DE LEASE/KOOP BESLISSING*)

door Dr. A. C. C. Herst

Meer en meer wordt men, niet alleen in de theorie maar ook in de praktijk, geconfronteerd met het verschijnsel leasing. Dit kan er toe leiden dat zowel theoretici als praktijkmensen steeds vaker een antwoord dienen te formuleren op de vraag hoe op een verantwoorde wijze een keuze is te maken tussen leasing en koop van duurzame produktiemiddelen. In het proefschrift wordt gepoogd een antwoord te vinden op deze vraag, ervan uitgaande dat de besluitvormer maximalisatie nastreeft van de marktwaarde van de betrokken onderneming ten behoeve van de huidige verschaffers van het ondernemend vermogen (dat wil zeggen vermogen waarvan de vergoeding in beginsel afhankelijk is gesteld van de ondernemingsresultaten).

Over de gevolgde werkwijze valt het volgende op te merken. Gestart wordt met het omschrijven van de term leasing. Dit begrip blijkt in de literatuur op zeer uiteenlopende wijzen te worden gedefinieerd. Opvallend is evenwel dat, hoezeer deze begripsbepalingen ook van elkaar afwijken, er een onderscheid valt te maken tussen enerzijds omschrijvingen waarbij slechts één bepaalde vorm van leasing wordt belicht en anderzijds omschrijvingen waarbij van meet af aan verschillende varianten van leasing worden onderkend. Dat de eerste categorie definities weinig bijdraagt tot het verkrijgen van inzicht in het fenomeen leasing is duidelijk. De tweede manier van omschrijven verdient echter evenmin aanbeveling. Daarvoor hebben de verschillende leasing-vormen teveel kenmerken gemeen. Het lijkt doelmatiger om te beginnen met een algemene begripsbepaling van leasing om naderhand, zonodig, meerdere varianten van leasing te onderscheiden. Aldus redenerend laat een lease zich omschrijven als een overeenkomst waarbij de lessee betalingen verricht aan de lessor teneinde het recht tot gebruik van een object te verkrijgen gedurende een periode die is gerelateerd aan de bruikbaarheidsduur van dat object. Voor de oplossing van de lease/koop-kwestie blijkt het zinvol te zijn een onderscheid te maken tussen financial en operational leases. Bij de eerste categorie leasecontracten is de lessee gehouden tenminste het investeringsbedrag dat hij in geval van koop zou hebben voldaan via de leasetermijnen aan de lessor terug te betalen, ongeacht het feit of hij het object tijdens de leaseperiode op voldoende winstgevende wijze weet te exploiteren. Hierdoor berust het risico van veroudering van dit object bij de lessee. Een operational leasecontract daarentegen kan, met inachtneming van een eventuele opzegtermijn, worden beëindigd zodra de lessee de bruikbaarheidsduur van het lease-object verstreken acht. Op deze manier wentelt de lessee het verouderingsrisico (grotendeels) af op de lessor. Gewoonlijk wenst deze laatste een vergoeding te ontvangen voor het overnemen van dit risico. Met andere woorden: de lessee verzekert zich bij de lessor tegen de gevolgen van veroudering van het lease-object.

---

*) (samenvatting van een proefschrift)

Een volgende stap die in de dissertatie wordt genomen bestaat uit het verwoorden van de vereisten waaraan een methode ter beantwoording van de vraag leasing of koop dient te voldoen. Achtereenvolgens zijn dit:

I. rekening houden met het wederkerige verband tussen de investerings- en de financieringsbeslissing,
II. een duidelijke motivering geven voor de gebruikte disconteringsvoeten,
III. vermelden voor welke vorm(en) van leasing de selectiemethodiek geschikt is,
IV. de uitkomsten van de keuzemethodiek bij voorkeur laten luiden in (netto) contante waarden,
V. ruime aandacht schenken aan de praktische toepasbaarheid van de te ontwikkelen werkwijze.

Met behulp van dit eisenpakket worden 34 methoden, ontworpen ter oplossing van de financial lease/koop-kwestie, beoordeeld. De gebruikelijke terminologie hanterend kan het overgrote gedeelte van deze benaderingen worden gekenschetst als „lease or borrow" en de overige als „lease or buy". (Intussen zij opgemerkt dat dit nogal verwarrende termen zijn, aangezien het keuzevraagstuk in feite altijd neerkomt op „lease or buy". De voorstanders van „lease or borrow" zijn evenwel de mening toegedaan dat het „buy"-alternatief dient te worden bekostigd met behulp van één bepaalde financieringswijze: „borrow". Hierdoor zijn de praktische toepassingsmogelijkheden van de „lease or borrow"-technieken beperkt tot situaties waarin de koop volledig zal worden gefinancierd met een lening.) Aan elk van de beoordelingen gaat een korte beschrijving van de methode vooraf. Hierbij wordt dankbaar gebruik gemaakt van een tweetal hulpmiddelen: het in formulevorm weergeven van de verschillende wijzen van aanpak van het keuzevraagstuk en het illustreren hiervan aan de hand van een getallenvoorbeeld.

Het resultaat van dit beoordelingsproces, dat bijna 150 bladzijden van het proefschrift beslaat, is teleurstellend. Schrijvers van naam blijken op leasinggebied in sommige gevallen op toch wel bijzonder merkwaardige wijze te werk te zijn gegaan. Om hiervan een voorbeeld te geven: Weston en Brigham, van wier welbekend handboek tot op dit moment zeven drukken zijn verschenen, veranderen in nagenoeg elke druk van mening met betrekking tot de oplossing van het keuzevraagstuk. Een en ander zonder te vermelden waarom de in een vorige editie voorgestane aanpak minder juist zou zijn dan die gepropageerd in een nieuwere druk. Overigens lijkt de cirkel nu gesloten te zijn, want in de laatste editie spreken de auteurs hun voorkeur uit voor een werkwijze welke sterk gelijkt op die beschreven in de eerste druk uit 1962.

Omdat er bij de 34 onderzochte selectiemethoden geen enkele blijkt te voldoen aan de vereisten I tot en met V wordt een benadering ontworpen waarbij dit wel het geval zou zijn. Deze onderscheidt zich op een aantal punten van de zojuist genoemde methoden. In de eerste plaats door het feit dat de zogenaamde „cash flow to equity" als uitgangspunt voor de berekeningen dient. Dit is het saldo van ontvangsten en uitgaven voor rekening komend van de huidige verschaffers van het ondernemend vermogen (dit cash flow-begrip is een verlengde van de door de besluitvormer nagestreefde ondernemingsdoelstelling zoals geformuleerd aan het begin van deze samenvatting). Een ander punt be-

treft het rekening houden met de mogelijkheid dat de cash flow vóór belastingen bij financial leasing afwijkt van die bij koop. Zelfs indien deze beide cash flow-reeksen geheel identiek zijn dienen zij toch in de beschouwingen te worden betrokken; alleen zo kan men het te prefereren alternatief aanwijzen, en tevens inzicht verkrijgen in de mate waarin dit alternatief bijdraagt tot de ondernemingsdoelstelling. Ook wordt aandacht besteed aan de percentages waarmee de diverse bestanddelen van de „cash flow to equity" contant worden gemaakt. Hierbij wordt vereiste V, de praktische toepasbaarheid (die bij vele in de literatuur gepropageerde selectiemethoden wat op de achtergrond dreigt te geraken) niet uit het oog verloren. Dit moge blijken uit de vrijheid welke de besluitvormer wordt gelaten bij het doen van een keuze uit de mogelijke financieringswijzen van het koopalternatief (hij wordt dus niet in het „lease or borrow"-keurslijf gedwongen) en uit het onderzoeken van de gevolgen van het niet fiscaal aftrekbaar zijn der leasetermijnen. Daarnaast wordt nagegaan wat de invloed zou kunnen zijn van de te volgen financieringswijze(n) op de rendementseisen die de verschillende vermogensverschaffers stellen. Het belang van niet-kwantificeerbare overwegingen, zoals het eigendomsprestige, wordt eveneens onderzocht. Zulke beweegredenen maken een (netto) contante waarde-berekening overigens niet tot een zinledige bezigheid. Een dergelijke berekening laat juist zien hoeveel het kost om aan de bedoelde overwegingen toe te geven. Tot slot wordt gepleit voor een, in praktijksituaties met behulp van allerlei rekenapparatuur heel wel uitvoerbare, gevoeligheidsanalyse. In het kader van zo'n analyse kan worden onderzocht of en in hoeverre de uitkomsten van de berekening worden beïnvloed door een wijziging in een of meerdere invoergrootheden. Een voorbeeld hiervan is de mogelijke invloed van de bij koop te volgen financieringswijze op de uiteindelijke keuze tussen dit alternatief en een financial lease.

De vereisten I t/m V worden ook gehanteerd voor de beoordeling van benaderingen ontwikkeld ter oplossing van de operational lease/koop-kwestie. Een kenmerk van zo'n lease-overeenkomst is de opzegmogelijkheid. Gebruik makend van dit aspect kunnen in de literatuur naar voren gebrachte selectiemaatstaven worden onderscheiden naar die waarbij de met deze opzegbaarheid samenhangende flexibiliteit wordt gekwantificeerd en die waarbij een dergelijk kwantificeren niet plaatsvindt. In de praktijk is er een toenemende belangstelling voor operational leasing te bespeuren. In de theorie daarentegen krijgt deze vorm van leasing veel minder aandacht dan financial leasing. Er zijn dan ook slechts 8 benaderingswijzen van het operational lease/koop-probleem getoetst aan de vereisten I t/m V. Geen van dit achttal voldoet aan al deze vereisten. Daarom wordt een eigen selectieprocedure ontwikkeld welke overeenkomsten vertoont met die voorgesteld ter beantwoording van de vraag financial leasing of koop. Daarnaast kenmerkt de ontwikkelde benadering zich onder meer door de omstandigheid, dat voor een keuze tussen operational leasing en koop waarschijnlijkheidsverdelingen van de mogelijke looptijden van het operational leasecontract respectievelijk bruikbaarheidsduren van het betrokken duurzame produktiemiddel worden gehanteerd in samenhang met een waarschijnlijkheidsverdeling ten aanzien van de mogelijke cash flow-reeksen die het produktiemiddel oplevert. Immers, de looptijd van een operational

lease staat niet van tevoren vast doch is wel gerelateerd aan de bruikbaarheidsduur van het lease-object. Op zijn beurt hangt deze bruikbaarheidsduur samen met het cash flow-patroon welke dat object genereert. Tevens wordt betoogd dat de bruikbaarheidsduur bij operational leasing kan verschillen van die in geval van koop. Het is namelijk niet ondenkbaar dat het duurzame produktiemiddel op een afwijkende manier wordt gebruikt (misschien minder zorgvuldig) indien het op operational lease-basis wordt geëxploiteerd dan indien het was gekocht. Een ander kenmerk van de voorgestane keuzemethodiek betreft het benadrukken van het verzekeringsaspect van operational leasing. Ook wordt er op gewezen dat het zich bij de keuze uitsluitend baseren op verwachtingswaarden (zoals in de literatuur op leasinggebied gebeurt) risiconeutraliteit bij de besluitvormer veronderstelt. Is degene die de keuze moet nemen evenwel risico-avers dan speelt ook de spreiding rond die verwachtingswaarde (te kwantificeren met behulp van bijvoorbeeld de (semi-)variantie) een rol. Met het oog op de toepassingsmogelijkheden van de methode in de praktijk, waar het specificeren van waarschijnlijkheidsverdelingen veelal geen eenvoudige zaak zal zijn, wordt tenslotte stilgestaan bij beoordelingsmaatstaven die ook hun toepassing vinden in het kader van investeringsselectie bij onzekerheid. Van „onzekerheid" is sprake zodra het de besluitvormer niet mogelijk is waarschijnlijkheden toe te kennen aan relevant te achten grootheden zoals het toekomstige cash flow-patroon van een duurzaam produktiemiddel.

Een volgend onderwerp dat wordt aangesneden betreft de redenen die in de praktijk zoal worden aangevoerd om tot leasing over te gaan. Het basismateriaal voor dit deelonderwerp wordt gevormd door een tiental onderzoekingen die door buitenlandse auteurs zijn verricht in de Verenigde Staten en in een aantal Europese landen. De vijf meest frequent genoemde redenen zijn:

1. leasing brengt belastingvoordelen met zich mede,
2. het desbetreffende duurzame produktiemiddel wordt voor 100% gefinancierd,
3. leasing komt niet op de balans van de lessee tot uitdrukking,
4. leasing is relatief goedkoop,
5. de flexibiliteit van leasing.

In het proefschrift wordt aangetoond dat elk van deze vijf beweegredenen ofwel zich direct laat kwantificeren ofwel, indien dit niet het geval is, nauw samenhangt met minder vaak genoemde motieven die zich wel op kwantitatieve wijze laten uitdrukken. In de praktijk is er dus ook plaats voor selectiemethodieken die leiden tot uitkomsten welke zijn weer te geven in bedragen of percentages.

Tevens is nagegaan of in theorie gepropageerde benaderingen van de lease/koop-kwestie ook daadwerkelijk in praktijk worden gebracht. Dit blijkt inderdaad het geval te zijn, zij het dat het niet de meest geavanceerde benaderingswijzen zijn die in de praktijk hun toepassing vinden. Daarnaast werden in sommige gevallen technieken gehanteerd die bedrijfseconomisch gezien op zijn minst als twijfelachtig zijn te kenschetsen. Tevens is gebleken dat praktijkmensen in het algemeen bereid waren zich grondiger in de lease/koop-problematiek te verdiepen naarmate er grotere bedragen in het geding waren. Ofschoon dit voor de hand lijkt te liggen dienen de nadelige gevolgen van

meerdere, uit een oogpunt van hiermede gemoeide bedragen, als relatief onbelangrijk gekarakteriseerde beslissingen die naderhand verkeerd uitvallen, zeker niet te worden onderschat.

Ter afsluiting zij opgemerkt dat de Nederlandse versie van het proefschrift door Stenfert Kroese zal worden uitgegeven.