



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Ondernemend Waarderen : Waarderend Ondernemen. De subjectiviteit van het begrip economische waarde

Vis, J.

Citation

Vis, J. (2010, September 9). *Ondernemend Waarderen : Waarderend Ondernemen. De subjectiviteit van het begrip economische waarde. Meijers-reeks*. Maklu, Apeldoorn. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/15937>

Version: Not Applicable (or Unknown)

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/15937>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

4 | Van waardebegrip naar gecalculeerde economische waarde

Through observation^[1] and deduction, not calculus or geometry, one could discover the other propositions contained in the original truth, "man is a sensitive being," and thereby reduce all the human sciences to a few basic truths.

– Emmet Kennedy²

« Du dix-huitième siècle et de la révolution, comme d'une source commune, étaient sortis deux fleuves: le premier conduisait les hommes aux institutions libres, tandis que le second les menait au pouvoir absolu. »

– Alexis de Tocqueville³

4.1 INLEIDING

De voor de klassieke economen kwellende, en vrijwel onoplosbare, vraag: 'wat is waarde?' (onderzoeksvraag B) is door de Oostenrijkse School op onduidelijke wijze beantwoord. De in de literatuur op veel plaatsen opduikende, zogenaamde waardeparadox blijkt geen paradox, maar een niet juist begrepen vraag. Het gaat bij de vraag naar waarde niet om de waarde van een bepaald soort goederen. Dat zou namelijk betekenen dat de totale hoeveelheid water tegenover de totale hoeveelheid diamant wordt geplaatst. Over het algemeen zal iedereen van mening zijn dat water voor het menselijk bestaan belangrijker is dan diamanten. In het dagelijks leven is de keuze tussen water en diamant, als goederensoort, natuurlijk niet relevant. Mensen kiezen, uitgaande van een bepaalde positie en situatie op een bepaald moment, voor een bepaalde hoeveelheid van een goed. Dat is een strikt individuele keuze. De grondslag voor die keuze wordt gevormd door de overweging hoe sterk het gemis van een bepaalde (marginale) eenheid van het goed wordt gevoeld. De meeste mensen raken, onder normale omstandigheden, liever een eenheid water kwijt dan een eenheid diamant. Menger heeft vastgesteld dat voor het handelen de marginale eenheid van belang is. Het gaat immers om de verandering. Dat geldt niet alleen voor de waarde van goederen, maar ook voor de

1 Wellicht dat een echte, pure Oostenrijker naast *observation* ook *introspection* zou noemen.

2 Hoogleraar Europese Geschiedenis aan de George Washington Universiteit (USA).

3 Alexis de Tocqueville (1805-1859): Frans politiek filosoof, historicus en staatsman.

waarde van economische subjecten. In onze wereld is het kunnen beschikken over goede gezondheidszorg voor velen belangrijker dan het bestaan van mogelijkheden tot vermaak. Toch beschikken bijvoorbeeld professionele auto-coureurs over een hoger inkomen dan professionele verpleegkundigen. De eigenschappen en vaardigheden waarover een topsporter dient te beschikken, zijn schaarser dan de eigenschappen en vaardigheden waarover een verpleegkundige moet beschikken.⁴ Menger verwoordt het als volgt:

“In the case of species value, we compare, on the one hand, the properties of a good without considering its quantity, and on the other, human wants without taking into account individuality.... In real life there are only concrete goods and concrete wants.” [Salerno 1999, p. 85]

Alleen concrete goederen staan ter beschikking van de handelende mens [Menger 2007 (1981), p. 116 noot 3]. Het verwarren van ‘soort-waarde’ en individuele waarde leidt tot onjuiste opvattingen, bijvoorbeeld het aanbrengen van een verschil tussen gebruikswaarde en ruilwaarde [Menger 2007 (1981), p. 119]. De waarde van een goed ontstaat, omdat de beschikking over dat goed van belang is voor een subject. Het waarom van dat belang is, volgens Menger, afhankelijk van onze wil en gewoonten. Waarde kan niet worden geobjectificeerd en het is niet zinrijk om over waarde te spreken zonder tegelijk de relatie te leggen met de waarderende mens.

“Objectification of the value of goods, which is entirely subjective in nature, has nevertheless contributed very greatly to confusion about the basic principles of our science.” [Menger 2007 (1981), p. 121]

Voor het nemen van rationele beslissingen is het noodzakelijk te beschikken over een methode van calculeren. Onder economische waarde wordt in dit proefschrift verstaan de monetaire uitdrukking van waarde. Daartoe worden verwachte opbrengsten bepaald waarna deze worden uitgedrukt in de zogeheten contante waarde. Daaruit mag niet worden geconcludeerd dat nu sprake is van objectieve waarde. Het waarderend subject bekijkt de te verwachten additionele geldstromen immers vanuit de eigen positie en situatie. Ook de voor het berekenen van de contante waarde noodzakelijke vermogenskostenvoet komt tot stand op grond van overwegingen die voor het waarderend subject van belang zijn. Tevens blijft de monetaire uitdrukking van waarde, de economische waarde, subjectief.

4 Daardoor verdienen beide groepen economisch gezien ‘hetzelfde’ salaris, namelijk een op marktconforme wijze vastgestelde beloning. Overigens dient hierbij te worden opgemerkt dat de markt voor gezondheidszorg in Nederland bepaald niet voldoet aan de Oostenrijkse normen.

De in hoofdstuk 3 behandelde begrippen kunnen, met betrekking tot het operationaliseren van het begrip economische waarde, worden gecombineerd tot de volgende vijf stappen:

- 1 waarden: object en doel
- 2 calculeren van de verwachte vrije geldstromen
- 3 omvang van de reeks vrije geldstromen
- 4 onzekerheid en risico
- 5 calculeren van contante waarde

Binnen de bovengenoemde stappen komen de volgende enkelvoudige en samengestelde begrippen voor:

- Ad 1.* object (III), subjectiviteit (1) en praxeologie (2);
- Ad 2.* tijd (I), calculeren (II), subjectiviteit (1), onzekerheid (3), risico (4), economisch goed (5), kapitaalgoed (onderneming) (6), geld (7), markt (8), prijs (9), ondernemerschap (11) en economische waarde (12);
- Ad 3.* tijd (I), calculeren (II), subjectiviteit (1), onzekerheid (3), risico (4), markt (8), evenwicht (10) en ondernemerschap (11);
- Ad 4.* subject (IV), subjectiviteit (1), praxeologie (2), onzekerheid (3) en risico (4);
- Ad 5.* tijd (I), calculeren (II), subject (IV), subjectiviteit (1), geld (7), markt (8), prijs (9), evenwicht (10), ondernemerschap (11) en economische waarde.

In de volgende paragraaf wordt stilgestaan bij de vraag waarom het in het algemeen belangrijk is om de economische waarde van iets of iemand vast te stellen. Vervolgens komt in paragraaf 3 de vraag aan bod op welke wijze in een specifiek geval de economische waarde kan worden vastgesteld. Paragraaf 3.2 gaat in op de wijze waarop de marginale netto-opbrengsten (de vrije geldstroom) wordt berekend. Daarna wordt in paragraaf 3.3 de vraag aan de orde gesteld hoe de omvang van de reeks vrije geldstromen wordt bepaald. In paragraaf 3.4 wordt aandacht geschonken aan de wijze waarop in onzekere situaties op basis van verwachtingen kan worden gerekend. Uiteindelijk komen alle factoren in paragraaf 3.5 samen als daar wordt gesproken over het berekenen van de contante waarde van de verwachte toekomstige geldstromen. In paragraaf 4 wordt op basis van twee varianten een voorbeeld gepresenteerd met betrekking tot het bepalen van de economische waarde op basis van de uitgangspunten van de Oostenrijkse School.

4.2 HET DOEL VAN HET BEPALEN VAN ECONOMISCHE WAARDE

Mensen handelen op grond van het uit het handelen voortvloeiend verwachte gevolg van de beoogde handeling. In dit proefschrift wordt uitgegaan van

de gedachte dat mensen handelen teneinde hun positie en/of situatie te verbeteren.⁵ Zodra mensen de aarde bevolkten, is sprake geweest van het verbeteren van de levensomstandigheden. Het is een romantische misvatting te menen dat de natuur de mens van alle noodzakelijkheden kan voorzien. In tegendeel, de natuur is niet zelden mensonvriendelijk.

“Nature is not bountiful but stingy. It has restricted the supply of all things indispensable for the preservation of human life. It has populated the world with animals and plants to whom the impulse to destroy human life and welfare is inwrought. It displays powers and elements whose operation is damaging to human life and to human endeavors to preserve it. Man’s survival and well-being are an achievement of the skill with which he has utilized the main instrument with which nature has equipped him – reason.” [Mises 1994, p. 64]

De huidige positie en situatie heeft voor het handelend subject een niet te meten waarde. Zolang niet wordt gehandeld, verkeert het economisch subject in evenwicht. Op een bepaald moment ontstaat onvrede met de bestaande positie en situatie en dat leidt tot de noodzaak te handelen. De onmeetbaarheid van de waarde, die gehecht zou kunnen worden aan de bestaande positie en situatie, is voor dat handelen niet van belang. Het voelen van de noodzaak tot handelen is voldoende. Voor het nemen van een rationele beslissing is het echter noodzakelijk een persoonlijke afweging te maken tussen de kosten die gepaard gaan met het inzetten van middelen en de te verwachten opbrengst. Het doel is immers het verbeteren van de bestaande positie en situatie. Calculeren is daarbij een belangrijk hulpmiddel. Waarde kan slechts worden toegevoegd indien in de ogen van de actor het op te offeren goed minder waarde vertegenwoordigt dan het te verkrijgen goed. Daar iedere actor een eigen positie en situatie kent, is de gemaakte afweging voor buitenstaanders niet na te rekenen. Wel is duidelijk dat het verkrijgen van additionele waarde alleen kan plaatsvinden als daar een opoffering tegenover staat. Waarderen is in feite het maken van een rangorde. Positie *A* blijkt voor de actor begeerlijker dan positie *B*. Economische waarde is derhalve een ordinaal begrip dat zich niet leent voor allerlei rekenkundige bewerkingen. Waarde wordt toegevoegd indien het handelend subject naar eigen opvatting in een meer geprefereerde positie of situatie komt te verkeren.

Door het ordinale karakter van het begrip economische waarde wordt het hanteren van geaggregeerde grootheden onmogelijk.⁶ Dat heeft consequenties voor het hanteren van begrippen als ‘sociale waarde’, ‘sociale kosten’, ‘totale

5 Voor een aanhanger van de Oostenrijkse School is het per definitie onmogelijk dat handelen ooit een ander doel zou hebben. Indien het uitgangspunt van het recht op vrije zelfbeschikking wordt verlaten, ontstaat een andere situatie.

6 In paragrafen 3.2 en 4.2 van hoofdstuk 3 wordt het ordinale karakter van waarde besproken.

beurswaarde'⁷ en andere begrippen die op sommen zijn gestoeld. Binnen de praxeologische benadering bestaan dergelijke begrippen niet. Dat betekent niet dat het economisch waardebegrip voor een samenleving niet van belang is. Volgens de binnen de Oostenrijkse School levende opvattingen zorgt het gegeven dat ieder subject bij het nemen van rationele beslissingen uitgaat van de beslisregel dat door te handelen waarde moet worden toegevoegd voor een zo goed mogelijke inzet van alle aanwezige hulpbronnen. Met opzet wordt hier gebruik gemaakt van het woord 'goed' en niet van bijvoorbeeld het woord 'efficiënt', omdat daarmee de schijn wordt gewekt dat van kardinale meetbaarheid sprake is. Het woord 'goed' betekent in deze context niet meer of minder dan dat op basis van alle persoonlijke voorkeuren iedereen die positie en situatie heeft bereikt, die op grond van de aanwezige hulpmiddelen ten hoogste kan worden bereikt.

Zoals Hayek betoogt, leidt het individueel toepassen van de economische beslisregel door het coördinerend vermogen van markten tot een ordelijke samenleving: de *kosmos*.⁸ Het is voor de samenleving van belang dat bedrijven, en belangen daarin, kunnen worden overgedragen.⁹ De animo tot ondernemen ontstaat niet alleen door de prikkel van het verwachte resultaat. Ook het gemak waarmee een onderneming kan worden gestart, overgedragen of beëindigd, speelt een rol. Binnen de voortdurend veranderende samenleving zijn flexibiliteit en vrijheid¹⁰ belangrijk. Dat betekent ook dat het opwerpen van belemmeringen bij het overdragen van waarde, bijvoorbeeld belastingen en bureaucratie, vanuit economisch gezichtspunt zoveel mogelijk moet worden vermeden. Onder de *kosmos* van Hayek kunnen de volgende situaties worden gerangschikt: overdracht van ondernemingen en van belangen in bedrijven; over-

7 Het in de praktijk veel gebruikte begrip 'beurswaarde' is uiterst verwarrend. Het kan worden gebruikt om de totale waarde van alle aan een beurs genoteerde aandelen weer te geven. Ook kan het worden gebruikt om de waarde van een onderneming op een bepaald moment te bepalen. Daartoe wordt het aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de koers op dat moment. Koersen zijn echter prijzen en geen waarden. Het is duidelijker als hier het begrip marktkapitalisatie wordt gebruikt. In het eerste geval kan dan worden gesproken over totale marktkapitalisatie. Daarmee verandert het inhoudelijk bezwaar overigens niet.

8 Daarmee volgt Hayek de gedachte van Smith. De laatste wordt gezien als grondlegger van het inzicht dat een markteconomie kan bestaan en dat die economie als het ware wordt geleid door een onzichtbare hand.

9 Ondernemingen en aandelen daarin vormen geen liquide bezit. Op bepaalde momenten kan bij economische subjecten behoefte ontstaan aan liquide middelen en dan is het plezierig als bezittingen op efficiënte wijze te gelde kunnen worden gemaakt. Daarnaast biedt verhandelbaarheid economische subjecten de mogelijkheid om aan de hand van de uit het marktproces voortvloeiende signalen voortdurend eerder genomen beslissingen te herijken en desgewenst aan te passen.

10 Voor het belang van economische vrijheid kan ook worden verwezen naar de economen van de School van Chicago. Bijvoorbeeld het boek *Free to Choose* dat in 1979 door Milton Friedman en Rose Friedman werd gepubliceerd. In het Nederlands vertaald onder de titel *Aan ons de keus* [1981].

dracht van aandelen; fusie en overname; splitsing van bedrijven; management *buy-in*; en management *buy-out*. Deze transacties kunnen in verschillende vormen voorkomen.¹¹ Zo kan sprake zijn van overdracht aan familie of bekenden, maar ook overdracht aan derden is mogelijk. De transacties kunnen worden geïnitieerd vanuit een vriendschappelijke of vijandige situatie. Naast het kopen en verkopen van bedrijven zijn ook (boedel)verdelingen mogelijk. Vrijwillig samenwerken leidt tot wederzijdse voordelen, maar dat impliceert dat de samenwerkende subjecten handelen op basis van een gezamenlijk standpunt en dat daarover, ook in de toekomst, eenheid van opvatting blijft bestaan. Daarvan is in de praktijk geen sprake. Conflicten¹² komen veelvuldig voor en conflicten over economische waarde hebben, omdat partijen uitgaan van de eigen positie en situatie, over het algemeen een lastig karakter. Behalve conflicten tussen samenwerkende partijen kunnen ook conflicten ontstaan met derden. Onrechtmatig handelen kan leiden tot het ontstaan van economische schade en de veroorzaker daarvan wordt wellicht geconfronteerd met een eis tot het betalen van een vergoeding. Daar positie en situatie van partijen hier duidelijk uiteen lopen, komen de door partijen geraadpleegde deskundigen niet zelden tot sterk uiteenlopende bedragen.¹³

Het begrip economische waarde is niet alleen van belang bij het sluiten van transacties en de daaruit volgende consequenties. Ook voor het heffen van belastingen wordt in veel landen gebruik gemaakt van een grondslag die met het woord 'waarde' wordt aangeduid. In Nederland is het begrip 'waarde in het economisch verkeer' bekend. Afgezien van het onhandige karakter van dit begrip¹⁴ is het duidelijk dat ook op dit terrein verschillen van inzicht voor de hand liggen. Tussen waarde en prijs kan, op grond van de gehanteerde beslisregel, een zeer groot verschil bestaan; in de praktijk bepaald geen zeldzame situatie. Wat wordt dan precies bedoeld? Onduidelijkheden liggen voor

11 Uit de genoemde voorbeelden komt duidelijk het grote belang van 'eigendom' (juridische ordening) naar voren voor het laten ontstaan van wat door Hayek *kosmos* wordt genoemd.

12 Conflicten zullen altijd voorkomen, omdat de mens uitgaat van het verbeteren van de eigen positie en situatie. Algemeen belang kan door het ordinale karakter van nut niet bestaan. In de praktijk wordt algemeen belang verward met een deelbelang; een bepaalde groep heeft een bepaalde mening. De uit de vrije markten voortkomende signalen dienen als prikkels om mensen te laten handelen mede met het oog op de belangen van anderen. De opvattingen daarover zijn uiteraard subjectief en dat betekent dat bij het optreden van meningsverschillen sprake moet zijn van een 'scheidsrechter'. Die rol wordt vaak toegewezen aan de overheid, maar het is uiteraard ook mogelijk dat partijen onderling naar een rechter op zoek gaan.

13 Bij geschillen over economische waarde kan een rechtbank overgaan tot het benoemen van een deskundige die de rechter moet voorlichten met betrekking tot de hoogte van de geleden schade. Voor deze deskundige is strikte neutraliteit vanzelfsprekend een vereiste.

14 Het fiscale begrip 'waarde in het economisch verkeer' heeft niets te maken met wat in dit proefschrift economische waarde wordt genoemd. Zoals het gebruik van het woord 'verkeer' aangeeft, is in werkelijkheid sprake van een tot stand gekomen prijs.

de hand.¹⁵ Naast het toepassen van het economisch waardebegrip als heffingsgrondslag kan ook worden gedacht aan moeilijkheden rond inbreng. Stel dat een bestaande onderneming de zetel van de vennootschap naar Nederland overbrengt en daardoor in Nederland vennootschapsbelasting moet gaan betalen. Dit vereist het opstellen van een zogeheten fiscale openningsbalans. Het is duidelijk dat de omvang van de boekhoudkundige waarde van de activa een belangrijke rol speelt. In veel gevallen zal het bedrag dat jaarlijks ten laste van de fiscale winst kan worden afgeschreven daarvan afhangen met alle gevolgen van dien. Voor de desbetreffende onderneming kan dit een stimulans vormen tot het opstellen van zeer ambitieuze toekomstverwachtingen, waarvoor uiteraard aanzienlijke investeringsuitgaven nodig zijn. Om tot een goed oordeel te komen, moet op realistische wijze naar de toekomstverwachtingen worden gekeken. Dat vergt een heldere en onbevangen kijk op zakelijke mogelijkheden. Ambitieuze plannen zijn immers niet per definitie onjuist. De bij het waarderen zo belangrijke individuele omstandigheden zullen zeer zorgvuldig moeten worden onderzocht. Ook in deze gevallen zullen waarderingsdeskundigen een belangrijke rol spelen.

In de voorgaande alinea's is voornamelijk gesproken over de werking van de economie als geheel. Dat betekent niet dat het begrip economische waarde geen rol speelt binnen bepaalde organisatorische eenheden binnen die economie. Het inzicht dat op vrijwillige basis samenwerken betere resultaten oplevert, heeft gezorgd voor het ontstaan van ondernemingen. Deze organisaties kennen over het algemeen geen interne markten, maar treden zelf wel op als marktpartij. Bij het oprichten en besturen van deze organisaties speelt het begrip economische waarde ook een belangrijke rol.

Ondernemingen maken over het algemeen naast eigen vermogen¹⁶ ook gebruik van vreemd vermogen. Bij de verschaffer van vreemd vermogen bestaat behoefte aan inzicht met betrekking tot de te verwachten economische prestaties. Het vermogen dat nu ter beschikking wordt gesteld, kan immers alleen rendabel worden voor de verstrekker als uit de toekomstige geldstroom rente en aflossing op tijd kunnen worden voldaan. Voor het nemen van een goede beslissing is voor de verstrekkers van vreemd vermogen niet alleen de inhoud van het bestaande plan van belang, maar ook de voortgang en prognoses die, door het verstrijken van de tijd, op volgende tijdstippen worden

15 Stel dat voor het vaststellen van de hoogte van de aanslag voor successierechten een aandelenportefeuille wordt gewaardeerd waarin zich ook enkele aandelen bevinden van een gerenommeerde financiële instelling naast een pakket aandelen in een niet ter beurse genoteerde vennootschap. Tijdstip van overlijden (en waarderen) is februari 2008. Op het moment van betalen van de opgelegde aanslag is de stemming op de beurs (kredietcrisis) bepaald anders dan op het moment van overlijden. Daarnaast doet zich nog het verschijnsel voor dat voor de beursaandelen geldt dat prijs en waarde aan elkaar gelijk worden gesteld, terwijl dat voor de niet ter beurse genoteerde aandelen per definitie niet mogelijk is.

16 Economisch is vooral van belang dat op het eigen vermogen, in tegenstelling tot het vreemd vermogen, geen terugbetalingsverplichting rust.

gemaakt ten behoeve van de nog resterende looptijd van het gefinancierde project.

Binnen de spontane ordening van de samenleving komen bewust georganiseerde samenwerkingsvormen voor; *taxis*, volgens Hayek. Binnen ondernemingen en (overheids)instanties bestaan over het algemeen geen markten. Wel is sprake van te bereiken doelstellingen en worden verwachtingen omgezet in formele plannen. Van rationele plannen kan, volgens de aanhangers van de Oostenrijkse School, alleen sprake zijn indien kan worden gecalculeerd. Dat betekent dat ook binnen organisaties vragen ontstaan met betrekking tot de economische waarde van voorgenomen handelingen. Belangrijke investeringsbeslissingen, bijvoorbeeld het uitbreiden van de productiecapaciteit of de vraag of een nieuw product in het assortiment moet worden opgenomen, worden over het algemeen uitgebreid geanalyseerd en becommentarieerd. Economische uitgangspunten zijn daarvoor van groot belang. Het ligt voor de hand dat de genomen beslissingen tijdens de uitvoering daarvan worden gevolgd. Dat is niet alleen het geval met betrekking tot de voortgang, maar ook met betrekking tot de gematerialiseerde resultaten. Het is evident dat het verstandig is de organisatie te sturen op basis van die variabelen die voor het materialiseren van de in het plan geformuleerde verwachtingen van belang zijn.¹⁷ Indien de binnen een organisatie samenwerkende subjecten mede op basis van het gematerialiseerde resultaat worden beloond, is het van belang goed na te denken over wat met resultaat wordt bedoeld. Als de beslissingen worden genomen op basis van het toevoegen van economische waarde, dan is het verstandig ook op die basis te belonen.¹⁸ Zowel *kosmos* als *taxis* kunnen niet zonder economische waarde.

4.3 OBJECT EN DOEL

4.3.1 Het te waarderen object en het doel van die specifieke waardering

Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van de veronderstelling dat alleen mensen tot doelbewust handelen in staat zijn. Objecten zijn derhalve

17 In veel organisaties is dat (nog) nauwelijks het geval. Investeringsbeslissingen worden genomen op basis van de verwachte toegevoegde waarde, terwijl de besturing en de beoordeling van het resultaat plaatsvindt op basis van boekhoudkundige grootheden. De daaruit volgende contaminatie van begrippen draagt niet bij aan het verkrijgen van bestuurbaarheid en het komen tot heldere verantwoording.

18 Het is nog steeds een bekend fenomeen dat niet wordt beloond op basis van geformuleerde doelstellingen. Zo kan omzet worden gebruikt als grondslag voor beloningen, terwijl de organisatie zegt naar toegevoegde waarde te streven. Omzet is echter bepaald niet hetzelfde als vrije geldstroom.

niet in staat opbrengsten te genereren.¹⁹ Toch wordt in de waarderingspraktijk vaak gebruik gemaakt van de uitdrukking ‘economisch object’. Daarmee wordt bedoeld dat een object ten dienste kan staan van het economisch handelen van een mens. Naarmate de mens meer op vrijwillige basis ging samenwerken, hebben bepaalde samenwerkingsvormen, bijvoorbeeld ondernemingen, rechtspersoonlijkheid verkregen. Het is gebruikelijk deze rechtspersonen als object aan te duiden. Strikt genomen zijn alleen subjecten in staat te handelen. Op deze plaats wordt het spraakgebruik gevolgd en gesproken over geldgenererende objecten. Economisch gezien kan echter beter over economische goederen worden gesproken dan over objecten. Carl Menger besteedt het eerste hoofdstuk van zijn *Principles of Economics* aan een uiteenzetting over het begrip ‘goed’. Nadat eerst wordt opgemerkt dat alle dingen onderworpen zijn aan de wet van oorzaak en gevolg, en dat daarop geen uitzonderingen kunnen bestaan,²⁰ komt direct het essentiële karakter van goederen naar voren. “Things that can be placed in a causal connection with the satisfaction of human needs we term useful things.” [Menger 2007 (1981), p. 52] In het Nederlands wordt wel gesproken over nuttigheden, als vertaling van het woord *Nützlichkeiten* dat door Menger wordt gebruikt. Indien meerdere mensen van die nuttigheid zijn overtuigd en indien zij de mogelijkheid (beschikkingsmacht) hebben die nuttigheden daadwerkelijk aan te wenden ter bevrediging van behoeften, dan worden die nuttigheden goederen genoemd. Uit het voorgaande volgt dat het goederenkarakter niet verbonden is aan het goed zelf. Alleen het bestaan van het causale verband (dingen die het vermogen hebben behoeften te bevredigen) maakt een ding tot een goed.

Menger noemt, in navolging van Aristoteles, bepaalde goederen imaginair.²¹ Dat zijn het soort dingen dat, zonder dat zij dienstbaar zijn aan het bevredigen van behoeften, toch door mensen als goederen worden behandeld. Volgens Menger kan dat door twee oorzaken ontstaan: 1. aan een ding worden eigenschappen toegedicht die het in werkelijkheid niet bezit;²² 2. als niet bestaande menselijke behoeften worden aangezien voor wel bestaande behoef-

19 Dit betekent dat bijvoorbeeld ook de vennootschapsbelasting niet door de onderneming wordt betaald, maar door de ondernemer of de aandeelhouders. Dat geldt voor ook lonen en salarissen.

20 De zogeheten ‘oerknal’, hoewel plaatsgevonden ruim voor de geboorte van Menger, was nog niet onder die naam bekend, maar zou als uitzondering op de hier vermelde regel dienen.

21 In paragraaf 4.5 van hoofdstuk 3 komt het begrip imaginair goed aan bod.

22 Zo kan de vraag worden gesteld of bepaalde financiële producten, die voor het ontstaan van de recente kredietcrisis zeer populair waren, in economisch opzicht wel als goederen kunnen worden gekarakteriseerd. Daarbij is niet het feit dat bepaalde producten zijn ‘geflopt’ of op grote schaal zijn verhandeld van belang, maar de vraag of zij, in de termen van Menger, echt in staat waren behoeften te bevredigen. In de praktijk wordt meestal uitgegaan van de veronderstelling dat alles wat in vrijheid wordt verhandeld een economisch goed kan worden genoemd. Naar het inzicht van Menger is dit wellicht iets te gemakkelijk geredeneerd.

ten. Het noodzakelijke causale verband bestaat alleen in de opvatting van individuen [Menger 2007 (1981), p. 53]. Vervolgens noemt hij enkele voorbeelden. Onder de eerste groep vallen naar zijn inzicht ondermeer de meeste cosmetica, tovermiddelen en de meeste geneesmiddelen uit vroeger tijden. Onder de tweede groep rangschikt hij medicijnen voor niet bestaande ziekten, allerlei benodigdheden voor heidense rituelen en afgodendienst alsmede martelwerktuigen en dergelijke.²³

Het lijkt erop dat Menger vooral materiële voorwerpen op het oog heeft. Ook diensten hebben echter het vermogen menselijke behoeften te bevredigen²⁴ en dat geldt ook voor bepaalde samenwerkingsvormen, zoals ondernemingen. Hoewel in dit verband, het woord 'goed' met enige tegenzin wordt gebruikt, erkent Menger volmondig dat ook ondernemingen, goodwill, monopolies, copyrights, patenten, vergunningen en auteursrechten in staat zijn menselijke behoeften te bevredigen [Menger 2007 (1981), p. 54]. In het zakelijk taalgebruik van vandaag wordt veelal over immateriële bezittingen gesproken (*intangibles*; claims). Wat wij tegenwoordig diensten noemen, heet bij Menger *useful actions*. Daarbij geeft hij het volgende voorbeeld: "That someone buys commodities from me, or uses my legal services, is certainly no labor service on his part, but it is nevertheless an action beneficial to me." [Menger 2007 (1981), pp. 54-55] Ook het afzien van bepaalde activiteiten kan nuttig zijn. Als in een dorp met twee artsen één van de twee zijn praktijk stopt, is dat een voordeel voor de overblijvende arts.²⁵ Als deze *useful actions* gezamenlijk worden uitgevoerd, verandert hun karakter niet. Menger besluit de eerste paragraaf van hoofdstuk 1 als volgt:

"(...) all goods can, I think, be divided into the two classes of material goods (including all forces of nature insofar as they are goods) and of useful human actions (and inactions), the most important of which are labor services." [Menger 2007 (1981), p. 55]

23 In de tijd van Menger was het kennelijk gemakkelijk onderscheid te maken tussen goden en afgoden. Het is spijtig dat hij zich hier niet expliciet uitlaat over goederen die exclusief voor oorlogvoering zijn bedoeld. Kapitaalgoederen worden dan niet gebruikt voor het vervaardigen van consumentengoederen die op basis van een vrijwillige keuze worden vernietigd, maar voor goederen die zijn gericht op onvrijwillige vernietiging. In *The Vampire Economy* biedt Reimann [2007] een blik op een economie die zich voorbereidt op oorlog. Bij het toekennen van dergelijke karakteristieken is de valkuil van het 'objectiveren' en moraliseren een reëel gevaar.

24 Ook Böhm-Bawerk wijst in zijn artikel *Whether Rights and Relationships are Economic Goods* [1962] op het economisch belang van rechten en diensten.

25 Het is wellicht beter om het woord dienst hier niet te gebruiken, maar te spreken over een verandering in omstandigheden. Dergelijke veranderingen, die iemand overkomen, zijn voor bepaalde subjecten een voordeel. Bij diensten is sprake van een bewust genomen beslissing.

In zijn *Man, Economy, and State* komt Rothbard in het eerste hoofdstuk tot de volgende vaststelling: "The means to satisfy man's wants are called goods. These goods are all objects of economizing action." [Rothbard 2004, p. 8] Vervolgens maakt Rothbard, evenals Menger, verschil tussen goederen die in staat zijn op directe wijze behoeften te bevredigen en goederen die dat vermogen op een toekomstig tijdstip hebben. De eerste categorie wordt aangeduid met de naam consumentengoederen (goederen van de eerste orde) en de tweede categorie bestaat uit productiefactoren, of productiemiddelen (goederen van hogere orde).²⁶ Het is duidelijk dat consumentengoederen niet uit het niets kunnen verschijnen. Het productieproces maakt het mogelijk, door het combineren van verschillende productiefactoren, dat consumentengoederen kunnen bestaan. Het is evenzeer duidelijk dat de factor tijd voor dit proces onmisbaar is. Het gehele productieproces kan in verschillende fasen worden verdeeld. In de fase die leidt tot het ontstaan van het uiteindelijke consumentengoed (goederen van de eerste orde) wordt gebruik gemaakt van productiefactoren van lagere orde. In de daaraan voorafgaande fasen wordt gebruik gemaakt van productiefactoren van hogere orde. Ook de productiefactoren kunnen worden verdeeld in twee groepen: die factoren die onmiddellijk, primair, ter beschikking staan (bijvoorbeeld land); en de productiefactoren die eerst zelf moeten worden vervaardigd, de zogeheten geproduceerde productiefactoren. Onder de primaire productiefactoren worden natuur (land) en arbeid gerekend. De geproduceerde productiefactoren worden aangeduid met de term kapitaalgoederen [Rothbard 2004, p. 10].

Rothbard spreekt vervolgens over "(...) another unique type of factor of production that is indispensable in every stage of every production process." [Rothbard 2004, p. 11] Hij bedoelt het idee dat achter elk productieproces, en achter elke fase daarvan, schuilgaat. Voor elke doelbewuste actie is een plan nodig; het plan hoe middelen kunnen leiden tot het beoogde doel. Deze ideeën, Rothbard noemt ze *recipes*, hebben een speciale karakteristiek. Als ze eenmaal bekend zijn verdwijnen zij niet. Het recept kan worden opgeschreven en onthouden. Dat betekent dat het geen tweede maal hoeft te worden geproduceerd. Het wordt voor de actor een niet aan slijtage onderhevige, ongelimiteerde, productiefactor. Het is, net als de lucht die wij inademen, een algemene voorwaarde voor menselijke welvaart²⁷ [Rothbard 2004, p. 11]. Aan het eind van het productieproces worden de goederen gewaardeerd, omdat zij kunnen worden geconsumeerd. Door de consumptie wordt de bestaande behoefte bevredigd.²⁸ Alles wat dient tot menselijke behoeftebevrediging wordt uitein-

26 Rothbard verwierpt het onderscheid dat sommige economen maken tussen economische goederen en zogeheten vrije goederen (bijvoorbeeld de lucht die wij inademen). Volgens hem is lucht geen middel, maar een algemene voorwaarde voor menselijke welvaart. Als zodanig is het geen object van handelen.

27 In paragraaf 4.5 van hoofdstuk 3 wordt het bestaan van voorwaarden voor menselijke welvaart in het kader van economische goederen uitgelegd.

28 Het Latijnse *consumere* betekent verteren. Consumptie vernietigt het geproduceerde.

delijk geconsumeerd. Dat geldt zowel voor voedsel als medische verzorging, het genieten van kunst als het bewonen van een huis. Uit het bovenstaande volgt dat goederen van hogere orde alleen worden gewaardeerd om hun vermogen gewenste consumentengoederen voort te brengen²⁹ [Rothbard 2004, p. 12].

Verder merkt Rothbard nog op dat de alomtegenwoordige schaarste aan consumentengoederen noodzakelijkerwijs moet betekenen dat ook de hoeveelheid productiefactoren is begrensd. Dat sluit overigens niet uit dat sommige productiefactoren, de eerder genoemde recepten, ongelimiteerd aanwezig zijn. Mensen zijn voortdurend op zoek naar nieuwe en betere manieren om behoeften te bevredigen. Daarvoor zijn ten minste twee zaken nodig: een groeiende hoeveelheid productiefactoren en de voortdurende verbetering van de recepten.

Voor het produceren van consumentengoederen is altijd meer dan één schaarse productiefactor nodig. Dat volgt impliciet uit het bestaan van doelbewust menselijk handelen. Dat houdt tevens in dat in elke fase van het productieproces het goed op dat moment is ontstaan uit meer dan één schaarse samenwerkende productiefactor van hogere orde, anders zou die fase in het productieproces niet kunnen bestaan [Rothbard 2004, p. 13].

Volgens de opvattingen van de auteurs binnen de Oostenrijkse School kunnen objecten die niet het karakter van economische goederen hebben geen economische waarde vertegenwoordigen. Indien op praxeologische wijze naar economische fenomenen wordt gekeken, dient bij het analyseren daarvan gebruik te worden gemaakt van het methodologisch individualisme. Dan moet bij het beantwoorden van de vraag naar de economische waarde van een bepaald goed voor een bepaald subject worden uitgegaan van het causale verband dat voor de handelende mens bestaat tussen middel en gewenst doel. Ook een specifieke waardering kan alleen op subjectivistische wijze worden begrepen en geanalyseerd. Uitgangspunten en doelstellingen zijn voor actoren verschillend. Dat betekent dat iemand die voor opdrachtgevers waardeert zich eerst dient af te vragen waarom het te waarderen object voor de opdrachtgever van (economisch) belang is. Vervolgens komt de vraag naar omvang van de economische waarde naar voren. Het voorgaande houdt in dat het onmogelijk is te spreken over objectieve waarde. Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van de gedachte dat waarde niet voortkomt uit de aard van een goed, maar uit het nut dat het goed voor een subject vertegenwoordigt. Waarde kan alleen worden begrepen vanuit het standpunt van het handelend subject.

Uit de voorgaande paragraaf blijkt dat waarderen in generieke vorm betrekking heeft op het op rationele wijze kunnen nemen van economische beslissingen. Veel beslissingen zullen in de vorm van een koop- en verkoopovereenkomst worden uitgevoerd. Dergelijke overeenkomsten vinden in het dagelijks leven plaats onder sterk verschillende omstandigheden en tussen

29 In paragraaf 4.5.1 van hoofdstuk 3 wordt het verband tussen goederen van hogere en lagere orde uitgebreid besproken.

verschillende soorten marktpartijen. Ook nu blijft gelden dat een concrete ruilhandeling tussen bepaalde partijen moet worden verklaard. De door partijen ingenomen positie en situatie blijft derhalve van belang. Zo kan een onderneming worden gekocht door het uitbrengen van een openbaar bod op alle uitstaande, en op een beurs genoteerde, aandelen. Een soortgelijke onderneming, waarvan de aandelen niet ter beurse zijn genoteerd, kan ook door middel van een onderhandse transactie worden verkregen. Op het eerste gezicht lijkt sprake van een min of meer identieke transactie, maar die conclusie is niet juist. Niet alleen is een aandeel een geheel ander economisch goed dan een onderneming, ook worden aandelen om geheel andere motieven gekocht dan ondernemingen.³⁰ In feite is sprake van twee gescheiden markten waarop andere marktpartijen actief zijn. Dat uit zich bijvoorbeeld ook in de transactiekosten die gepaard gaan met het kopen van aandelen of het kopen van een onderneming. Ook het tijdsbeslag (tijdwaarde van geld) dat met deze verschillende transacties is gemoeid, laat duidelijk zien dat het belangrijk is onderscheid te maken. Overdragen van waarde gaat daardoor, *ceteris paribus*, altijd gepaard met verlies van economische waarde,³¹ tenzij wordt aangenomen dat sprake is van onmiddellijke overdracht, hetgeen wil zeggen dat het geldgenerend vermogen van het over te dragen object door de overdracht niet wordt beïnvloed. Daarom worden geen transacties uitgevoerd als koper en verkoper uitgaan van dezelfde positie en situatie en op gelijke wijze naar de toekomst kijken.

Voor het bepalen van de economische waarde is het derhalve van belang eerst vast te stellen waaruit het te waarderen object bestaat en welke rol dat object, voor de verkrijger, kan spelen in het toevoegen van waarde. In een op geld gebaseerde markteconomie zal de aandacht allereerst³² uitgaan naar de te verwachten opbrengsten die het te waarderen object kan genereren. In de volgende paragraaf wordt stilgestaan bij de vraag welke opbrengsten moeten worden gebruikt voor het berekenen van de economische waarde. Op deze plaats wordt aandacht geschonken aan de vraag welke opbrengsten aan

30 Binnen de Oostenrijkse School wordt belang gehecht aan de verschillende soorten goederen. In dit verband is het belangrijk onderscheid te maken tussen een onderneming als een te verhandelen goed, of een deel (pakket aandelen) van dezelfde onderneming. Het pakket aandelen is een ander goed dan de onderneming. Dat geldt ook indien opties op aandelen bestaan. Ondernemingen, aandelen daarin en opties op die aandelen zijn drie verschillende goederen die op verschillende markten op grond van verschillende motieven worden verhandeld.

31 Daar positie en situatie van de handelende subjecten in vrijwel alle gevallen verschillend zijn, kan het overdragen van waarde tot additionele economische waardeverschillen leiden.

32 Het is merkwaardig te constateren dat in veel waarderingssliteratuur ruim aandacht wordt geschonken aan het berekenen van de 'juiste' vermogenskostenvoet, terwijl aan de opbrengsten gemakkelijk voorbij wordt gegaan. Indien de opbrengsten tekort schieten, doet de vermogenskostenvoet er niet meer toe. In het boek van Cornell [1993] krijgt het formuleren van de verwachte geldstromen in hoofdstuk 5 betrekkelijk weinig aandacht. Aan het vaststellen van de vermogenskostenvoet wordt een compleet hoofdstuk (7) gewijd.

een object worden toegerekend. Indien het object van waardering een onderneming betreft, dan worden alle aan dat object toe te wijzen opbrengsten in de berekening betrokken. Een onderneming heeft economisch gezien bestaansrecht indien economische waarde wordt toegevoegd. Daarom wordt uitgegaan van netto-opbrengsten. De onderneming bestaat uit samenwerkende productiefactoren die op basis van een plan ter bereiking van een specifiek doel bijeen zijn gebracht. Die bewust aangebrachte samenhang leidt tot de conclusie dat de opbrengsten moeten worden beschouwd als gevolg van die specifieke samenhang. Daarom worden alle netto-opbrengsten op gesaldeerde wijze in de waardering meegenomen. Het feit dat de onderneming wellicht meer dan één product op verschillende markten verhandelt, is in dit geval niet van belang. Ook het gegeven dat uitgaven een verschillende karakteristiek kunnen hebben, bijvoorbeeld uitgaven voortvloeiend uit een lang lopende overeenkomst of uitgaven waarover per moment kan worden beslist, doet in dit geval niet ter zake. Het is de door de ondernemer bijeengebrachte combinatie van samenwerkende productiefactoren die het object van waarden vormen. In de praktijk wordt in dit verband wel gesproken over het *entity-concept*.³³

4.3.1.1 Economische waarde van het eigen en het vreemd vermogen

Voor het financieren van de onderneming zal naast het eigen vermogen ook vaak gebruik worden gemaakt van vreemd vermogen. Zoals het woord 'vreemd' al doet vermoeden, behoort dat vermogen toe aan derden die het tijdelijk, al dan niet langdurig, ter beschikking van de ondernemer hebben gesteld. Op het vreemd vermogen rust, in tegenstelling tot het eigen vermogen, een terugbetalingsplicht. De verschaffer van vreemd vermogen vraagt over het algemeen zekerheden en stelt eisen op grond waarvan het vermogen, tijdelijk, ter beschikking kan blijven van de ondernemer. Voor het waarden heeft dit als consequentie dat het vreemd vermogen separaat wordt gewaardeerd. Op het moment van waarden wordt de economische waarde van het vreemd vermogen bepaald en die waarde wordt in mindering gebracht op de economische waarde van de onderneming. Wat resteert is dan de economische waarde van het eigen vermogen.

Bij het onderhandelen over een eventuele aankoop van de onderneming is het object van onderhandelen het eigen vermogen van de desbetreffende onderneming. Indien een deel van de onderneming wordt gekocht, ontstaan additionele vragen. Daarvan is, ook in dit geval, de belangrijkste: hoe kan hetgeen wordt verkregen bijdragen aan het toevoegen van waarde voor de verkrijger. Indien een belegger zich een aandeel verwerft in het eigen vermogen van een onderneming, dan zal het doel van die belegging gelegen zijn in het

33 Vanuit praxeologisch gezichtspunt is ook het *entity-concept* gebonden aan individuele opvattingen. Het toepassen van dit concept berust derhalve niet op een wet van Meden en Perzen. Het begrip entiteit kent geen vaste (economische) definitie.

verlangen rendement te maken op die belegging. De te verwachten opbrengsten bestaan in dit geval primair uit de te verwachten dividenden. Snel groeiende ondernemingen zullen bij voorkeur het gerealiseerde resultaat herinvesteren en keren derhalve geen dividend uit. De te verwachten opbrengst bestaat dan uit de koers waartegen de aandelen naar verwachting op een toekomstig moment kunnen worden vervreemd.³⁴ Bij het verwerven van een pakket aandelen dat als belegging wordt aangehouden, kan dezelfde redenering worden gevolgd, maar pakketten kunnen ook om andere redenen, bijvoorbeeld invloed en zeggenschap, worden aangeschaft. Ook hier zal uiteindelijk moeten gelden dat de te verkrijgen waarde moet opwegen tegen de te betalen prijs.

Vooral bij fusie en overname wordt veel over synergetische effecten gesproken. Het samenvoegen van productiefactoren kan meer opleveren dan de som der delen.³⁵ Door het gekochte object toe te voegen aan reeds bestaande objecten ontstaat een nieuw object met een waarde die groter is dan de som van de waarde van de afzonderlijke objecten. In dit geval is de verkrijger geïnteresseerd in de waarde die na samenvoeging ontstaat.³⁶

4.3.1.2 Economische waarde en disputen

Ondernemingen kunnen deel uitmaken van een te verdelen boedel, bijvoorbeeld in geval van overlijden of scheiding. In de meeste gevallen worden verdelingsvraagstukken al kibbelend opgelost, soms lopen de emoties hoog op en is professionele hulp geboden. Waarderingsdeskundigen kunnen ook in dergelijke gevallen goede diensten bewijzen. De genoemde uitgangspunten voor het waarderen blijven onverkort van kracht. Uiteraard hebben de *disputatoris* hier vaak tegengestelde belangen. Het ontbinden van de huwelijks-gemeenschap, bijvoorbeeld, gaat vrijwel altijd, maar dit is niet onvermijdelijk, gepaard met het verdelen van zakelijke belangen. In dergelijke gevallen wordt *pro rata parte* gewaardeerd op basis van de economische situatie op het moment waarop de gebeurtenis zich heeft voorgedaan.³⁷

34 In de praktijk wordt vaak gebruik gemaakt van allerlei discounts indien wordt gesproken over het verhandelen van minderheidspakketten. Op dit moment bestaat echter nog geen bevredigende theoretische grondslag voor het bepalen van de hoogte van de toe te passen kortingen. Daar dit proefschrift ingaat op de wijze van waarderen en de kortingen meer prijsbepalend werken, wordt op deze plaats niet verder op die materie ingegaan.

35 Over synergie wordt meer gesproken dan dat het wordt waargenomen. Het samenvoegen van ondernemingen is geen sinecure en gaat onvermijdelijk met additionele uitgaven gepaard. Cultuurverschillen zijn vaak de oorzaak van stroperig verlopende integratieprocessen. Synergie slaat dan om in anergie.

36 Daarmee is de vraag naar de te betalen prijs niet beantwoord. Wel blijft van kracht dat waarde moet worden toegevoegd en dat betekent dat de te betalen prijs onder de te verwachten additionele waarde moet uitkomen.

37 Bij overlijden is dat het moment direct na overlijden. Dit is van belang voor die ondernemingen waarin bijvoorbeeld de directeur-grootaandeelhouder een sleutelrol vervult. Bij echtscheiding wordt vaak uitgegaan van de datum waarop de scheiding is uitgesproken. Econo-

Op vrijwillige basis samenwerken, betekent niet dat sprake is van een wereld zonder onenigheid.³⁸ Over hetgeen is overeengekomen kan worden gedisputeerd. “Partijen maken overeenkomsten of menen rechten te hebben, waar de wederpartij meent andere rechten te hebben of niet de bijbehorende plichten.” [Groeneveld 2006, p. 96] Vervolgens worden de volgende voorbeelden genoemd:

“A meent iets anders te zijn overeengekomen; B meent dat de overeenkomst anders moet worden gelezen; C meent dat zijn garantie niet mag worden aangesproken; D meent dat hij geen schade heeft veroorzaakt; E meent dat de waarde hoger is, of juist lager dan zijn tegenpartij stelt; F meent dat aan de gestelde voorwaarde niet is voldaan; G denkt dat een verplichting pas na de verkoopdatum is ontstaan en niet al vooraf; H meent dat de grondslagen van het kwartaalbericht zouden gelden en niet die van de jaarrekening; I meent dat een overeenkomst nietig is; J meent dat hij geen verwachtingen heeft gewekt en dat hij zich in de Letter of Intent niet heeft gebonden; K meent dat de looptijd wél is verstreken; L meent dat de kwaliteit niet aan de overeengekomen specificaties voldeed; M meent dat (...)” [Groeneveld 2006, p. 96]

Het lijkt niet moeilijk om van mening te verschillen. Disputen kunnen, evenals onrechtmatige handelingen, leiden tot schade. Nu leidt het toebrengen van schade niet als vanzelfsprekend tot het vergoeden daarvan. John Stuart Mill zegt in *Over Vrijheid* het volgende:

“Schade, of de kans op schade toegebracht aan de belangen van anderen, is het enige wat een ingrijpen van de samenleving rechtvaardigt: maar men moet beslist niet denken dat dit daarom ook altijd een dergelijk ingrijpen rechtvaardigt. Dikwijls brengt een individu door een wettig doel na te streven onvermijdelijk, en daarom rechtmatig, verdriet of verlies toe aan anderen, of valt hem iets toe waarvan zij met enige reden hadden kunnen hopen dat zij het zouden krijgen. (...) Iedereen die succes heeft in een beroep met veel concurrenten, of die slaagt voor een vergelijkend examen; iedereen die de voorrang krijgt boven een ander in een strijd om iets waar beiden hun zinnen op gezet hebben, heeft voordeel van het verlies van anderen, van hun vergeefse moeite en hun teleurstelling. (...) Met andere woorden, de samenleving geeft de teleurgestelde mededingers geen recht op vergoeding, wettig of moreel, voor dit soort tegenslagen; zij wil pas tussenbeide komen, wanneer er middelen om te slagen zijn gebruikt die ontoelaatbaar zijn, omdat zij in strijd zijn met het algemene belang – namelijk, fraude, oplichting en geweld.” [Mill 2009, pp. 150-151]

misch gezien is dat een ongelukkig moment, omdat hierdoor voor één van de partijen de mogelijkheid ontstaat de economische waarde te beïnvloeden. In hoofdstuk 5 wordt hierop dieper ingegaan.

38 Zie ook hetgeen in dit hoofdstuk onder paragraaf 2 is opgemerkt.

In veel gevallen zal een rechter of arbitragecommissie zich moeten uitspreken over het al dan niet verwijtbaar zijn van bepaalde handelingen. Als vervolgens blijkt dat tussen verwijtbare handeling en geclaimde schade een causaal verband bestaat, kan schade voor vergoeding in aanmerking komen. De bepaling van de hoogte van de schade gaat daaraan vooraf.

Ook bij deze gevallen ligt het gevaar op de loer dat wordt uitgegaan van boekhoudkundige grootheden. Deze zijn echter lang niet altijd geschikt om als grondslag voor het bepalen van de hoogte van de schade te worden gebruikt. “Door verwijtbaar handelen of juist door nalatigheid kunnen verwachte geldstromen in gevaar komen. Het verbonden risico kan oplopen. Ontvangsten kunnen achterwege blijven. Ook hier zijn weer alle ingrediënten aanwezig voor een economische benadering van de schade.” [Groeneveld 2006, p. 97] Door het toebrengen van schade verandert de positie en situatie van een economisch subject in nadelige zin. Indien een vergoeding wordt toegekend, zal deze van zodanige aard moeten zijn dat daarmee de oorspronkelijke positie en situatie wordt hersteld. Gezien het subjectieve karakter van het economisch waardebegrip vergt dit een uiterst nauwkeurige benadering die volledig recht doet aan de omstandigheden van het geval. De praxeologische benadering, die uitgaat van het methodologisch individualisme, komt hier zeker van pas. Een gemiste opbrengst van bijvoorbeeld één miljoen betekent niet dat nu een economische schade van één miljoen is ontstaan.³⁹ De verleiding is groot dit soort ‘feiten’ als objectief uitgangspunt te nemen.

Schade kan ook worden toegebracht aan mensen. Dat betekent dat een economisch subject als te waarderen object wordt beschouwd. In het kader van dit proefschrift staat economische waarde centraal en daarom wordt hier niet verder ingegaan op lichamelijke en emotionele aspecten die bij letselschade een zeer belangrijke rol spelen. Mensen zijn aanbieders van de productiefactor arbeid. Het opbrengstgenererend vermogen van een individu hangt af van zijn mogelijkheden de aanwezige arbeidskracht economisch te benutten. De economische waarde van een mens, daarbij wordt volledig voorbij gegaan aan zaken als affectieve en emotionele waarde, zit in de potentie tot het laten materialiseren van toekomstige opbrengsten. Als die potentie door verwijtbaar handelen, al dan niet tijdelijk, teloor gaat, verandert de economische positie en situatie van het desbetreffende subject. Ook in dit geval dient, bij het toekennen van een vergoeding, de economische positie en situatie te worden hersteld. Daarnaast zal sprake zijn van vergoeding van de extra uitgaven die zijn ontstaan. Deze laatste zijn uiteraard in beginsel eenmalig en kunnen op basis van externe bronnen worden vastgesteld, omdat sprake zal zijn van gerealiseerde uitgaven. Economische waarde is echter een *ex ante* begrip en

39 De inhoud van het begrip opbrengst en de factor tijd moeten onder meer bij het beantwoorden van de vraag naar de schade worden betrokken.

daarbij kan alleen worden uitgegaan van verwachtingen.⁴⁰ Hennipman [1945, pp. 340-341] zegt het in *Economisch Motief en Economisch Principe* als volgt:

“(...) dat men het economisch beginsel verwezenlijkt kan achten, wanneer het handelen in overeenstemming is met de waardeeringen, zoals die zijn op het oogenblik van het handelen, ongeacht of de aan deze waardeeringen ten grondslag liggende kennis en verwachtingen betreffende de behoeften en de mogelijkheden van behoeftenbevrediging in heden en toekomst al dan niet juist zijn, ongeacht ook of men achteraf deze handelwijze betreurt, of daarbij afwijkt van een vooropgesteld plan, ongeacht ook of het handelen tegenstrijdigheden te zien geeft.”

Zowel natuurlijke personen als rechtspersonen komen in aanraking met de belastingdienst. De fiscus heeft als uitvoeringsorgaan van de overheid invloed op de netto-opbrengsten. Door het heffen van belastingen wordt de economische positie en situatie van belastingplichtigen aangetast. Het ligt voor de hand, op basis van een praxeologische benadering, uit te gaan van de veronderstelling dat economische subjecten zullen proberen de gevolgen van die aantasting zoveel mogelijk te beperken. In de meeste landen vindt belastingheffing plaats op basis van wetten en verordeningen die op rechtmatige wijze tot stand zijn gekomen. Dat betekent niet dat zij niet voor verschillende interpretaties vatbaar zijn. Door jurisprudentie kan een bepaalde uitleg worden vastgelegd. Vanuit het gezichtspunt van belastingen is het hanteren van het economisch waardebegrip vaak lastig.

Wetten en verordeningen winnen aan efficiency indien zij zonder al te veel problemen kunnen worden uitgevoerd. Het is duidelijk dat daarmee het subjectivistische uitgangspunt van economische waarde geweld kan worden aangedaan. Ter wille van de waarneembaarheid gaan wetten en verordeningen vaak uit van hetgeen is gerealiseerd. Dat staat op gespannen voet met het *ex ante* karakter van het begrip economische waarde. Door de veranderlijkheid van het (economisch) leven ontstaat op verschillende momenten, soms zelfs kort na elkaar, een totaal verschillende economische waarde. Daarom is het toepassen van economische waarde als grondslag voor heffingen niet geschikt. Het aantal geschillen zal waarschijnlijk op spectaculaire wijzen stijgen. Voor de uitvoeringspraktijk is het handig gebruik te maken van vaste (waarderings)-data, gerealiseerde resultaten en forfaitaire benaderingen. Als voorbeeld moge dienen het fiscale begrip ‘waarde in het economisch verkeer’. In economische zin is echter geen sprake van waarde, maar van prijs. Bij veel fiscale problemen staan geen waarderungen ter discussie, maar verschillen van inzicht met betrekking tot taxaties. Dat neemt niet weg dat ook in deze gevallen met vrucht gebruik kan worden gemaakt van economische inzichten en benaderingen.

40 Schade is een omvangrijker begrip dan economische schade. Bij het toekennen van een schadevergoeding zal ook rekening moeten worden gehouden met additionele uitgaven die de benadeelde heeft gedaan.

4.3.2 Het calculeren van de verwachte vrije geldstromen

De actoren zullen de meest dringende behoeften het eerst willen bevredigen. Daarvoor is opofferen van middelen, tijd en/of goederen, noodzakelijk. De mens gaat tot daadwerkelijk handelen over indien naar zijn persoonlijk oordeel het opofferen van middelen leidt tot het beoogde doel en indien tevens geldt dat de nieuw verkregen positie en situatie beter is dan die van het uitgangspunt. Door te beslissen zegt de actor dat positie en situatie *B* boven die van *A* wordt gesteld. Door van *A* naar *B* te gaan, wordt waarde toegevoegd. Dit gegeven zorgt ervoor dat het economisch waardebegrip een ordinaal karakter heeft.⁴¹ Dat maakt rekenkundige bewerkingen, zoals sommeren, bijzonder lastig. De uitkomst van het waarderingsproces is niet een concreet getal, maar een rangschikking van mogelijkheden. Bij het waarden ten behoeve van fusie en overname is dat ook duidelijk. De opofferingen, over het algemeen in de praktijk weergegeven door de vermogenskostenvoet,⁴² dienen als besliscriterium. Hetzelfde criterium kan worden gebruikt bij alle investeringsbeslissingen.

Economische waarde kan alleen ontstaan indien opbrengsten worden verwacht. Per definitie is economische waarde een *ex ante* begrip. De eerste vraag die zich voordoet is: welke opbrengsten vormen de basis voor het waarden? Voor boekhoudkundig geschoolden is het winstbegrip vertrouwd en dat leidt tot de gedachte dat een bepaald winstbegrip⁴³ ook bij het waarden als uitgangspunt kan dienen. Naar de opvatting van de Oostenrijkse School is dat niet terecht. De beslisregel die bij het maken van een keuze wordt gehanteerd, zegt dat mensen verwachten dat zij na het handelen in een meer geprefereerde positie en situatie terecht zijn gekomen. Om te handelen moet de actor over middelen kunnen beschikken. In een volledige goedereneconomie betekent dit dat men de beschikking heeft over goederen en/of diensten die kunnen worden geruild. De verbeterde positie en situatie wordt dan gekenschetst door het gegeven dat over meer en/of betere goederen en diensten kan worden beschikt. De vruchten van het veld en de door jagen verkregen dieren zijn opbrengsten die door betrekkelijk simpele handelingen tot stand kunnen komen. Het gevolg is dat voor het bepalen van economische waarde alleen kan worden gewerkt met goederen en diensten of een goed dat specifiek

41 In dit proefschrift wordt met een ordinaal getal een rangorde getal bedoeld en geen hoofdtelwoord (kardinaal getal).

42 Op deze plaats volstaat het te werken met een verder nog niet gespecificeerd begrip. Hier wordt bedoeld dat de vermogensverschaffers die de aankoop van de onderneming mogelijk maken een beloning wensen voor het ter beschikking stellen van hun vermogen. Die vergoeding moet worden betaald uit de extra netto-opbrengsten die door de aankoop worden gegenereerd. Die additionele netto-opbrengsten moeten minimaal gelijk zijn aan de additionele vermogenskosten.

43 Hier ligt al direct verwarring op de loer, omdat vaak niet duidelijk wordt gemaakt van welke winst is uitgegaan. Dat heeft geleid tot allerhande opvattingen waarin: brutowinst; nettowinst; genormaliseerde winst; gerealiseerde winst; verwachte winst; voor verdeling beschikbare winst; uitgekeerde winst; etc. een rol kunnen spelen.

als intermediair goed is ontstaan. Naar de opvattingen binnen de Oostenrijkse School komt voor die rol als intermediair alleen geld in aanmerking.

Geld wordt gezien als vervanger (*proxy*) voor goederen en diensten. Boekhoudkundige winsten, en daarvan afgeleide begrippen, zoals *cash flow* (netto-winst plus afschrijvingen), worden weliswaar in geld uitgedrukt, maar zijn zelf geen geld. Winst heeft geen koopkracht. Door uit te gaan van winst wordt het belang van het daadwerkelijk kunnen handelen (beschikkingsmacht) niet erkend. Voor het vaststellen van de economische waarde van een object zal derhalve moeten worden uitgegaan van geld. Dat levert een complicatie op indien sprake is van zogeheten 'fiatgeld'.⁴⁴

Van het vergroten van de hoeveelheid fiatgeld die in omloop is, kan, als dat nieuw in omloop gebrachte geld ook daadwerkelijk wordt gebruikt, een prijsverhogend effect uitgaan. De koopkracht van het geld verandert en dat maakt intertemporele vergelijkingen gecompliceerd. In de praktijk wordt vaak aangesloten bij de opvatting dat inflatie en deflatie voor iedereen op hetzelfde moment dezelfde invloed hebben. Binnen de Oostenrijkse School wordt die opvatting niet gedeeld. De factor tijd speelt daar een belangrijke rol. Bij de hierboven weergegeven veronderstelling is die factor, naar analogie met de gedachte dat sprake zou kunnen zijn van een algemeen evenwicht, buiten spel gezet. Ook het in omloop brengen van geld is een proces waarmee tijd is gemoeid. Het additioneel 'gecreëerde' geld is niet 'opeens' aanwezig. Het verschijnt, op basis van een bepaald beleid, op een bepaalde plaats voor het eerst in de samenleving. Indien bijvoorbeeld wordt uitgegaan van de veronderstelling dat de werkgelegenheid wordt bevorderd door middel van het aanleggen van nieuwe infrastructuur en de financiering daarvan wordt door monetaire verruiming mogelijk gemaakt, dan zal dat geld via de bedrijven van de aannemers die bij de aanleg zijn betrokken in omloop worden gebracht. Als de economische subjecten zich nog niet realiseren dat meer geld in omloop is gebracht, zullen de prijzen zich nog bevinden op het peil dat van toepassing was voor de geldinjectie. Met andere woorden, de eerste ontvangers van nieuw in omloop gebracht geld profiteren daarvan, omdat hun koopkracht, tijdelijk, stijgt.⁴⁵ Naarmate het voor iedereen duidelijk wordt dat de verandering in de geldhoeveelheid niet synchroon loopt met de voor transacties beschikbare hoeveelheid goederen en diensten zal het tijdelijke koopkrachteffect verdwijnen. Het gevolg is dat monetaire verruiming leidt tot verschuivingen in de welvaart, omdat de schuldeiser ten opzichte van de schuldenaar wordt benadeeld. Daardoor zullen activiteiten ontstaan die niet zijn gebaseerd op reële verande-

44 Onder fiatgeld wordt het geld verstaan dat in omloop wordt gebracht zonder dat sprake is van een vaste standaard die aangeeft wat de verhouding is tussen de monetaire eenheid en een bepaalde hoeveelheid goederen. Onder een zuivere metallieke standaard kan bijvoorbeeld worden gezegd dat 1000 monetaire eenheden gelijk staan, en daadwerkelijk inwisselbaar zijn, tegen 30 gram goud. Zie ook hoofdstuk 3, paragraaf 4.7.

45 Dit effect wordt ook behandeld in paragraaf 4.7 van hoofdstuk 3.

ringen in smaak en opvatting van de consument. Goederengeld kan alleen ontstaan door uit het economisch proces voortkomende impulsen. Het is endogeen aan het economisch proces. Fiatgeld kan echter op exogene wijze binnen het economisch proces worden gebracht, waardoor alle relatieve prijzen en voorkeuren verschuiven.

Verschuivingen en veranderingen die niet berusten op door burgers zelf genomen beslissingen zorgen ervoor dat de informatiekraft van prijzen wordt gecorrumpeerd. Deze prijzen zijn immers niet vrijwillig door zuiver economisch genomen beslissingen in de markt gegenereerd. Vervolgens leidt het ontstaan van inflatie tot het veranderen van alle prijzen, consumentengoederen en productiefactoren, zonder dat vooraf is te bepalen hoe die veranderingen er precies gaan uitzien. In ieder geval is duidelijk dat bij het waarderen in een door fiatgeld geregeerde omgeving rekening moet worden gehouden met veranderingen van de koopkracht. Het geld dat bij het waarderen moet worden gebruikt, dient in staat te zijn de door de verkrijgers gewenste koopkracht uit te oefenen. Hiermee is de vraag nog niet beantwoord welke zich binnen een onderneming voordoende geldstromen nu daadwerkelijk moeten worden gebruikt.

Het is duidelijk dat binnen een samenleving waarin iedereen zelfvoorzienend is (een autarkische 'economie') alleen de door een mens verrichte arbeid productief kan worden genoemd. Strikt genomen komt in dergelijke samenleving ruilen niet voor. Als het besef ontstaat dat door ruilen een meer geprefereerde positie en situatie kan ontstaan, levert handelen toegevoegde waarde op. Op het moment dat binnen de samenleving sprake is van arbeidsverdeling (specialisatie) wordt de mogelijkheid tot toevoegen van waarde aanmerkelijk vergroot. Door de wens de bestaande positie en situatie te verbeteren, worden ingewikkelde ruiltransacties in het leven geroepen die uiteindelijk uitmonden in het laten ontstaan van zeer gespecialiseerde markten en marktpartijen. Ondernemers en vermogensverschaffers gaan hun eigen rol spelen. De beslisregel is voor beiden echter gelijk: de wens de eigen positie en situatie te verbeteren. In een situatie waarin 'echt' geld (geld met het karakter van goederen) bestaat, kan dat streven worden samengevat onder de noemer 'maken van geld'. Dit geld kan alleen bestaan doordat ook anderen binnen de economische samenleving productief zijn. Geld kan in een dergelijk geval worden gezien als een claim op het producerend vermogen van een medemens. Dit doel valt echter alleen te bereiken indien in de ogen van anderen waarde kan worden toegevoegd. Dat is alleen mogelijk als het te verkrijgen goed, in de subjectieve ogen van de verkrijger, meer waarde oplevert

dan het daarvoor op te offeren goed. Daarom geldt economisch gezien dat het creëren van waarde het ultieme doel is van ondernemen.⁴⁶

Door het ontstaan van gespecialiseerde organisaties wordt het nodig om tussen die organisaties een coördinerende rol te laten ontstaan. Die rol wordt zowel ex- als intern gespeeld. Extern, omdat tussen de verschillende organisaties ruilhandelingen bestaan en intern, omdat binnen de organisatie zodanig moet worden gehandeld dat economische waarde kan worden toegevoegd. De wens tot het laten ontstaan van economische waarde drijft de ondernemer tot rusteloos handelen; constant vernieuwen en veranderen. De hierna volgende beschouwing is voor een deel gebaseerd op hetgeen Reisman in *Capitalism* naar voren brengt [Reisman 1996, pp. 123-170]. De ondernemer is de motor van de economische vooruitgang.⁴⁷ Doordat alle ondernemers tegelijk naar die vooruitgang streven, ontstaat competitie en het gevolg daarvan is een steeds betere benutting van de aanwezige middelen. Arbeidsverdeling laat meer arbeidsverdeling ontstaan. Daarom is in de loop van de geschiedenis een belangrijke rol ontstaan voor de verschaffers van vermogen. Vermogensverschaffers spelen een specialistische rol waardoor een specifieke productiestructuur kan ontstaan. Voor het produceren van consumentengoederen (goederen van de eerste orde) worden steeds meer kapitaalgoederen (goederen van hogere orde) ingezet.

Binnen de Oostenrijkse School speelt de specifieke productiestructuur een belangrijke rol. Vanzelfsprekend speelt de factor tijd hier de eerste viool. De weg die een product of dienst moet afleggen om uiteindelijk geconsumeerd te kunnen worden, kost tijd. In sommige gevallen, bijvoorbeeld bosbouw, zijn tientallen jaren nodig voordat de consument in staat is het desbetreffende product aan te schaffen. Indien geen arbeidsverdeling zou bestaan, is het logisch gevolg dat de producent lang moet wachten voordat een inkomende geldstroom ontstaat. Deze kan immers alleen ontstaan als de consument tot betaling overgaat. Het is duidelijk dat onder dergelijke omstandigheden een groot deel van onze huidige producten niet zou worden geproduceerd. Het probleem wordt opgelost door het bestaan van vermogensverschaffers. Deze maken het mogelijk dat tussentijds kan worden afgerekend. In die zin maken zij het vervaardigen van economische calculaties gemakkelijker. Zij vermin-

46 Het woord doel kan in dit verband aanleiding geven tot misverstanden; met name als het causale karakter van waarde uit het oog wordt verloren. Toegevoegde waarde kan alleen ontstaan indien een economisch subject op vrijwillige basis tot de vaststelling komt dat het bezit van een bepaald goed voor hem van belang is. Economische waarde kan niet ontstaan zonder eerst de belangen van de consument te dienen. Indien economische waarde zich materialiseert, is dat het bewijs dat als gevolg van het voldoen aan de wensen van verlangens van anderen waarde is toegevoegd.

47 De overheid kan hier wellicht een enthousiasmerende rol spelen, maar de overheid zelf is niet anders dan een herverdelingsmechanisme en derhalve niet in staat economische waarde te creëren. Naar het inzicht van de Oostenrijkers kan de overheid ook niet over de daartoe benodigde kennis beschikken. Kennis is niet te centraliseren, maar komt via het marktproces tot stand.

deren het risico en maken het gemakkelijker met onzekerheid om te gaan. Het zijn ook de vermogensverschaffers die het mogelijk maken dat de factor arbeid op basis van regelmatig terugkerende loonbetalingen wordt beloond. Met betrekking tot het verschaffen van vermogen is het van groot belang dat binnen een op arbeidsverdeling gerichte samenleving voldoende wordt gespaard. Afgezien van geldschepping, kunnen alleen besparingen de ondernemer in staat stellen tot het doen van investeringen en het verrichten van productieve uitgaven, zoals het betalen van lonen en salarissen. In die zin bestaan werknemers dankzij het bestaan van ondernemers en vermogensverschaffers. Reisman vat het als volgt samen:

“Thus, in these ways – namely, the introduction of continuous improvements in products and methods of production and the achievement of capital accumulation both through saving and productive expenditure and the efficient use of already existing capital goods – the activities of businessmen and capitalists bring about a progressive improvement in the efficiency of production under the division of labor.” [Reisman 1996, p. 464]

De financiële wereld levert een essentiële bijdrage met betrekking tot het verhogen van de levensstandaard. Economische subjecten krijgen de beschikking over steeds meer en betere goederen en diensten. Het bestaan van financiële markten en instituties zorgt voor meer toegevoegde economische waarde. Door het inzetten van meer vermogen kan een hogere specialisatiegraad ontstaan. Daardoor worden de aanwezige middelen beter benut. Daar ook de vermogensverschaffers streven naar verbetering van hun positie en situatie zal de tendens bestaan om vermogen toe te wijzen aan die mogelijkheden die de hoogste verwachte opbrengst beloven. De vermogensmarkt maakt het tevens mogelijk geld te verdienen door het ter beschikking stellen van vermogen anders dan in een eigen onderneming. De vermogensverschaffers krijgen daarvoor een vergoeding die bekend staat onder de naam vermogenskosten.⁴⁸ Dit zijn voor de ondernemer noodzakelijke uitgaven. Indien de verschaffers niet op adequate wijze worden beloond, stellen zij geen vermogen ter beschikking en kan de onderneming niet (blijven) bestaan.⁴⁹

48 Zoals wel meer voorkomt in de economische wetenschap belicht een gebruikt woord slechts één kant van de medaille. De handelingen van economische subjecten zijn consumptief of productief van aard, maar het is onmogelijk te consumeren indien niet eerst een goed is geproduceerd. Binnen de onderneming wordt over vermogenskosten gesproken, maar deze vormen voor de verschaffers de opbrengst uit beleggingen.

49 Met vermogenskosten wordt de in monetaire termen uitgedrukte vergoeding bedoeld die de verschaffers van vermogen voor het ter beschikking stellen daarvan verwachten. De vermogenskosten worden over het algemeen uitgedrukt in een percentage (kostenvoet). De vergoeding wordt berekend over de economische waarde van het ter beschikking gestelde vermogen. De vermogenskosten worden op jaarbasis berekend, maar niet noodzakelijkerwijs betaald. In veel gevallen zal de ondernemer de resultaten willen herinvesteren.

Het bestaan van vermogensmarkten zorgt ervoor dat besparingen (het niet consumeren van inkomen) worden belegd en niet worden onttrokken aan het marktproces, hetgeen zou gebeuren indien de economische subjecten gaan oppotten. Doordat besparingen in de vorm van eigen vermogen of vreemd vermogen ter beschikking worden gesteld (beleggen), kunnen die uitbreiden door het in monetaire vorm verkregen vermogen in kapitaalgoederen te transformeren. De arbeidsproductiviteit stijgt daardoor en dat leidt weer tot het tewerkstellen van meer arbeid en het betalen van meer lonen en salarissen. De vermogensmarkt heeft echter nog een belangrijke taak. Niet alleen kunnen beleggers op die wijze deel nemen aan de economie, het maakt deelname ook betrekkelijk eenvoudig. De beurzen spelen daarbij een niet te onderschatten rol. Zij zorgen allereerst voor een mogelijkheid om op vrij eenvoudige wijze eigendomstitels te verhandelen.⁵⁰ Bewijzen van aandeel in het vermogen van ondernemingen kunnen worden verhandeld zonder dat de onderneming daar zelf bij betrokken is. Zonder die mogelijkheid zou wellicht veel minder vermogen ter beschikking worden gesteld met alle gevolgen van dien voor de productiviteit. In veel samenlevingen is het voor de belegger mogelijk de ter beschikking staande eigendomstitels te gebruiken als onderpand voor het verkrijgen van een lening. Ook deze faciliteit maakt het mogelijk meer kapitaalgoederen aan de reeds bestaande toe te voegen. Door het productief gebruik van het ter beschikking gestelde vermogen is de markt voor aandelen, een deel van de totale vermogensmarkt, geen *zero-sum*⁵¹ game. Iedere belegger kan op deze wijze meegenieten van de voortdurende groei van de welvaart. Door de belangrijke rol die de vermogensmarkt speelt, is het natuurlijk ook van belang dat de toegang tot die markt zonder veel problemen kan plaatsvinden. Voor beleggers, die als verschaffers van vermogen nu eenmaal een andere rol spelen dan de investerende ondernemer, is het van grote betekenis dat zij onverwijd, zonder veel problemen en kosten, hun beleggingen te gelde kunnen maken.⁵²

De op de beurzen tot stand gekomen prijzen vervullen, zoals alle prijzen, een belangrijke rol als economisch signaal. Bij bepaalde beslissingen, zoals het uitgeven van additionele aandelen en overnames die met aandelen worden

50 Daar op het eigen vermogen (aandelen) geen terugbetalingsplicht rust, is verkopen de enige mogelijkheid om bij veranderende inzichten weer over geld te kunnen beschikken.

51 Een situatie waarin de verliezen van de één precies gelijk zijn aan de winsten van de ander.

52 Tijdens roerige tijden gaan vaak stemmen op die pleiten voor het aan banden leggen van de handel op de beurs. Te denken is in dit verband aan het tijdelijk sluiten van de beurs; het beperken van de tijd waarin kan worden gehandeld; of het verbieden van de handel in bepaalde financiële producten. Economisch gezien lijkt dit, gezien de functie van de beurs, niet verstandig, omdat daardoor het gevaar ontstaat dat niet alle ter beschikking staande besparingen op waarde toevoegende wijze in kapitaalgoederen worden omgezet. Verder wordt kennelijk uitgegaan van de gedachte dat overheden of toezichhouders beter in staat zijn te beoordelen wat zich op de beurzen afspeelt dan de op de beurs acterende, gespecialiseerde, marktpartijen. Ingrijpen zorgt voor veranderingen in positie en situatie die niet op grond van de subjectieve voorkeur van actoren tot stand zijn gekomen.

betaald, is de hoogte van de koers vaak doorslaggevend. De toegang tot de vermogensmarkt maakt het mogelijk om relatief snel te groeien. De enige andere bron van eigen vermogen wordt gevormd door het herinvesteren van ingehouden resultaten. Daardoor zijn succesrijke ondernemers in staat op snelle wijze verbeteringen en vernieuwingen door te voeren. Een hoge koers is dan een teken van succes. De koers kan echter ook duidelijk maken dat sommige ondernemers niet aan de verwachtingen voldoen. Lage koersen kunnen het resultaat zijn van tegenvallende resultaten. De beleggers zullen daarop reageren door maatregelen te eisen. De lage koers geeft een signaal aan anderen dat de mogelijkheid is ontstaan het beter te doen dan de huidige ondernemer. Als een nieuwe eigenaar kans ziet, op grond van andere verwachtingen, de aanwezige kapitaalgoederen op meer waardevolle wijze te benutten, komen meer subjecten in een betere positie en situatie. Dat geldt ook voor de aanwezige medewerkers die wellicht zullen moeten omzien naar ander werk. Hun aanwezigheid binnen een andere onderneming, waar zij wel waardetoevoegend kunnen worden ingezet, werkt welvaartsverhogend. Indien binnen een waardevernietigende omgeving productiefactoren, dus ook arbeid, worden ingezet, komen niet gewenste goederen en diensten tot stand.

Voor het laten ontstaan en in stand houden van ondernemingen zijn vermogensverschaffers onontbeerlijk. Dat is de reden dat voor het bepalen van de economische waarde van een onderneming gebruik wordt gemaakt van de zogeheten 'vrije geldstroom' (*Free Cash Flow*). Dat is immers de geldstroom die ter beschikking kan worden gesteld aan alle vermogensverschaffers. Bij het vaststellen van de hoogte daarvan wordt uitgegaan van de gedachte dat de onderneming dient te blijven bestaan, onder de voorwaarde dat sprake is van waardetoevoegende activiteiten. Dat betekent dat rekening wordt gehouden met de voor het voortbestaan noodzakelijke investeringen. De vrije geldstroom ontstaat uit de operationele activiteiten van de onderneming en wordt in financiële zin geheel benut. De verschaffers van het vreemd vermogen krijgen uit de vrije geldstroom rente en aflossing. De verschaffers van eigen vermogen krijgen of dividend of hun 'deel' wordt ingehouden en opnieuw ingezet op basis van de verwachting dat economische waarde kan worden toegevoegd. De vrije geldstroom is in de meeste gevallen de belangrijkste maatstaf voor het beoordelen van de mate van economisch succes.

De marginale, additionele, opbrengsten vormen derhalve voor zowel ondernemers als vermogensverschaffers de leidraad voor handelen. Ook het verschaffen van vermogen is een ondernemende activiteit. Waarderend ondernemen en ondernemend waarderden zijn niet van elkaar te scheiden.

4.3.3 De omvang van de reeks vrije geldstromen

In dit proefschrift wordt uitgegaan van de gedachte dat het ons bekende universum eindig is. Daar het logisch gezien niet mogelijk is dat iets eindigs

iets oneindigs bevat, komt ook aan alle economische waarde een eind. Bij natuurlijke personen is de eindigheid van het aards bestaan voor iedereen eenvoudig vast te stellen. Ook voor de door de mens vervaardigde materiële goederen, zowel consumenten- als kapitaalgoederen, is een bepaalde verwachte levensduur vast te stellen. Indien de onderneming als economisch goed wordt beschouwd, en op grond van de inzichten van de Oostenrijkse School bestaat daartegen geen bezwaar, ontstaat een complicatie. Veel ondernemingen behoren toe aan een rechtspersoon. Rechtspersonen kennen echter geen bepaalde levensduur, maar worden geacht op basis van continuïteit te bestaan. Die gedachte kan echter, bij lichtvaardige interpretatie, tot toepassingsproblemen leiden bij het vaststellen van de waarde van de onderneming. Het gegeven dat een vennootschap juridisch gezien een schier oneindige levensduur kan bezitten, betekent niet automatisch dat de tot de vennootschap behorende onderneming ook op een oneindige levensduur mag rekenen.⁵³ Sommige ondernemingen bestaan eeuwen, maar andere gaan binnen een jaar failliet.⁵⁴ Toch wordt in de praktijk vaak uitgegaan van de verwachting dat de onderneming tot in lengte van jaren netto-opbrengsten blijft genereren. Dat maant tot behoedzaamheid. Zeker indien sprake is van afhankelijkheid van bepaalde kennis en vaardigheden of indien sprake is van een goed dat slechts voor een bepaalde periode van economisch belang kan zijn. Wellicht kan de bestaande combinatie van productiefactoren op andere wijze worden benut, maar herinzetten zal in ieder geval gepaard gaan met tijdverlies en wellicht ook extra uitgaven vergen.

Veel ondernemingen bestaan op basis van overeenkomsten (bijvoorbeeld agentuur en franchise) van bepaalde duur. Bij het waarderen dient dan een verwachting te worden geformuleerd met betrekking tot de mogelijkheden die ontstaan indien de overeenkomst niet wordt verlengd. De wens tot het toevoegen van economische waarde is ook in dit geval bepalend voor het gedrag van de koper. Het te kopen object zal naar verwachting gedurende een bepaalde periode voor de koper van belang zijn. Als eerste dient inzicht te worden verkregen in de economische waarde die betrekking heeft op die periode. Dat betekent niet dat de aanwezige productiemiddelen daarna geen waarde hebben. Zelfs als de huidige eigenaar na verloop van die periode geen belang meer hecht aan het bezit van de productiefactoren dan is het altijd mogelijk dat een derde daar wel belang aan hecht en kan tot vervreemding worden overgegaan. Ook geldt dat de ondernemer zicht moet hebben op wat naar verwachting in de toekomst te gebeuren staat. In het geval van vervreem-

53 Cornell [1993, pp. 100 en 144] gaat simpelweg uit van het gegeven dat de meeste ondernemingen een oneindige levensduur hebben. Ook Koller *et al.* [2005, pp. 271-291] besteedt ruim aandacht aan het berekenen van de *continuing value*, maar de vraag naar het waarom komt nauwelijks aan bod.

54 Zoals de laatste jaren valt waar te nemen, kan ook het bestaan van conjunctuurgolven tot gevolg hebben dat op lange termijn gerichte verwachtingen schielijk moeten worden bijgesteld.

ding moet hij daarenboven nog een verwachting formuleren over hoe derden op dat moment zouden waarderen.

Binnen de Oostenrijkse School wordt benadrukt dat ondernemen, en als gevolg ook de daaruit voortvloeiende resultaten, geen kansspel is. Ook hebben ondernemingen een zeer heterogeen karakter. Daardoor is het, naar analogie met actuariële benaderingen, niet zinrijk een 'sterftetafel' van ondernemingen te construeren, nog afgezien van het feit dat dit slechts inzicht zou verschaffen in de *class probability*. Dat zorgt ervoor dat, met betrekking tot het waarderen van een individuele onderneming (de *case*), het probleem van de schatting van de levensduur blijft bestaan. Het is vruchtbaarder uit te gaan van het actuele plan waarop de onderneming wordt gedreven en dat plan op zowel levensvatbaarheid als mogelijke levensduur te beoordelen. Daarbij moet ongebreideld optimisme en duister pessimisme worden vermeden. Handelen vindt nu eenmaal altijd plaats op basis van onzekere verwachtingen. Daar valt niet aan te ontkomen en daarbij past een zo realistisch mogelijke benadering. Uitgangspunt vormt de onderliggende structuur van de onderneming. Vervolgens wordt die structuur geplaatst in de context van de markteconomie met alle signalen die daar van uitgaan. Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van een competitieve marktstructuur. Dat betekent dat het niet voor de hand liggend is te veronderstellen dat de te waarderen onderneming ook op lange termijn tot het maken van economische winst in staat zal zijn. Een dergelijke veronderstelling is alleen mogelijk als aan de voorwaarde is voldaan dat de ondernemer ook in de toekomst steeds voldoende wegen kan vinden om aan de veranderende wensen van de consumenten tegemoet te komen. Dat is vanzelfsprekend niet onmogelijk, maar het vereist het aanwezig zijn, en blijven, van specifieke kennis en ervaring. De Oostenrijkers gaan uit van de gedachte dat economische winst op een 'schattingsfout' berust. Als de gematerialiseerde geldstromen precies gelijk zijn aan de verwachting wordt geen economische waarde toegevoegd. Het coördinerend vermogen van de markteconomie zal er na verloop van tijd voor zorgen dat alleen de inzet van productiefactoren wordt beloond. Bij het benaderen van de levensduur van de onderneming kan dit uitgangspunt behulpzaam zijn. Als uit gedegen onderzoek blijkt dat de onderneming over voldoende kracht beschikt om ook op langere termijn te blijven bestaan, dan zal dat moeten betekenen dat in ieder geval sprake is van een situatie waarin de operationele netto-opbrengsten groot genoeg zijn om de verschaffers van het vermogen de door hen gewenste vergoeding te betalen. Door dat te benadrukken wordt het gevaar om zonder veel nadenken uit te gaan van een oneindige reeks opbrengsten verminderd.

4.3.4 Onzekerheid omtrent verwachtingen en welk deel daarvan is te calculeren

Het onderscheid tussen onzekerheid en risico speelt binnen de Oostenrijkse School een belangrijke rol. Daarbij wordt uitgegaan van de gedachte dat risico een kwantiteit is. Dat maakt het mogelijk risico in beginsel uit te besteden. Het bestaan van verzekeringsmaatschappijen en termijnmarkten illustreert dit. Vanzelfsprekend heeft de ondernemer de vrije keus om al dan niet tot uitbesteding over te gaan. Uitbesteding van risico is niet gratis en de daarvoor te verrichten betalingen laten de netto-opbrengsten dalen. Ook als de ondernemer niet tot uitbesteden overgaat, moet het lopen van risico worden beloond. Dat betekent dat een deel van hetgeen boekhoudkundige winst wordt genoemd in ieder geval geen deel uitmaakt van eventueel bestaande economische winst. Het is een vergoeding voor het lopen van risico en dat is naar de opvattingen van de Oostenrijkse School iets anders dan economische winst, omdat het in beginsel kan worden verkocht. Onzekerheid kan in tegenstelling tot risico niet worden verkocht.

Ondernemers zien dingen die een ander niet ziet en zijn vervolgens bereid op basis van die visie te handelen. Vanzelfsprekend ziet de ondernemer ook dat de op basis van een plan geformuleerde verwachtingen over het algemeen niet zo zullen materialiseren als verwacht. Op grond van zijn kennis en ervaring komt hij echter tot het oordeel dat hij, beter dan anderen, met die onzekerheid kan omgaan. Volgens de opvattingen binnen de Oostenrijkse School is ondernemen geen kansspel en zoekt de ondernemer het risico niet op. Op basis van de subjectivistische uitgangspunten van de Oostenrijkse School is eveneens vast te stellen dat inzichten over risico en onzekerheid van mens tot mens zullen verschillen. Dat betekent derhalve dat het trachten te calculeren van min of meer algemeen geldige risicopremies vanuit theoretisch opzicht geen begaanbare weg oplevert.⁵⁵ Risico en onzekerheid zijn beide subjectief van karakter en dat heeft als consequentie dat evenals schoonheid ook risico en onzekerheid moeten worden geanalyseerd door de ogen der beschouwers.

Vermogensverschaffers zullen door de ondernemer moeten worden overtuigd dat hij in staat is op adequate wijze om te gaan met de ongewisheden van het zakelijk leven. Daarom zal in het door de ondernemer gepresenteerde plan altijd moeten worden gesproken over de kwaliteit van de daarin uitgesproken verwachtingen en factoren die van invloed kunnen zijn op de uitkomst. Sommige factoren zijn door ter zake kundige mensen op betrekkelijk eenvoudige wijze te beïnvloeden. Daarom zullen vermogensverschaffers ruim aandacht schenken aan de kwaliteit van de ondernemer. Andere factoren onttrekken zich geheel aan de invloedssfeer van de ondernemer, bijvoorbeeld

55 In de praktijk wordt wel met dergelijke opslagen gewerkt. Daar geldt vaak dat theoretisch tekortschieten ondergeschikt wordt gemaakt aan beschikbaarheid; het argument dat geen alternatief voorhanden is.

onverwachte veranderingen in de stand van de rente of veranderingen in wisselkoersen. Voor zover sprake is van risico, en derhalve van verhandelbaarheid, kan op basis van een berekening worden geanalyseerd of het uitbesteden van dit risico uit economisch perspectief zinrijk is. Als de ondernemer besluit tot uitbesteden, zal een prijs zijn verschuldigd en daardoor zal de netto-opbrengst, en als gevolg de economische waarde, dalen. Dat betekent dat bij niet uitbesteden het risico bij de ondernemer ligt. De ondernemer zal daarvoor een marktconforme vergoeding moeten ontvangen.

Wat overblijft zijn de soms sterk wisselende beloningen voor het handelen onder onzekerheid. Zij berusten immers op schattingsfouten. Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van de gedachte dat de markteconomie wordt gekarakteriseerd door voortdurende aanpassingsprocessen. De wellicht bestaande tendens naar stabiliteit zal nooit in een situatie eindigen waarin helemaal niet meer wordt gehandeld. Mensen die onder dergelijke omstandigheden 'zicht' kunnen hebben op wat te gebeuren staat, krijgen als vergoeding de economische winst van de onderneming.

Op grond van het bovenstaande kan een indeling worden gemaakt, die als hulpmiddel kan dienen bij het analyseren van onzekerheid en risico. De hieronder volgende uiteenzetting steunt in hoge mate op hetgeen Langlois [1994, pp. 118-121] over *risk* en *uncertainty* schrijft in *The Elgar Companion to Austrian Economics*. Langlois gaat uit van het volgende schema:

Parametric uncertainty		Structural uncertainty
Subjective probability		
Objective Probability ‘Class probability’ ‘Risk’	‘Case probability’	Structure of decision Problem unknown
	Non-seriable events	Not all states of the world known
	But states of the world known	Novelty and entrepreneurship

Bron: Langlois [1994, p. 120]

Van te calculeren onzekerheid (risico) is sprake indien een objectieve kansverdeling kan worden gemaakt. Stel dat wij beschikken over een vat gevuld met identieke ballen waarvan alleen de kleur verschillend is. De verdeling is gegeven, namelijk 100 witte en 400 zwarte ballen. Indien nu op zuivere wijze, dit klinkt simpeler dan het is, een aantal steekproeven wordt genomen, zal blijken dat de daaruit verkregen uitkomsten de gegeven verdeling weerspiege-

len. Voor de economische wetenschap is deze benadering weinig praktisch. Niet alleen beschikken ondernemers over te weinig gegevens, ook de vereiste herhaalbaarheid maakt geen deel uit van de economische realiteit. Objectieve kansverdelingen gaan uit van materiële waarneembaarheid. Als dit standpunt wordt losgelaten en wordt uitgegaan van de gedachte dat onzekerheid vooral een mentale categorie is, kan worden gewerkt met subjectieve kansverdelingen. Dat laat calculeren toe en kan zelfs worden toegepast op eenmalige gebeurtenissen.

Uitgaande van onvolkomen kennis kan, op grond van de wel aanwezige kennis, een subjectieve schatting worden gemaakt met betrekking tot een te verwachten uitkomst. Met betrekking tot economische vraagstukken levert dit een begaanbare weg op indien actoren zich bewust zijn, en blijven, van het subjectieve karakter van *hun* kansverdeling. In dit geval wordt, net als bij objectieve kansverdelingen, uitgegaan van de veronderstelling dat de materiële structuur, die met betrekking tot de te nemen beslissing bestaat, bekend is. Vrijwel alle modelmatige benaderingen van economische vraagstukken gaan hiervan uit. De wereld lijkt bestuurbaar, omdat wordt uitgegaan van de veronderstelling dat alle factoren die invloed kunnen uitoefenen min of meer bekend zijn. Met betrekking tot economische vraagstukken is dat bepaald geen voor de hand liggende gedachte. Nu kan noch een objectieve noch een subjectieve kansverdeling worden geconstrueerd. Dit wordt in de Engelstalige literatuur aangeduid met *partial ignorance*, *radical uncertainty* of *structural uncertainty*. Voor de beslisser zijn zowel de structuur van het vraagstuk als de mogelijke uitkomsten niet (geheel) bekend. De uitkomsten van innovatief, creatief, ondernemerschap zijn niet in kansverdelingen te vangen. Ondernemen gaat onvermijdelijk gepaard met handelen onder onzekerheid en de daarvoor bestemde beloning wordt economische winst genoemd. De actoren zullen zich een oordeel moeten vormen over de mogelijkheden dat 'schattingsfouten' ook in de toekomst voor zullen komen. Daar zondermeer vanuit gaan, doet onrecht aan de kracht van de economische dynamiek.

4.3.5 Calculeren van verwachte vrije geldstromen naar huidige (contante) waarde

Het waardebegrip uit de Oostenrijkse School vormt de basis van het in dit proefschrift centraal staande begrip 'economische waarde'. De handelende mens vormt, praxeologisch gezien, het uitgangspunt van de analyse. Als wordt gesproken over de economische waarde van een onderneming betekent dit dat de onderneming kan worden gezien als een economisch goed. Een goed dat van belang kan zijn voor een mens bij het streven naar toegevoegde waarde. Daaruit volgt de vraag welke economische waarde een onderneming vertegenwoordigt. Een onderneming is een goed van hogere orde. Volgens de Oostenrijkse School ontleent een goed van hogere orde waarde aan het

feit dat wordt meegewerkt aan het produceren van consumentengoederen. De door de onderneming gegenereerde opbrengsten vormen het bewijs dat klanten bereid zijn om op basis van vrijwilligheid geld te betalen voor de door de onderneming geproduceerde goederen of diensten. In dit hoofdstuk is eerder vastgesteld dat het te gebruiken opbrengstbegrip wordt weergegeven door de vrije geldstroom van de onderneming. Daarmee is echter nog niet alles gezegd. Indien van tijdvoorkeur geen sprake zou zijn, is de waarde van de onderneming te berekenen door het sommeren van alle te verwachten vrije geldstromen.

In de opvattingen van de Oostenrijkse School speelt het bestaan van menselijke tijdvoorkeur een sleutelrol. Mensen begeren nu eenmaal zo snel mogelijk de door hen geprefereerde positie en situatie. Het gevolg van die opvatting is dat toekomstige goederen en diensten een lagere waardering krijgen dan huidige. Door middel van de rekenkundige techniek van het disconteren (contant maken) is het mogelijk toekomstige geldopbrengsten uit te drukken in de economische waarde van vandaag. De daarbij te gebruiken disconteringsvoet bestaat in beginsel uit rente en een opslag voor risico. Indien in eerste instantie van inflatie wordt afgezien, bestaat rente omdat de handelende mens uitgaat van tijdvoorkeur. In een geldloze samenleving zou dit neerkomen op de verhouding tussen een hoeveelheid van een bepaald goed op dit moment ten opzichte van andere hoeveelheid van hetzelfde goed op een moment in de toekomst.⁵⁶ Tien zakken graan nu worden, bijvoorbeeld op basis van een rente van tien procent, gelijk gesteld aan elf zakken graan over precies een jaar. Door de coördinerende werking van de markteconomie zal uiteindelijk een uniforme rentestand (natuurlijke rente) ontstaan. In werkelijkheid is geen sprake van een dergelijke uniforme rentestand, omdat alles en iedereen constant aan verandering onderhevig is.

“There can never be perfect safety either in moneylending or in other classes of credit transactions and deferred payments. Debtors, guarantors, and warrantors may become insolvent, collateral and mortgages may become worthless. The creditor is always a virtual partner of the debtor or a virtual owner of the pledged and mortgaged property. (...) He has linked his fate with that of the debtor or with the changes occurring in the price of the collateral. Capital as such does not bear interest^[57]; it must be well employed and invested not only in order to yield interest, but also lest it disappear entirely.” [Mises 1998, p. 536]

56 Uitgaande van de veronderstelling dat sprake kan zijn van dezelfde goederen op verschillende momenten. Binnen een strikt subjectivistische benadering is dat niet mogelijk. Het is hier niet de plaats om op dit onderwerp verder in te gaan. Voor het te ontwikkelen voorbeeld van een rekenkundige benadering is het ook niet van belang.

57 “The dictum *pecunia pecuniam parere non potest* (money cannot beget money) is meaningful in this sense, which, of course, differs radically from the sense which ancient and medieval philosophers attached to it.” [Mises 1998, p. 536]

Het verschaffen van vermogen bezit altijd een ondernemend element. Bij het verstrekken van een consumptieve lening is de vermogensverschaffer afhankelijk van de gegoedheid van de consument. Bij het verschaffen van een productieve lening is het rendement afhankelijk van het materialiseren van verwachte opbrengsten. In veel landen spelen bij het verstrekken van leningen ook allerlei institutionele elementen een belangrijke rol, zoals garanties, borgstellingen en aan de overeenkomst te stellen vereisten. Voor zover sprake is van een daling van het risico hebben deze institutionele factoren ook invloed op de economische waarde. Hoe meer 'zekerheid' bestaat met betrekking tot aflossing, casu quo terugverdienen, van het verschaft vermogen en het daarop te verdienen rendement, des te lager de gewenste risicopremie zal uitvallen. Daarom zijn achtergestelde leningen duurder dan hypothecaire en is het gewenste rendement op het verschaffen van eigen vermogen hoger dan dat op het verschaffen van vreemd vermogen. In het imaginaire geval van een volstrekt stabiele economie bestaat alleen een zuivere rente die op basis van tijdvoorkeur tot stand komt. Zodra zich veranderingen aandienen, en dat is praktisch gezien altijd het geval, zal voor het ontstane risico een premie moeten worden betaald. Daar een volstrekt stabiele economie niet voor kan komen, is de hoogte van de zuivere rentevoet niet bekend. In de praktijk wordt daarom gebruik gemaakt van de vermogenskostenvoet die uit een combinatie van zuivere rente en risicopremie bestaat. De verschillende soorten vermogen hebben een verschillende vermogenskostenvoet, omdat de risicopremie afhankelijk is van de voorwaarden die met betrekking tot de verschaffing zijn gesteld en de verwachtingen omtrent de mogelijkheid het ter beschikking gestelde vermogen te laten renderen. In het volstrekt hypothetische geval van een stabiele economie zal geld een neutrale rol spelen. In werkelijkheid zal sprake zijn van inflatie of deflatie. Ook deze fenomenen hebben invloed op de hoogte van de vermogenskostenvoet. Het zal duidelijk zijn dat bij het bestaan van een zuivere rentevoet van vijf procent de vermogensverschaffer kan rekenen op een opbrengst van vijf procent over het verschaft vermogen. Stel dat binnen de economie sprake is van twee procent inflatie en de rentevoet wordt daar niet voor gecorrigeerd, dan mist de vermogensverschaffer koopkracht. Na het vermogen voor een jaar⁵⁸ ter beschikking te hebben gesteld, wordt over de hoofdsom vijf procent rente vergoed, maar gedurende dat jaar zijn de prijzen met twee procent gestegen. In feite is dan slechts sprake van een rendement (na inflatie) van 2,9 procent.⁵⁹ Als in dit geval een zuivere opbrengst van 5 procent moet worden verkregen, dient te worden uitgegaan van een vermogenskostenvoet van 7,1 procent. Volgens de opvattingen van de Oostenrijkse School bestaat de vermogenskostenvoet derhalve uit een combinatie van de zuivere rente plus een op subjectieve wijze tot stand geko-

58 Bij het berekenen van economische waarde wordt over het algemeen uitgegaan van de jaarconventie waarbij de rente na afloop van het jaar wordt betaald.

59 $(1,05/1,02)-1$.

men premie voor risico. Zoals reeds eerder betoogd, is economische waarde subjectief. Niet alleen omdat de bestaande positie en situatie van actoren verschillend zijn, zij gaan ook uit van verschillende verwachtingen en zullen een verschillende kijk hebben op de risico's die gepaard gaan met het verschaffen van vreemd- en eigen vermogen. Bij het bepalen van de economische waarde kan van objectiviteit geen sprake zijn.

4.4 VOORBEELD VAN ECONOMISCHE WAARDE OP BASIS VAN DE UITGANGSPUNTEN VAN DE OOSTENRIJKSE SCHOOL

4.4.1 Voorbeeld 1 – stabiele economische omgeving

Onder deze hypothetische constructie wordt verstaan een situatie waarin alle economische subjecten handelen op basis van volkomen kennis. Binnen de Oostenrijkse School wordt gebruik gemaakt van de uitdrukking *Evenly Rotating Economy* (ERE).⁶⁰ In een dergelijke economie is geen sprake van verandering. De bestaande situatie wordt als het ware eindeloos, op mechanistische wijze, herhaald, omdat geen nieuwe inzichten ontstaan. In werkelijkheid is een dergelijke situatie onbestaanbaar en de ERE is derhalve niet meer dan een theoretisch construct om duidelijk te maken hoe de economische wereld er onder dergelijke omstandigheden uit zou zien. Het concept van de ERE wordt in dit voorbeeld toegepast bij het vaststellen van de economische waarde van een project. Op de keper beschouwd, kan binnen een zuivere ERE, een soort roboteconomie, geen tijdvoorkeur bestaan. Als geen verbetering van positie of situatie mogelijk is, voor niemand, dan kan per definitie niet worden gestreefd naar het zo snel mogelijk bereiken van een meer geprefereerde positie of situatie. Iedereen heeft bereikt wat voor het betreffende subject maximaal bereikbaar is. Omdat wordt afgezien van veranderingen blijft die situatie tot in lengte van jaren bestaan. Dat is ook analytisch een weinig inspirerende situatie. Door een verruiming van de veronderstelling wordt een zekere dynamiek zichtbaar. Dus wordt hier uitgegaan van de veronderstelling dat sprake is van een stabiele situatie, die ook een stabiele beweging omvat. Door vervolgens het bestaan van uniforme tijdvoorkeur te introduceren, ontstaat een stabiele economie.

Indien een stabiele economie van toepassing is, zijn alle variabelen gegeven die voor het rationeel handelen, het nemen van een beslissing, noodzakelijk zijn. De essentiële vraag hoe die data tot stand gekomen zijn, is hier niet van belang. Zo is bekend dat de gewenste vermogenskostenvoet (zuivere rente en premie voor de aan dit geval klevende risico's) voor het onderhavige project tien procent bedraagt. Het project betreft een investeringsbeslissing waarvan

60 In paragraaf 4.10.1 van hoofdstuk 3 wordt het begrip *Evenly Rotating Economy* besproken.

het volgende gegeven is. De aan te schaffen machine kost op dit moment 2355,3719⁶¹ (afgerond). Deze machine zal een levensduur hebben van precies twee jaar. Na twee jaar wordt de machine afgestoten tegen een prijs die gelijk is aan de kosten die met de verwijdering gepaard gaan. Gedurende het eerste jaar zal de machine 100 eenheden produceren en in het tweede jaar 150. Alle geproduceerde eenheden worden ook in het jaar van productie verkocht. De verkoopprijs bedraagt zowel voor het eerste als tweede jaar 15. De verkopen geschieden uitsluitend tegen contante betaling. Naast de machine is voor het produceren arbeid nodig. Voor de productie en het geven van leiding zijn vijf mensen nodig die in totaal per jaar 100 aan arbeidskosten vergen. Het project wordt geheel met behulp van eigen vermogen gefinancierd. Deze gegevens kunnen als volgt op een tijdlijn worden weergegeven.

	T0	T1	T2
Machine	-2355,3719		
Opbrengst		+1500	+2250
Arbeid		-500	-500
Geldstroom	-2355,3719	1000	1750

Zoals blijkt wordt hier, zoals gebruikelijk in de wereld van de waardeerders, de jaarconventie toegepast. Dat betekent dat alle geldstromen ontstaan op de laatste dag van het desbetreffende jaar. In dit voorbeeld betekent dat ook dat de lonen en salarissen één keer per jaar worden betaald. Uiteraard zal dat in de praktijk niet gebeuren. Bij dit voorbeeld is echter niet de cijfermatige nauwkeurigheid het doel, maar het kunnen verklaren.

Met behulp van de zogeheten methode van de interne rentabiliteit (*internal rate of return* of IRR) kan worden vastgesteld dat de verwachte opbrengst (de interne rentabiliteit = 10,0 procent) gelijk is aan de vermogenskosten. De verschaffers van het vermogen krijgen derhalve precies de door hen verwachte opbrengst.

$$\frac{VGS1}{(1+k)} + \frac{VGS2}{(1+k)} - \text{Investerings} = 0$$

VGS1 = de vrije geldstroom op T1

VGS2 = de vrije geldstroom op T2

k = vermogenskostenvoet

Investerings = de prijs van de machine op T0

61 In deze economie weten de verkopers van kapitaalgoederen exact welke netto-opbrengsten met de door hen verkochte kapitaalgoederen kunnen worden behaald.

De contante waarde van dit project bedraagt op T0:

$$\frac{VGS1}{(1+k)} + \frac{VGS2}{(1+k)^2} = 2355,3719$$

In dit geval, een stabiele economische omgeving, kan op T0 worden berekend hoe de economische waarde gedurende de looptijd zal muteren. Deze berekening⁶² ziet er als volgt uit:

V0	2355,3719
Vk1	235,5372
VGS1	1000,0000
V1	1590,9091
Vk2	159,0909
VGS2	1750,0000
V2	0,0000

V = economische waarde op dat tijdstip

Vk = vermogenskosten in geld over dat jaar

VGS = de geldstroom op dat tijdstip

De economische waarde muteert, omdat over de economische waarde aan het begin van het desbetreffende jaar vermogenskosten worden berekend en omdat aan het eind van het jaar de verwachte geldstromen materialiseren. Daar de vermogenskosten alleen kunnen worden betaald uit de te verwachten geldstromen en omdat die geacht worden aan het eind van het jaar te materialiseren, worden de vermogenskosten bij de reeds aanwezige economische waarde opgeteld en worden de gematerialiseerde geldstromen daarop in mindering gebracht.

Op T2 bezit de onderneming aan liquide middelen een bedrag van 2850,00. Dit bedrag bestaat uit de som van de te verwachten geldstromen (1000 + 1750) plus 10 procent vermogenskosten over de geldstroom van het eerste jaar (=100).

Dit bedrag is uiteraard gelijk aan de economische waarde per T0 plus de daarover te verwachten vergoeding inzake de vermogenskosten (2355,3719 x 1,10² = 2850,00).

De hierboven vermelde berekeningen kijken, zoals gebruikelijk, naar de economische waarde van het object. Het geheel kan ook worden geanalyseerd door de ogen van de vermogensverschaffer. De benadering is dan als volgt. Over de economische waarde aan het begin dient 10 procent rendement te worden vergoed (235,5372). Daar aan het eind van het eerste jaar een geld-

62 De opstelling wordt aangeduid met de naam controleberekening, omdat de uitkomst vast staat. Indien sprake is van een bepaalde omvang is de uitkomst altijd nul en indien sprake is van een oneindige omvang is de uitkomst gelijk aan de restwaarde. Het idee voor deze benadering komt van André Dorsman en Herbert Rijken.

stroom ter hoogte van 1000 beschikbaar komt, moet in het volgende jaar een geldstroom van 1750 ter beschikking komen. De economische waarde aan het begin van het tweede jaar bedraagt immers 1590,9091 en daarover moet 159,0909 aan rendement worden vergoed.

Dat in dit geval sprake is van een stabiele economische omgeving blijkt uit de volgende omstandigheden: (1) de netto contante waarde van het project bedraagt precies nul. De economische waarde van het project is gelijk aan het bedrag van de investering, dat betekent dat geen waarde wordt toegevoegd en dat geen waarde wordt vernietigd. Uiteraard is het de bedoeling dat 'ondernemen' leidt tot het toevoegen van waarde. Dat is hier echter niet het geval. (2) Dezelfde verkoopprijs blijft voor het gehele project van toepassing. (3) Ook het bedrag dat aan lonen en salarissen wordt uitbetaald blijft gelijk. Iedere participant in deze economie krijgt, onder deze omstandigheden, precies hetgeen werd verwacht.

Als vergelijking volgt hieronder het boekhoudkundig resultaat. De machine wordt lineair over de levensduur afgeschreven ($2355,3719/2 = 1177,6860$), de boekhoudkundige kosten zijn in dat geval 1677,6860 ($1177,6860 + 500$) per jaar. Bij de geprognosticeerde opbrengsten levert dat het volgende boekhoudkundige resultaat op:

	T1	T2
Opbrengst	1500,000	2250,000
Kosten	1677,686	1677,686
Resultaat	-177,686	+572,314

Het totale resultaat bedraagt dan 394,628 en dat is vanzelfsprekend gelijk aan de totale vermogenskosten die over de looptijd verschuldigd zijn ($235,5372 + 159,0909$). Dit voorbeeld maakt duidelijk dat het boekhoudkundig resultaat niet moet worden verward met het economisch resultaat. Het boekhoudkundig resultaat houdt geen rekening met de vermogenskosten die over het eigen vermogen moeten worden vergoed. Economisch gezien is geen sprake van winst.

	T1	T2
Winst	-177,6860	+572,3140
Vk	235,5372	159,0909
W – Vk	-413,2232	+413,2231

Boekhoudkundige winst blijkt geen maatstaf voor economische prestaties.

Winst kan alleen ontstaan als de ondernemer efficiënter kan werken dan verwacht (minder arbeidsuren of een hogere productiviteit per gewerkt uur) of dat sprake is van een hogere verkoopprijs dan verwacht. Economische winst berust op foutieve verwachtingen.

In een stabiele economische omgeving, alle variabelen zijn voor iedereen gelijk en bekend, komen geen nieuwe transacties voor. Alle transacties hebben

als doel de huidige positie en situatie te laten voortbestaan. Voor de eventuele koper van dit project bedraagt de economische waarde ook precies 2355,3719. Uiteraard zijn in dit geval de verwachtingen van koper en verkoper identiek. Een afwijkende prijs kan niet tot stand komen, omdat alle partijen exact weten hoe de toekomst eruit zal zien. De verkoper zal geen genoegen nemen met een lagere prijs, omdat hij weet dat de verwachte geldstromen gaan materialiseren. De koper is bij deze prijs niet geïnteresseerd, omdat de transactie geen waarde zal toevoegen. Onder de voorwaarden van een stabiele economie is prijs gelijk aan waarde. Daardoor kan van economische groei geen sprake zijn.

4.4.2 Voorbeeld 2 – dynamische economische omgeving

Indien beperkte dynamiek wordt verondersteld en slechts één van de gegevens wordt gewijzigd, kan bijvoorbeeld de volgende situatie ontstaan. Op T2 blijkt, in tegenstelling tot de eerder geformuleerde verwachting, dat de geplande hoeveelheid kan worden verkocht tegen een prijs van 17,50. Als gevolg daarvan stijgt de omzet tot 2625 en wordt de nieuwe vrije geldstroom bepaald op 2125. De nieuwe verkoopprijs komt derhalve als verrassing op T2 tot stand. Op T1 blijft de economische waarde dan gelijk aan hetgeen reeds eerder werd uitgerekend. De hogere verkoopprijs leidt eveneens tot een hogere boekhoudkundige winst, namelijk 947,3140 in plaats van 572,3140. Het verschil van 375 kan naar de opvatting van de Oostenrijkse School economische winst worden genoemd. De oorzaak van het ontstaan van deze winst ligt in het niet op juiste wijze formuleren van de verwachte verkoopprijs. De zuivere winst bedraagt ongeveer 23,57 procent van de economische waarde per T1. Daardoor komt de economische prestatie, uitgedrukt in een percentage uit op een totaal van 33,57 procent. De vermogenskosten maken daarvan 10 procent uit.

Het is ook mogelijk dat op T1 al kan worden uitgegaan van een verkoopprijs op T2 van 17,50. In dat geval zal de economische waarde per T1 moeten worden aangepast van 1590,9091 tot 1931,8182. De waardemutatie over T2 kan dan als volgt worden vastgesteld:

V1	1931,8182
Vk	193,1818
VGS2	2125,0000
V2	0,0000

Bovenstaande berekening gaat uit van de, hier voor de hand liggende, veronderstelling dat de vermogenskostenvoet gelijk blijft. Het verschil tussen de gewijzigde waarde per T1 en de oorspronkelijke bedraagt 340,9091 en dat is uiteraard gelijk aan de contante waarde per T1 van de additionele vrije geldstroom ter hoogte van 375.

Volgens de inzichten van de Oostenrijkse School kan de economische winst alleen bestaan indien wordt uitgegaan van de veronderstelling dat de material-

satie afwijkt van de verwachte vrije geldstromen. Om dat in de praktijk te kunnen bepalen, moet inzicht worden verschaft in zowel de gematerialiseerde vrije geldstroom op het moment van meten alsmede de verwachte vrije geldstroom op dat moment.