

*Dr. P. H. A. M. Verhaegen*

## **Strategisch investeringsbeleid**

### **1 Inleiding**

Het strategisch investeringsbeleid binnen de meer-activiteiten onderneming kenmerkt zich doordat de analyse en selectie van nieuwe activiteiten in samenhang met de reeds bestaande activiteiten in de organisatorische context van de onderneming dienen plaats te vinden. De profijtelijkheid van potentiële activiteiten wordt immers naast de marktvooruitzichten in belangrijke mate bepaald door de differentiële voordelen die de ondernemingsorganisatie biedt om deze activiteiten vorm te geven. Daarnaast dienen de potentiële activiteiten te worden geanalyseerd op hun beslag op schaarse ondernemingsmiddelen.

De beslissing om in bepaalde activiteiten te investeren vergt derhalve een integrale beschouwing van de ondernemingsactiviteiten en de positionering van de investeringsprojecten daarbinnen, evenzeer als de differentiële calculatie van de winstgevendheid van de afzonderlijke investeringen. Daarbij spelen samenhang en risico een bepalende rol: de samenhang met andere activiteiten binnen de organisatie kan immers in belangrijke mate het potentiële rendement van de activiteit beïnvloeden; het risico bepaalt het vereiste rendement, dat noodzakelijk is om de financierbaarheid van de activiteit en daarmee de continuïteit van de onderneming te garanderen. Een dergelijke aanpak is evenwel niet zonder meer te realiseren. De organisatiestructuur van de meer-activiteiten onderneming is immers veelal opgebouwd uit verschillende lagen. Daarbij worden afzonderlijke eenheden onderscheiden (werkmaatschappijen, verenigd in divisies) die door managers met verschillen in inzicht, informatie en belangen worden bestuurd. Hierdoor ontstaan in het investeringsproces vraagstukken van communicatie, coördinatie en controle.

Onderhavig wordt gerapporteerd over een studie<sup>1</sup>, die de integrale aanpak van de investeringsbesluitvorming bepleit en tracht vorm te geven (Verhaegen, 1986). Deze studie bestaat uit twee gedeelten. Het eerste gedeelte analyseert vanuit onderzoek naar de praktijk van het investeringsproces in meer-activiteiten ondernemingen de vraagstukken die zich daarbij voordoen. Het tweede gedeelte beschrijft investeringsprocedures, waarbinnen instrumenten worden aangedragen en op hun toepasbaarheid getoetst ten einde deze vraagstukken op te lossen.

## **2 Investeringsproces**

Onderzoek in meer-activiteiten ondernemingen wijst uit, dat de integrale aanpak van de investeringsbesluitvorming in de praktijk een aantal problemen ontmoet.

In de eerste plaats blijkt bij meer-activiteiten ondernemingen een uitvoeringsgeoriënteerde organisatiestructuur te overheersen. Veelal zijn deze ondernemingen - uit oogpunt van beheersbaarheid en controle - georganiseerd in onafhankelijke eenheden met een eigen resultaatverantwoordelijkheid, die op zich weer onderverdeeld zijn in produkt-markt eenheden. De informatiestroom binnen deze organisatie is sterk ex post gericht, dat wil zeggen op de vastlegging van resultaten en stand van zaken in resultaatrekening en balans. Taken en verantwoordelijkheden worden op basis van deze informatie vastgesteld, terwijl vaak ook investeringsbudgetten worden toegewezen op basis van ex post kengetallen, zoals volume van de afschrijvingen en vrijvallende winst binnen een dergelijke eenheid (divisie). Planings- en besluitvormingsconcepten die gericht zijn op ex ante informatieverwerking over de toekomstige inkomensstromen uit activiteiten vinden in een dergelijke structuur slechts moeizaam toepassing (zie ook Haspelslagh, 1982).

In de tweede plaats is in een dergelijke onderneming veelal sprake van een gelaagde managementstructuur, met tenminste drie niveaus: centraal, divisie- en lokaal management. Het blijkt dat binnen deze niveaus aanzienlijke verschillen in informatie bestaan: het lokale management heeft een goed inzicht in de situatie die direct betrekking heeft op de produkt-markt eenheid, waarvoor hij verantwoordelijk is, maar een gering overzicht over de samenhang tussen de verschillende activiteiten binnen de divisie en zeker binnen de totale activiteitenportefeuille van de onderneming. Het centrale management daarentegen zal het overzicht over het totaal van activiteiten hebben maar minder het specifieke inzicht in de individuele produkt-markt combinaties. Naarmate men hoger in de organisatie komt is een toenemend overzicht over de activiteiten in hun onderlinge samenhang te verwachten. Naarmate men in de organisatie afdaalt is groter inzicht in de specifieke situatie van de binnen de divisies gebundelde activiteiten te verwachten (zie ook Hall, 1979).

Dat dit binnen het investeringsproces problemen geeft is duidelijk: de keuze van investeringsprojecten hangt immers evenzeer af van specifieke inzichten in marktsituatie, produktieproces en distributiemogelijkheden, als van overzicht over samenhangen tussen activiteiten en afhankelijkheden van schaarse ondernemingsmiddelen. Bovendien biedt het exclusieve bezit van informatie en inzicht de betrokkenen het vermogen om beslissingen te beïnvloeden. Door het verschil in positie binnen de onderneming, alsmede in persoonlijke doelstellingen en aspiraties zullen betrokkenen de neiging hebben dit vermogen ook te gebruiken (het agency-vraagstuk, zie ook Fama en Jensen (1983)).

### **3 Inventarisatie van de Investeringspraktijk**

Teneinde tot een adequate structurering van de investeringsbesluitvorming te komen, is binnen een aantal meer-activiteiten ondernemingen in Nederland een inventariserend praktijkonderzoek gehouden. Daarin werd getracht om door middel van interviews aan de hand van een puntenlijst op de drie onderscheiden managementniveaus het effect van de hierboven aangeduide factoren op het investeringsproces nader te analyseren. De kern van dit onderzoek bestond uit de investeringsbesluitvorming zelf; daarnaast werd ook de aansluiting van het investeringsproces binnen het totale bedrijfsproces aan de planningsprocedure aan de ene zijde en aan de nacalculatie aan de andere zijde onderzocht.

Ten aanzien van de investeringsbesluitvorming werden drie aspecten onderzocht: de herkomst van de investeringsinitiatieven; de besluitvormingsprocedure en de terminologie waarin de analyse plaatsvindt. Het blijkt dat het grootste gedeelte van de investeringsprojecten op lokaal of divisieniveau geïnitieerd wordt vanuit een samenhang met bestaande activiteiten. De besluitvormingsprocedure draagt meestal een bottum-up karakter; de autorisatie is veelal voorbehouden aan een hoger managementniveau. De mate van decentralisatie van de autorisatiebevoegdheid door het centrale management is gebaseerd op twee criteria: de aard van de investeringsvoorstellen en competentienormen. Opvallend is dat bij een groot aantal projecten de formele goedkeuring aan het centrale management of een uit zijn midden benoemde commissie is voorbehouden. Hierbij doet zich vrijwel altijd een rantsoeneringsprobleem voor: Er zijn meer projecten dan er vermogen beschikbaar is. Gegeven dat de projecten in de tijd opvolgend worden aangemeld, ontstaat het probleem dat een onderlinge afweging niet of slechts beperkt kan plaatsvinden. Een tweede probleem bij de selectie hangt samen met de terminologie. Het blijkt dat in de initiële fase de analyse van een investeringsproject veelal in niet-financiële termen plaatsvindt. In een latere fase, meestal bij de autorisatie-aanvraag, vindt transformatie in financiële termen plaats. Dit transformatieproces wordt door alle managementniveaus als onbetrouwbaar ervaren: het lagere management vanwege informatie-onzekerheid en bedrijfsrisico; het hogere management vanwege mogelijke informatiemanipulatie. Opvallend weinig waarde wordt gehecht aan het toetsen van projectvoorstellen aan tevoren vastgestelde financiële criteria. Daarom wordt bij de uiteindelijke goedkeuring vaak teruggегреpen naar de commercieel-technische aspecten van het project. Evenwel is in het transformatieproces veel van deze informatie verloren gegaan.

Ten aanzien van de aansluiting tussen investeringsbesluitvorming en planning werd geconcludeerd dat geen directe aansluiting bestaat tussen de informatieverwerving en -verwerking in de planning en in de investeringsselectie. Hoewel verschillende planningsystemen worden aangetroffen vinden beide processen veelal onafhankelijk van elkaar plaats. Eenzelfde constatering geldt voor het nacalculatieproces. Het blijkt dat slechts in een

beperkt aantal gevallen een systematische nacalculatie van projecten plaatsvindt. Naast praktische problemen wordt ook aan het nut van een dergelijke procedure getwijfeld, met als argumenten dat niet duidelijk is welke criteria moeten worden aangelegd en welke consequenties moeten worden verbonden. Het gevolg is dat informatie over de implementatie en resultaten van investeringsprojecten veelal niet beschikbaar is, omdat deze is opgegaan in de divisie-administratie ten behoeve van de verslaggeving.

Uit dit inventariserend onderzoek kan geconstateerd worden dat tijdens het investeringsproces en bij de aansluiting van dit proces op enerzijds de planning en anderzijds de nacalculatie informatie wegloopt. Deze informatie blijkt van groot belang voor de beoordeling van investeringsvoorstellen in hun onderlinge samenhang en voor de controle op degenen die hierover impliciet of expliciet beslissingen nemen.

#### **4 Structuur van de investeringsbesluitvorming**

Het onderzoek naar de praktijk van een aantal grote meer-activiteiten ondernemingen voert tot de conclusie dat bij het ontwerpen van investeringsprocedures ten minste met de volgende drie vraagstukken afgerekend moet worden:

- de communicatie van ex ante informatie over potentiële en bestaande activiteiten binnen de onderneming, zodat men zich een beeld kan vormen van samenhang en risico van de voorgestelde investeringen;
- de coördinatie van beslissingen teneinde tot een coherente portefeuille van activiteiten te komen waarbinnen schaarse ondernemingsmiddelen optimaal gealloceerd zijn;
- de controle op beslissers, zodat zij de hun ter beschikking staande informatie aanwenden in het belang van de onderneming en niet slechts in het belang van hun divisie of onderdeel daarvan, dan wel hun eigenbelang.

Op basis van bovengenoemde inzichten in het bedrijfsproces van de onderneming en het functioneren van de verschillende managementniveaus daarbinnen, is de volgende structuur van de investeringsbesluitvorming ontworpen (zie figuur 1).

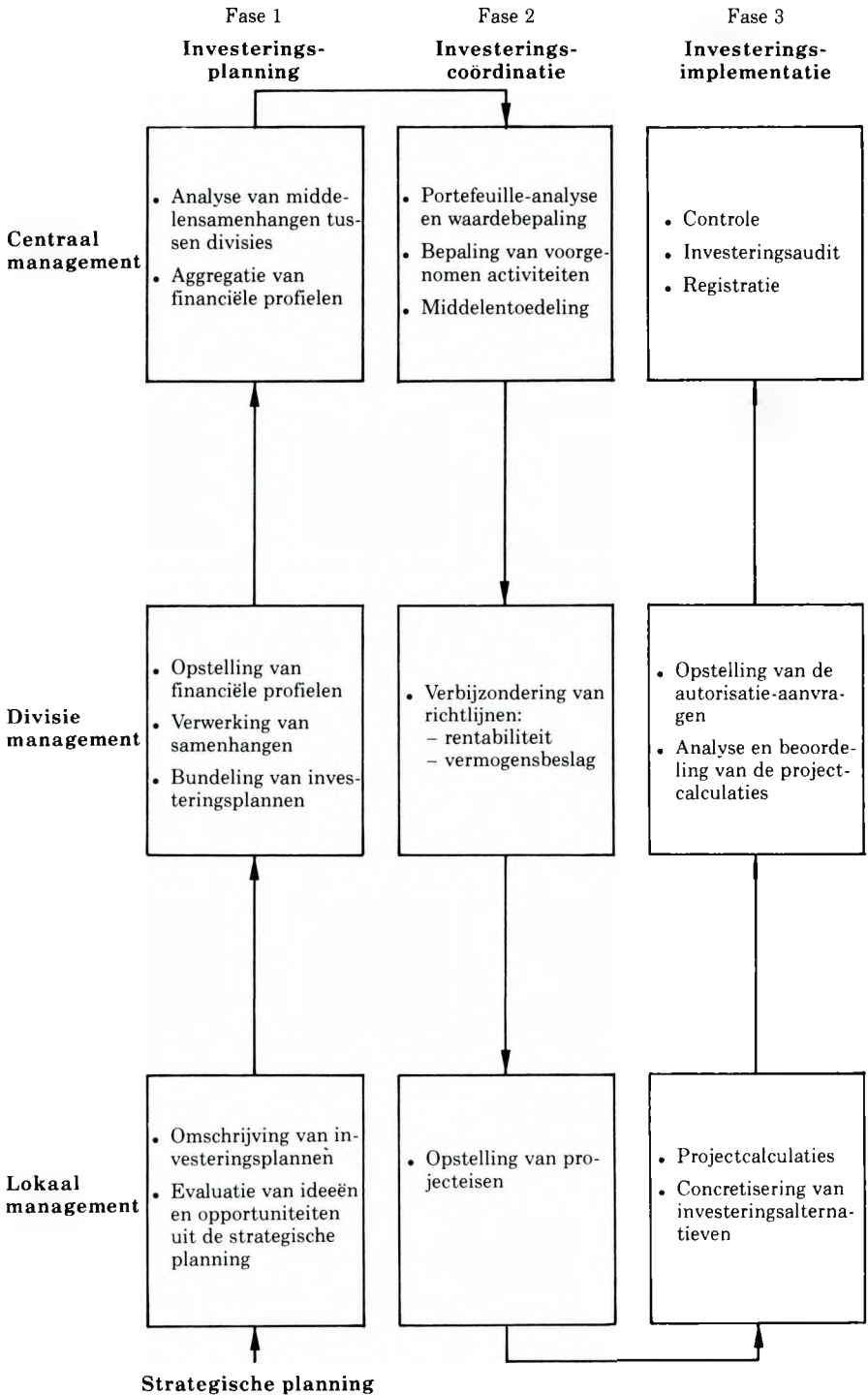
Binnen deze structuur wordt de gang van de informatie door de verschillende procedures aangegeven. Daarbij worden drie fasen onderscheiden:

- de investeringsplanning;
- de investeringscoördinatie;
- de investeringsimplementatie.

#### **5 Investeringsplanning**

De investeringsplanning is erop gericht om de ideeën en opportuniteiten die uit de strategische planning naar voren komen op hun mogelijkheden tot inkomensvorming binnen de onderneming te onderzoeken. Hiertoe

*Figuur 1: Structuur van de investeringsbesluitvorming*



moeten allereerst de markt- en produktiemogelijkheden van de individuele projecten geanalyseerd worden. Dit gebeurt vanuit het specifieke inzicht dat lokale managers binnen hun omgeving hebben. Deze informatie is veelal (nog) niet in financiële termen beschikbaar, doch in commercieel-technische kwalificaties. De conclusie is dan ook dat de analyse in deze fase moet plaatsvinden in commerciële en technische variabelen. Voorwaarde is wel dat de aldus gekozen variabelen een éénduidige relatie hebben met toekomstige financiële variabelen. Instrumenten worden derhalve aangedragen om deze relaties op niveau van de produkt-markt eenheid aannemelijk te maken. Hierbij blijken methoden, zoals PIMS-analyse, experience-analyse, produkt-levenscyclus model een nuttige rol te kunnen vervullen (Verhaegen, 1986, blz. 84 e.v.). Vervolgens moeten in deze fase samenhangen tussen produkt-markt eenheden onderzocht worden teneinde de differentiële voordelen van de potentiële activiteiten te kunnen vaststellen. Deze samenhangen, in bijvoorbeeld markten, produktieprocédés, distributiekkanalen, leiden tot een clustering van investeringsplannen op divisieniveau. Van deze plannen kunnen dan financiële profielen worden opgesteld, alsmede kunnen zij worden gekwantificeerd in hun beslag op schaarse ondernemingsmiddelen en hun gevoeligheid voor beïnvloeding van omgevingsfactoren (conjunctuurgevoeligheid, gevoeligheid voor sociaal-politieke factoren, e.d.).

Als de belangrijkste functie van de investeringsplanning wordt de communicatie van informatie over samenhangende projecten onderkend en de transformatie daarvan in financiële termen. Strategische keuzen kunnen in dit stadium nog niet worden gemaakt, enerzijds omdat de 'kosten' van de schaarse ondernemingsmiddelen nog niet vaststaan en anderzijds omdat de verschillen in risico tussen de investeringsplannen binnen de portefeuille en daarmee samenhangend de rentabiliteitseisen nog niet zijn vastgesteld. Uit de analyse blijkt dan ook, dat de categorie modellen, die in de markt-analyse als portefeuilleplanning-modellen worden aangeduid (Wind en Mahajan, 1981), slechts beperkt toepasbaar zijn en niet in staat stellen tot het maken van strategische keuzen. Daarenboven is geargumenteed dat de definitie van 'strategic business unit' als onafhankelijke beleidseenheid vanuit investeringsoptiek onjuist is (Verhaegen 1986, blz. 108 e.v.).

## **6 Investeringscoördinatie**

Op basis van de in de investeringsplanning geanalyseerde en omhooggestuwde informatiestromen kunnen nu op centraal niveau de investeringsplannen in de context van de ondernemingsportefeuille van activiteiten beoordeeld worden en kunnen keuzen worden gemaakt over het aanpassen van deze portefeuille.

In de eerste plaats betreft het hier een coördinatie van plannen vanwege hun gemeenschappelijk beslag op schaarse middelen. Het praktijkonderzoek wijst uit dat hieraan op centraal niveau - behalve waar het beslag op financiële middelen betreft - weinig aandacht wordt besteed. Dit kan geweten worden aan het feit dat informatie hierover veelal niet op centraal

niveau beschikbaar komt. Nochtans blijkt dat bijvoorbeeld de benutting van schaarse organisatiecapaciteit of de reductie van de afhankelijkheid van de onderneming van bepaalde grondstoffen (olie) tot heroverweging en verandering van investeringsplannen kunnen leiden. Dit kan in principe op twee manieren geschieden: door directe toewijzing van schaarse middelen (hiërarchiemodel) of via een indirecte allocatie door een intern prijsmechanisme (quasi-marktmodel). Het eerste leidt tot directe aanpassing van de investeringsplannen, het tweede leidt tot relatieve verandering in de inkomensprofielen van de plannen.

In de tweede plaats dient op centraal niveau de relatieve risicograad van de activiteitenplannen vergeleken te worden en in rendementseisen tot uitdrukking gebracht. Indien dit niet zou gebeuren, dan zouden plannen met een hoog verwacht rendement - maar ook een groot risico - bevoorreed worden boven lager renderende, maar ook zekerder projecten. Dit zou evenwel ex post het totale risico van de onderneming doen toenemen en daarmee de vermogenskostenvoet. Hierdoor kan de financiering van de onderneming in gevaar worden gebracht. Daarnaast blijkt dat door spreiding van de activiteiten de afhankelijkheid van de ondernemingsportefeuille van niet beïnvloedbare omgevingsfactoren verminderd wordt en daarmee het totale risico van de onderneming. Zo zal de toevoeging van een parasoldivisie aan een onderneming die zich bezighoudt met de productie en verkoop van paraplu's de afhankelijkheid van de onderneming van de weersomstandigheden doen afnemen en derhalve een risicoreducerende bijdrage aan de ondernemingsportefeuille hebben. De conclusie is dan ook dat het risico van de investeringsplannen in samenhang met de bestaande activiteiten dient te worden geëvalueerd. Door middel van het marktmodel wordt aan de organisatorische eenheden hun bijdrage aan het ondernemingsrisico toegerekend, zodat in de financieel-strategische evaluatie de financierbaarheid van de plannen kan worden beschouwd door hun quasi-marktwaarde te vergelijken met hun investeringswaarde. Aangetoond wordt, dat de uitkomst van deze evaluatie niet behoeft te sporen met de directe beschikbaarheid van financiële middelen binnen de organisatorische eenheid uit de afschrijvingen of de voor (her)investering beschikbare winst. Dit kan leiden tot een herallocatie van financiële middelen tussen de organisatorische eenheden (divisies).

In de derde plaats kan uit de financieel-strategische evaluatie de rentabiliteitseis en de beschikbare investeringsruimte voor de investeringsplannen afgeleid worden (Verhaegen, blz. 157 e.v.), op basis waarvan individuele toetsing van investeringsprojecten kan plaatsvinden. Bij het afleiden van een dergelijke rentabiliteitseis speelt naast het toerekenbare risico ook het aanpassingsvermogen van de geplande activiteit een belangrijke rol.

## **7 Investeringsimplementatie**

In de laatste fase van het investeringsproces moeten de voorwaardelijk gemaakte keuzen geïmplementeerd worden in concrete investeringsuitga-

ven. Eerder zijn vanuit een integrale beschouwing van de ondernemingsactiviteiten reeds de potentiële inkomensvorming van de geplande activiteiten geanalyseerd alsmede de voorwaarden (qua rentabiliteit en vermogensbeslag) waaronder ze kunnen worden uitgevoerd. Het zou daarom onjuist zijn deze laatste fase te kwalificeren als de investeringsbeslissingsfase: zowel de plannings- als de coördinatieprocedure bevatten immers een reeks van - samenhangende - keuzen en beslissingen omtrent de te entameren investeringsprojecten. De implementatiefase voorziet evenwel in drie belangrijke elementen die het 'sluitstuk' van de investeringsprocedure vormen: de projectcalculatie ten behoeve van de optimale keuze uit alternatieve invullingen van het project; de autorisatie ten behoeve van de controle op de besluitvorming en besluitvormers; de registratie ten behoeve van de voortgangsbewaking en de auditing van activiteiten in uitvoering.

Bij de calculatie van het investeringsproject zullen de alternatieve invullingen van de activiteit tegen elkaar worden afgewogen. Te denken valt aan uitbesteding ten opzichte van zelf vervaardigen van onderdelen, investering in distributie- en verkoopapparaat e.d. In deze calculatie wordt een concretisering en waar nodig actualisering van de informatie uit de planningsfase bewerkstelligd. Dit vormt één van de belangrijkste aangrijpingspunten van de autorisatie. De autorisatie houdt de formele goedkeuring voor de uitvoering van (delen van) investeringsprojecten in. Het lagere management heeft hierin de mogelijkheid zijn voorwaardelijk engagement met het project tot uitdrukking te brengen en de vrijwarende voorwaarden (zoals niet beïnvloedbare omgevingsfactoren) expliciet te maken. Het centrale management heeft de mogelijkheid om de in de investeringsplanningsfase naar boven gestuwde informatie te verifiëren en daarmee de besluitvorming te controleren. Hiermee kan reeds tijdens het investeringsproces een evaluatie van de besluitvorming, aangeduid als investeringsaudit, plaatsvinden. Hiermee wordt een bezwaar ondervangen dat uit het praktijkonderzoek naar voren kwam, namelijk dat de investeringsnacalculatie weinig zinvol is - en daarom weinig wordt toegepast - omdat het proces 'the point of no return' gepasseerd is en daardoor onomkeerbaar. Om dit te vermijden wordt derhalve in deze fase van de procedure een investeringsaudit ingebouwd. Deze audit omvat veeleer een plan-plan vergelijking dan een plan-resultaat vergelijking, zodat het accent in plaats van op de achteraf-controle op de voorafbesturing of bijsturing kan komen te liggen. De activiteitsregistratie vormt hierbij een onmisbaar onderdeel. Deze heeft tot taak de ex ante informatie die uit de investeringsprocedure beschikbaar is gekomen, activiteitsgewijs vast te leggen. Een dergelijk informatiesysteem is noodzakelijk voor de effectieve controle op de besluitvormers, de voortgangsbewaking van de activiteit, alsmede voor de continuïteit van de informatievoorziening in het investeringsproces. In een volgende investeringscyclus biedt deze te zamen met de informatie uit een volgende investeringsplanningsfase immers inzicht in de eventuele noodzaak tot het aanpassen van de activiteit.



## 8 Conclusie

Het blijkt dat een integrale aanpak van de investeringsbesluitvorming in de onderneming noodzakelijk is. De inkomensstroom van individuele plannen kan alleen in de context van de overige plannen en de bestaande activiteiten geïdentificeerd en geoptimaliseerd worden. Ook de beschikbaarheid en de verdeling van benodigde middelen dient vanuit het totaal van de bestaande en geplande activiteiten gezien te worden. In het bijzonder blijkt dat de beschikbaarheid van financiële middelen, alsmede de (interne) prijs waartegen zij beschikbaar zijn, afhankelijk is van de samenstelling van de activiteitenportefeuille van de onderneming. De informatie die een dergelijke integrale besluitvorming mogelijk moet maken, is evenwel binnen de onderneming verspreid over de verschillende managementniveaus. De effectiviteit van het investeringsproces wordt derhalve in belangrijke mate bepaald door de coördinatie van de informatiestromen en de controle op de besluitvormers. Naarmate de onderneming meer activiteiten onderneemt, zal deze coördinatie en controle meer organisatorische inspanning en kosten met zich meebrengen. Het investeringsbeleid binnen de onderneming dient er daarom op gericht te zijn de balans te vinden tussen enerzijds het entameren van investeringsprojecten die bijdragen aan de inkomensvorming en anderzijds het inrichten van de organisatie zodanig dat de additionele inkomensvorming uit deze projecten niet wordt overstegen door de nadelen voortvloeiend uit de daarmee samenhangende organisatiekosten. Investeringsbeleid impliceert investeringsorganisatie.

## Literatuur

- Fama E.F. en M.C. Jensen, 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, juni, blz. 301-325.
- Hall W.K., 1979, *Changing Perspectives on the Capital Investment Process, Long Range Planning*, febr., blz. 37-40.
- Haspeslagh P., 1982, Portfolio Planning: Uses and Limits, *Harvard Business Review*, jan.-febr., blz. 58-73.
- Verhaegen P.H.A.M., 1986, *Strategisch Investeringsbeleid*, Kluwer, Deventer.
- Wind Y. en V. Mahajan, 1981, Designing Product and Business Portfolios, *Harvard Business Review*, jan.-febr. blz. 155-165.

### Noot

*I* Op dit onderzoek promoveerde de auteur op 31 januari 1986 aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Promotor was Prof. Dr. A. I. Diepenhorst. De titel van het proefschrift was 'Investeringsproces en Investeringsprocedures'. In dit artikel wordt verwezen naar de commerciële uitgave van het proefschrift bij Kluwer, Deventer onder de titel 'Strategisch Investeringsbeleid'.