aan een project met een hoge rentabiliteit in de aanvangsperiode een hoge prioriteit gegeven worden indien er tegelijkertijd andere projecten in aanbouw zijn of in de plannenportefeuille voorkomen, die in hun aanvangsperiode tijdens dezelfde jaren een zware belasting van de totaalcijfers kunnen betekenen. Het blijkt, dat de keuze tussen bovengenoemde projecten A en B gesteld moet worden in het licht van het totale pakket van nieuwe projecten in de eerstvolgende jaren, en dat de keuze harmonisch in de uitbreidingsstrategie van het bedrijf moet passen. Ieder geval moet afzonderlijk worden bestudeerd binnen een veel groter verband. Dat is ook een reden waarom geen algemene regel voor de relatie tussen de RAP en de ROP die voor alle industrieën geldig is, kan worden gegeven.

Samenvattend ben ik van mening, dat de bovengenoemde benadering met de RAP en ROP de volgende voordelen biedt boven de discounted cash flow methode:

- 1 Zij reproduceert op directe wijze de normen waarin het succes van het bedrijf gemeten wordt;
- 2 Zij is een denkdiscipline die ertoe dwingt om het nieuwe project te zien in het kader van de groei van het gehele bedrijf en stelt de problemen die deze groei oproept, centraal.
- 3 Zij overschat niet het belang van de aanvangsperiode en onderschat niet het belang van de latere periode zoals in de procedure van de interne rentevoet bij de discounted cash flow en zijn tijdsvoorkeur gedaan wordt, doch zij geeft aan beide fasen, die ieder in het groeiproces hun eigen, van elkaar verschillende en zeer belangrijke rol spelen, en daarom ieder een grondige bestudering verdienen, een gelijke waarde.