

## Doorzien van investeringsrisico's

# BLIND VERTROUWEN RISKANT VOOR INVESTERING

*Investeringsprojecten eindigen in een financieel debacle doordat in de besluitvorming een te optimistisch beeld is geschetst. Belangrijke oorzaken zijn het gebruik van selectieve verhalen in analyses, onrealistische toekomstbeelden, een overschatting van de opbrengsten en gesplitste verantwoordelijkheden. In dit artikel beschrijven de auteurs verschillende methoden om investeringsrisico's inzichtelijk te maken.*

DOOR GÉRARD BROCKHOFF EN HANNEKE SEEGERS

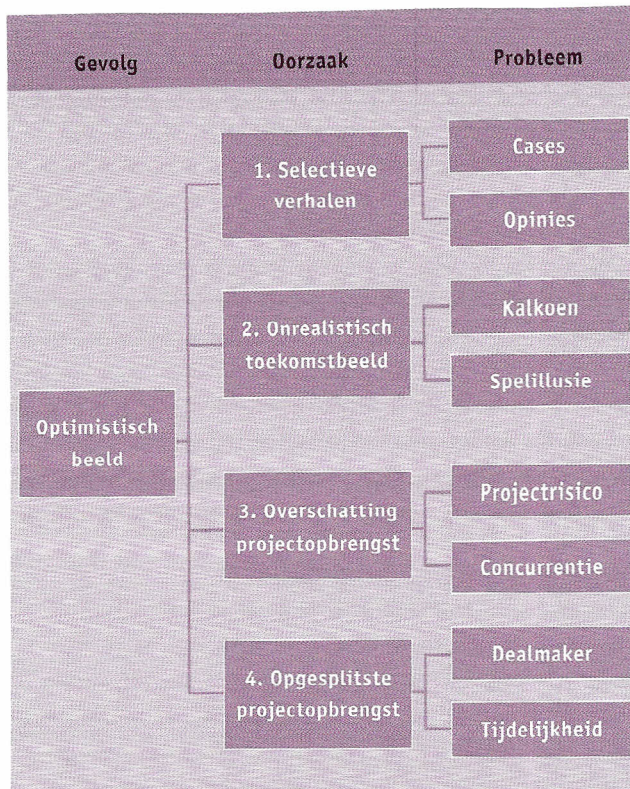
**I**nvesteren hoort bij ondernemen. Een bedrijf kan alleen zijn strategie en performance waarborgen als het zijn capaciteit en productiviteit blijft verbeteren. Investeringsprojecten brengen ook risico's met zich mee. Het rendement van investeringen is afhankelijk van de verwachte uitgaven en opbrengsten. Deze uitgaven en opbrengsten worden geraamd rekening houdend met de ingeschatte risico's.

Als de gecalculeerde risico's doorslaan in blind vertrouwen kunnen investeringsprojecten eindigen in een financieel debacle. Bekende voorbeelden zijn de Noord-Zuidlijn, de HSL en de Blauwestad. Niet alleen de overheid kampt met projecten die misgaan, ook investeringen van bedrijven stranden herhaaldelijk, zoals de investeringen in alternatieve energie van Econcern, de joint venture in LCD-beeldschermen van Philips en LG en de investering van Shell in het olie- en gasveld Sachalin. Financiële missers maken niet alleen investeringen onrendabel, maar kunnen ook de langetermijnstrategie en -performance van een onderneming aan het wankelen brengen. Elke onderneming loopt het risico dat een project mislukt. Tegenvallende projecten kunnen verschillende oorzaken hebben. Falende investeringen zijn voor een belangrijk deel te herleiden tot de besluitvorming. Het rendement op veel investeringen valt

tegen omdat in de besluitvorming een te optimistisch beeld bestond van de opbrengsten, kosten en risico's. De werkelijkheid is veelal weerbarstiger dan de uitgestippelde strategie. Waarvoor ontstaat bij investeringen dat optimistische beeld? In dit artikel proberen we meer inzicht te geven in de belangrijkste oorzaken van het optimisme en de manieren waarop bedrijven investeringsprojecten beter kunnen doorgronden.

### Beeld te optimistisch

Voor het optimisme bij veel investeringsbeslissingen onderscheiden we vier oorzaken. Investeringsprojecten worden te optimistisch ingeschat door het selectieve gebruik van verhalen, onrealistische toekomstbeelden, een overschatting van de investeringswaarde en gesplitste verantwoordelijkheden (zie figuur 1). De onderbouwing van de investeringsbeslissing en daarmee de strategie zijn – met andere woorden – te rooskleurig afgeschilderd in de planningfase. Elke oorzaak kan op zichzelf naar een te positieve beeldvorming leiden, hoewel in de praktijk dikwijls een mengeling van de oorzaken bestaat. Investeringsbeslissingen kunnen objectiever worden door meer systematische analyses, scenariodenken en een reëler financieel beeld van de toekomstige marktpositie. Daarnaast kan de besluitvorming verbeteren door in de verantwoorde-



**Figuur 1**  
Belangrijke redenen voor investeringsoptimisme

lijkheden meer continuïteit te realiseren. Diegene die beslist, wordt ook verantwoordelijk voor het projectresultaat.

### Selectieve verhalen

Veel investeringsanalyses deugen niet. Investeringsanalyses worden dikwijls gebaseerd op selectieve verhalen zonder brede, goede onderbouwing. Deze verhalen komen voort uit persoonlijke ervaringen, anekdotes en visies, niet de feitelijke situatie van de markt of het investeringsproject als geheel. De keuze van selectieve verhalen kan worden gedreven door belangen, maar dikwijls gebeurt het onbewust. Ongefundeerde analyses zijn om te beginnen het gevolg van het gebruik van casussen zoals *peers* en *best practices*. Casussen zijn herkenbaar en aansprekend. Zij worden vaak gebruikt als onderdeel van marktanalyses en investeringsbeslissingen. Casussen zijn echter subjectief en riskant. Zij geven meestal een eenzijdig beeld van de markt. Bovendien wordt de analyse sterk beïnvloed door de selectie zelf.

Tegenover succesvolle casussen staan bijna altijd voorbeelden met verliezen, sluitingen en faillissementen. Casussen kunnen leiden tot een anekdotische, subjectieve analyse die doorgaans niet de werkelijkheid weerspiegelt. Casussen alleen kunnen derhalve niet als onderbouwing van een investeringsbeslissing worden gebruikt.

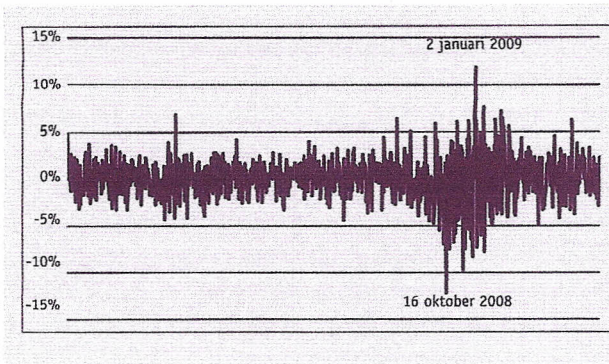
Daarnaast berusten veel investeringsanalyses op opinies van informanten zoals klanten, managers en deskundigen. Vaak wordt een aantal 'experts' opgevoerd. Het gaat om persoonlijke opvattingen en visies over bijvoorbeeld de uitbreiding van een fabriek, datacenter of haven, de vergroting van schaalvoordelen of de groei van de markt. Een aantal gesprekken leidt zo tot een schijnbaar gemeenschappelijke, gedragen visie. Deze visie blijft evenwel een opinie, een mening van slechts een aantal personen. Het geeft niet per definitie een goed beeld van de investeringskansen.

### Onrealistisch toekomstbeeld

Behalve selectieve verhalen worden veel investeringsbeslissingen genomen op basis van een onrealistisch toekomstbeeld. Misschien is de analyse wel grondig en gefundeerd, maar wordt er met een eenzijdige bril naar de feiten gekeken. Vaak is de eenzijdige bril onbedoeld en komt deze voort uit persoonlijke ervaringen uit het verleden. Allereerst bestaat het 'kalkoeneffect': een kalkoen die dagelijks in een vast patroon eten krijgt, wordt uiteindelijk volledig verrast door het kerstdiner. Als een bedrijf constateert dat het al tien jaar producten maakt zonder noemenswaardige claims, dan is dat geen bewijs dat productaansprakelijkheden geen rol kunnen spelen. Er kan alleen worden geconcludeerd dat er geen bewijs is gevonden dat claims ertoe doen. Eén toekomstige claim kan echter al grote gevolgen hebben. Zo hebben problemen met gas- en rempedalen autoproducent Toyota in de problemen gebracht en heeft dit behalve tot hoge kosten, tot een deuk in het onberispelijke imago van kwaliteit en duurzaamheid geleid. Ook al is de kans op een claim klein, de mogelijke gevolgen kunnen een bedrijf aan de financiële afgrond brengen. Het is daarom belangrijker om te kijken naar de (eenvoudig vast te stellen) mogelijke gevolgen van risico's dan naar de (lastig te bepalen) waarschijnlijkheid.

Naast het kalkoeneffect van het onbekende gaan investeringsanalyses veelal uit van een kunstmatige, gestileerde wereld met geleidelijke en voorspelbare schommelingen. Dit is de spelillusie van een casino, die niet overeenkomt met de werkelijkheid. Veel markten bewegen niet langs vaste patronen, zijn over lange perioden volatieler dan wordt aangenomen en kennen grote uitschieters zoals bij de prijzen van energie, grondstoffen en aandelen. Markten worden vaker ruw verstoord door abrupte fricties tussen vraag en aanbod dan we denken en we houden er elke keer geen rekening mee. Investeringsrisico's worden zo structureel onderschat.

Een voorbeeld is de prijsontwikkeling van een Brent-olievat (zie figuur 2). In de periode 2006-2007 steeg de olieprijs volgens CBS-cijfers per dag gemiddeld met 0,11 procent met een sigma (standaarddeviatie) van 1,5 procent. Als begin 2008 een



**Figuur 2**  
Prijswontwikkeling Brent-olievat 2006-2009 (CBS-data, JBR-analyse)

investeringsanalyse was gebaseerd op de prijswontwikkeling in 2006-2007 zou een standaardmodel voor de eerste twaalf maanden uitgaan van een dagelijkse prijsverandering tussen -4,5 en 4,7 procent (drie sigma). Op basis van het standaardmodel zou in het jaar de prijsschommeling niet meer dan twee keer een grotere afwijking hebben. In werkelijkheid waren er in 2008 liefst twintig handelsdagen waarop de prijsuitslag groter was. Zoals meestal, ging het vaker om negatieve dan positieve uitschieters. De prijsverandering was vijf keer hoger en vijftien keer lager. De uitschieter was op 16 oktober 2008 met een prijsdaling van ruim 12 procent op één dag met een standaardkans van 1 op 750 miljard jaren (acht sigma). Volgens het model was de kans zo goed als uitgesloten en toch gebeurde het. Tweeënhalve maand later, op 2 januari 2009, steeg de olieprijs weer met bijna 12 procent. Opnieuw modelmatig onbestaanbaar. Het voorbeeld maakt duidelijk dat het gebruik van modellen risicovol is en tot schijnzekerheid kan leiden, omdat veranderingen en uitschieters stevast worden onderschat.

### Overschatting projectopbrengst

Naast selectieve verhalen en onrealistische beelden wordt als derde vaak het investeringsrendement overschat. Het probleem zit in de rendementseis en eindwaarde van het gemiddelde investeringsproject. Door een te lage rendementseis zijn allereerst de financiële uitkomsten van de investeringsanalyses meestal te positief. De onzekerheid of een project slaagt, brengt specifieke risico's met zich mee, die worden bepaald door de financiering en het risicoprofiel van het project. De specifieke risico's hebben consequenties voor de rendementseis. Een rendementseis voor een nieuw project ligt door de bank genomen hoger dan die van een onderneming als geheel. Het verschil in rendementseis neemt toe naarmate projecten in een strategie risicovoller worden zoals bij investeringen in opkomende landen, nieuwe technologie en nieuwe producten. Veel bedrijven rekenen voor investeringsprojecten evenwel met de rendementseis van de hele onderneming.

Hierdoor zal een onderneming structureel minder rendabel zijn dan gedacht.

Daarnaast wordt, *als* een project slaagt, vaak uitgegaan van een stabiele, bestendige marktpositie. De verwachte opbrengsten worden structureel verondersteld. Bij het vertalen van een strategie naar een financieel rendement wordt onvoldoende rekening gehouden met economische cycli en marktveranderingen. Berekeningen negeren terugkerende moeilijke marktomstandigheden, tegenreacties van concurrenten en verouderende technologie of formules, die de toekomstige marktpositie zullen aantasten. Een bovengemiddeld aanvangersrendement is gewoonlijk tijdelijk, neemt in de praktijk stapsgewijs af met meestal tussendoor een tegenvallend jaar. Door het dalende rendement zal de totale verwachte projectopbrengst lager komen te liggen en daarmee zullen sommige investeringsprojecten niet meer door de besluitvorming komen.

### Opgesplitste verantwoordelijkheid

Ten slotte wordt een optimistisch investeringsbeeld veroorzaakt door opgesplitste verantwoordelijkheden. Misschien zijn investeringsanalyses volledig, objectief en reëel, maar door verantwoordelijkheden te scheiden pakken investeringsbeslissingen dikwijls toch verkeerd uit. Er is sprake van gesplitste verantwoordelijkheden als diegenen die verantwoordelijk worden voor de uitvoering geen onderdeel zijn van de besluitvorming. Bij overheden zijn ministers en wethouders na een aantal jaren weer vertrokken. In 2010 hebben we zowel geheel nieuwe gemeenteraden als een ander kabinet. In het bedrijfsleven heeft een bestuurder en manager doorgaans een beperkte houdbaarheid. Bijna de helft van de bestuurders zit niet langer dan vijf jaar. Ook worden dikwijls beslissingen genomen terwijl het bekend is dat de beslissers kort daarna zullen weggaan. Hierdoor blijft in de besluitvorming de uiteindelijke projectuitvoering vaak onderbelicht en komen verwachtingen te hoog te liggen. *Deal makers* in de persoon van bijvoorbeeld wethouders en bestuurders worden beoordeeld op de genomen beslissingen op dat moment, niet op basis van de resultaten achteraf.

Tevens worden investeringsbeslissingen steeds vaker door tijdelijke organisatievormen genomen zoals investeringscommissies, joint ventures, interim-managers, projectorganisaties en publieke en private samenwerkingen. Deze vluchtige organisaties besteden de voorbereiding en het management van projecten veelal ook nog uit. Als investeringen later tegenvalen, is het besluitvormingsorgaan inmiddels ontmanteld en zijn beslissers en onderaannemers verdwenen. De verantwoordelijken kunnen later niet meer worden aangesproken en dit vooruitzicht kan reeds een rol spelen in de besluitvorming zelf. Door tijdelijke besluitvormingsorganen wordt minder kritisch naar investeringsprojecten gekeken en bestaat de neiging risico's te onderschatten.

Oorzaken	Oplossingen
1. Selectieve verhalen	Borg een brede, zowel kwalitatieve als kwantitatieve analyse van de situatie en vooruitzichten voor een meer systematische, feitelijke onderbouwing van een investering
2. Onrealistisch toekomstbeeld	Werk met verschillende investeringsscenario's om meer inzicht te krijgen in de gevoeligheden en foutenmarge en om beter te kunnen anticiperen op tegenvallers
3. Overschatting projectopbrengst	Reken voor investeringsprojecten met een hogere rendementseis en een kortere periode van een bovengemiddeld rendement
4. Opgesplitste verantwoordelijkheden	Houd de besluitvorming en uitvoering van investeringsprojecten in één hand op management- en projectniveau en bouw meer kennis op in eigen organisatie

**Figuur 3**

**Manier om met investeringsoptimisme om te gaan**

### Omgaan met investeringsoptimisme

Er kan op verschillende manieren worden ingespeeld op het risico van investeringsoptimisme. Allereerst kan het risico van selectieve verhalen worden verkleind door investeringsbeslissingen te baseren op een meer systematische, inhoudelijke analyse (zie figuur 3). Hiermee wordt het risico van onjuiste uitgangspunten niet uitgesloten, maar het scheidt wel een betrouwbaarder fundament voor investeringsanalyses dan anekdotes en visies. Cases en visies zijn een belangrijke bron van informatie bij investeringsanalyses. Zij dienen wel op de juiste wijze te worden gebruikt. Systematisch betekent een grondige, brede evaluatie van de feiten en vooral de onderliggende patronen en ontwikkelingen. Er dient een minimum en divers aantal mensen te worden gesproken om de representativiteit te borgen en de informatie moet worden gecombineerd met gegevens uit bijvoorbeeld marktonderzoek en andere rapporten. Vooral het combineren van verschillende onderzoeks- en brancherapporten biedt doorgaans een beter en breed inzicht. Dikwijls is aanvullend onderzoek vereist. Het is in de investeringsanalyse belangrijk om een breed, gefundeerd beeld te verkrijgen.

Daarnaast kan het risico van een onrealistisch toekomstbeeld worden verkleind door meer in scenario's te denken waarin variatie en foutenmarges het vertrekpunt zijn. Het is beter om een goed beeld van de grote lijnen te hebben dan er bij een investering nauwgezet naast zitten. De scenario's moeten rekening houden met onzekerheden en uitschieters. Een onderneming moet voorbereid zijn op het onverwachte. Door verschillende scenario's door te rekenen met variërende uitgangspunten over bijvoorbeeld de ontwikkeling van de vraag, prijzen en tegenvallers kan een goed inzicht worden verkregen in de bandbreedte van de verwachte uitgaven en opbrengsten. Hiermee is ook de foutenmarge van de investeringsprognose inzichtelijk.

Als derde kan een overschatting van de investeringsopbrengst worden tegengegaan door te rekenen met een lager nettoprojectrendement: de rendementseis voor projecten moet om-

hoog en de geraamde rendementontwikkeling omlaag. Bij de rendementseis dient beter te worden gekeken naar het risico-profiel en de marktpositie van het specifieke project, los van de risico's en marktpositie van de onderneming als geheel. Het gaat om de bijzondere omstandigheden van de markt en het product. De realiteit is dat een deel van de investeringsprojecten niet slaagt of minder oplevert en deze risico's moeten beter terugkomen in de investeringsanalyse. De rendementontwikkeling kan worden beoordeeld door meer inzicht te krijgen in de langetermijnstrategie en marktpositie van een onderneming, afhankelijk van de verwachte ontwikkelingen op sector- en concurrentieniveau.

Ten slotte is de enige manier om het probleem van opgesplitste verantwoordelijkheden te verminderen het op langere termijn vanuit één hand sturen. Een bestuurder of manager beoordeelt een investeringsproject anders als hij ook verantwoordelijk wordt voor de realisatie. De continuïteit moet worden gezocht op zowel management- als projectniveau. Investeringsbeslissingen kunnen enkel door organisaties en bestuurders worden genomen als zij ook verantwoordelijk zijn voor de uitvoering. Overheden en bedrijven moeten weer meer in eigen gelederen ervaring opbouwen met het uitwerken en uitvoeren van grote projecten. Alleen investeringen die niet tot de kernactiviteiten behoren, kunnen worden uitbesteed. Grote investeringen moeten door de top van de organisatie van nabij worden aangestuurd en kunnen niet worden gedelegeerd.

*Gérard Brockhoff en Hanneke Seegers zijn adviseur bij JBR Management Consultants, gespecialiseerd in strategie en corporate finance.*