

Portfoliobeslissingen

Ype Wijnia

11 mei 2012

In een eerdere column heb ik wel eens gepleit voor de afschaffing van het budget voor asset management. De beslissingen die een asset manager neemt zijn namelijk te beschouwen als investeringsbeslissingen: als een uitgave in contante waarde meer oplevert dan die kost moet je gewoon naar een manier op zoek gaan om de uitgave te financieren. Alhoewel dit uitgangspunt in principe wel klopt, zijn er toch situaties waarin het enige nuance behoef. Maar eerst even terug naar de bron van de gedachte, de situaties waarin een asset manager zich echt niet door het budget moet laten beperken. De meest sprekende voorbeelden betreffen preventief en correctief onderhoud. Laten we vooropstellen dat het budget voor correctief onderhoud nu al ongelimiteerd is. Natuurlijk is er wel een prognose (soms ook wel budget genoemd), maar een storing in het primaire proces zal altijd worden opgelost, anders kun je de tent sluiten. Preventief onderhoud wordt daarentegen meestal gelimiteerd. En dat is wel vreemd. Als het goed is levert preventief onderhoud namelijk meer op (in termen van vermeden productieverlies en vermeden herstelkosten) dan het kost¹. Als je het niet doet krijg je dus onvermijdelijk kosten terug die heel goed in hetzelfde budgetjaar kunnen vallen. Neem bijvoorbeeld een auto die olie verbruikt. Het niet regelmatig bijvullen van de olie omdat dat niet gebudgetteerd was zal op korte termijn leiden tot het vastlopen van de motor en de bijbehorende hoge kosten. Nu kunnen die hoge kosten wel het (budget)probleem van een ander (lees niet asset manager) zijn, maar voor het bedrijf als geheel is het niet goed. Het was tegen deze negatieve bijwerking van budgettering dat mijn column zich richtte.

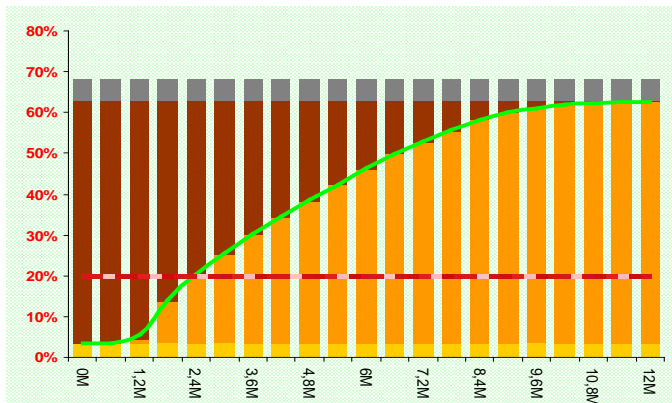
Toch zijn er situaties waarin er op een of andere manier wel sprake is van beperkingen. Allereerst hoeft de beperking niet per se financieel te zijn, maar kan ook de uitvoeringscapaciteit betreffen. Je kan bijvoorbeeld wel berekenen dat het toegevoegde waarde heeft om meer onderhoud te plegen, maar als je onvoldoende geschoold personeel hebt om dat onderhoud ook goed uit te voeren, loop je het risico dat je met meer onderhoud alleen maar meer fouten introduceert doordat de ondeskundigen zaken kapot maken of verkeerd monteren. Een tweede soort beperking kan zich voor doen als de investeringsberekening niet louter financieel is, bijvoorbeeld als er maatregelen getroffen worden om het milieu te beschermen, om de veiligheid te verbeteren en om de productkwaliteit te verbeteren. Een bestuurder of aandeelhouder kan daar best iets voor over hebben, maar de uitgaven verdienen zichzelf niet terug in harde cash. Die moet op een ander manier verdiend worden, en het budget voor investeringen met niet financiële opbrengsten is dus onvermijdelijk gelimiteerd.

Asset managers hebben met beide beperkingen voor de uitgaven te maken. Een goede manier om daar mee om te gaan is de portfoliobeslissing. Het concept van de portfoliobeslissing komt uit de financiële wereld. Vermogensbeheerders (de financiële asset managers) beheren een portfolio van waardepapieren (aandelen, obligaties, opties en allerlei derivaten). De reden om een portfolio te aan te houden in plaats van een enkel aandeel is dat je daarmee risico spreidt. Aandelen van individuele bedrijven kunnen veel variëren bij een bepaald gemiddeld rendement. Maar niet alle aandelen zullen op hetzelfde moment op dezelfde manier in waarde variëren². Als daarom aandelen van heel veel verschillende bedrijven gekocht worden dan blijft het gemiddelde rendement hetzelfde (dat is optelbaar) maar de variatie wordt minder en de investering dus minder risicovol. Een vermogensbeheerder streeft ernaar om met zijn beschikbare vermogen een portfolio aan te houden die het beste past bij het gewenste risicoprofiel. Als aandelen van profiel veranderen dan kan de vermogensbeheerder ze on the spot verkopen en er beter passende aandelen voor in de plaats kopen.

¹ Tim Zaal (oud lector Hogeschool Utrecht) ijverde niet voor niets voor het begrip bovenhoudskosten.

² De uitzondering is natuurlijk een crisis zoals die in 2008 optrad.

Als asset manager in de kapitaalintensieve sector zal je grotendeels op een zelfde manier werken. Je



kiest die set van projecten die gegeven het budget het beste past bij het door het bedrijf gewenste risicoprofiel. In het plaatje hiernaast³ zijn de projecten geordend op rendement, en kan de beste combinatie van kosten en prestatie gekozen worden. Er is wel een groot verschil tussen de financiële wereld en de kapitaalintensieve sector. Waar de vermogensbeheerder keuze heeft uit honderden beurzen met een veelvoud daarvan aan waardepapieren, krijgt een asset manager projecten vaak één voor één voorgelegd. Om een soort beurs te creëren

waarop je wat kunt kiezen moet je dan de investeringsvoorstellen die gedurende een jaar ontwikkeld worden opsparen tot het moment van de portfoliobeslissing. Dat gebeurt niet vanzelf en de asset manager zal het dan ook moeten organiseren.

Maar er zijn meer verschillen. Asset managers zullen bijvoorbeeld rekening moeten houden met onvermijdelijke uitgaven, zoals storingskosten (het platte eerste stuk in bovenstaande grafiek). Een derde verschil is de onomkeerbaarheid van beslissingen. Een project dat eenmaal in gang is gezet, kan theoretisch nog wel gestopt worden, maar alle geld dat er dan al in is gestopt is onmiddellijk verloren. Veelvuldig wisselen van portfolio kan dan enorme kosten met zich mee brengen, reden om het maar eens per jaar te doen. Aandelen op de beurs kunnen wel zonder al te grote kosten verkocht worden, vermogensbeheerders kunnen dus dagelijks hun portfolio aanpassen. Het laatste verschil is dat waar de informatie over de investeringsopties op de beurs bijna vrij beschikbaar is, het ontwikkelen van een technisch investeringsvoorstel veel tijd en geld kost. Om iets te kiezen te hebben moet je dus geld uitgeven aan het schrijven van projectvoorstellen die je gaat afwijzen. Het is duidelijk dat dat met mate moet gebeuren.

Desondanks kan een portfoliobeslissing ook voor een asset manager een enorm krachtig instrument zijn. Stel je bijvoorbeeld eens voor dat een hele reeks goede voorstellen het budget heeft uitgeput, maar dat er nu een nog veel beter voorstel op tafel ligt. Dan moet dat uitgesteld worden naar volgend jaar, of een reeds gestart project moet vertraagd worden. De portfoliobeslissing biedt de kans om binnen de projecten die op zichzelf aan de investeringscriteria voldoen toch nog de beste set te kiezen. In tijden van budgetschaarste kan dat zomaar 20% meer opbrengst opleveren voor hetzelfde budget. Een ander voordeel is dat je projecten niet meer beoordeelt op een abstract bedrijfswaardenmodel, maar direct met elkaar kan vergelijken. En het is makkelijker te accepteren dat het project niet doorgaat omdat er betere opties beschikbaar waren dan dat een abstract criterium niet gehaald is. Tot slot geldt nog dat geen bedrijfswaardenmodel perfect is. Er kunnen altijd projecten zijn die niet aan de eisen voldoen, maar toch zeer waardevol zijn. In een individuele beoordeling kan je daar niet zoveel mee, want voor je het weet is elk project bijzonder. Maar als in een portfoliobeslissing een paar projecten als bijzonder aangemerkt worden dan valt daar vaak prima mee te leven. Sterker nog, dit soort escapes kan de druk weghalen om de baten van een project te overdrijven. De portfoliobeslissing wordt zo veel transparanter en realistischer. Daarmee vormt een portfoliobeslissing een kans om het met elkaar eens te worden, in plaats van een potentieel strijdperk over het wel of niet doorgaan van een project.

Ype Wijnia is partner bij AssetResolutions B.V., een bedrijf dat hij samen met John de Croon heeft opgericht. Beurtelings geven ze in deze wekelijkse column hun visie op een aspect van asset management. De columns staan gepubliceerd op de website van AssetResolutions, <http://www.assetresolutions.nl/nl/column>.

³ WIJNIA, Y. C. & WARNERS, J. P. (2006) Prioritizing investment. The value of portfolio decisions in electricity infrastructure management. 29th IAAE Annual International Energy Conference 2006: 'Securing Energy in Insecure Times'. Potsdam.