



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).

6 | Praktijk versus Oostenrijkse School

We are all well aware from the history of science that ideas universally believed are not necessarily true. We are also aware that it is only after the untruth of such ideas has been exposed that it becomes apparent how pervasive and insidious their influence has been.

– Jane Jacobs¹

6.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk komt het tot een confrontatie (onderzoeksvraag D) tussen de opvattingen over waarde uit de Oostenrijkse School en de wijze waarop het waardebegrip wordt geoperationaliseerd. Daarbij blijft de opbouw, zoals in het vorige hoofdstuk tot stand gekomen, ongewijzigd. Als eerste wordt het *mainstream* waarderingsmodel becommentarieerd. Vervolgens komen successievelijk de casus 1 tot en met 3 aan bod. De beschrijvingen van de casus in het vorige hoofdstuk zijn op een vast patroon geënt. Dat patroon wordt ook in dit hoofdstuk gevolgd. Als eerste wordt ingegaan op ‘het te waarderen object en het doel van die specifieke waardering’. Op de tweede plaats krijgt ‘het calculeren van de vrije geldstromen’ de nodige aandacht. Als derde wordt beschreven hoe ‘de omvang van de reeks vrije geldstromen’ wordt bepaald. Op de vierde plaats komt de ‘onzekerheid omtrent verwachtingen en welk deel daarvan is te calculeren’ aan bod. Tenslotte volgt hoe men in de praktijk komt tot het ‘calculeren van de economische waarde’. Het gehanteerde patroon is in hoofdstuk 4 bepaald door het combineren van de in hoofdstuk 3 benoemde Oostenrijkse elementen. In dat hoofdstuk worden de opvattingen van de Oostenrijkers beschreven met behulp van vier enkelvoudige begrippen (tijd, calculeren, object en subject) waaruit twaalf samengestelde begrippen (subjectiviteit, praxeologie, onzekerheid, risico, economische goederen, kapitaalgoederen, geld, markt, prijs, evenwicht, ondernemerschap en waarde) zijn afgeleid. De in het vorige hoofdstuk behandelde casus hebben betrekking op verschillende vraagstukken (transactie, schade en belastinggeschil) en dat betekent dat niet alle begrippen voor iedere casus van eenzelfde belang zijn. De beschreven casus geven echter wel aanleiding alle hierboven genoemde begrippen te

1 Jane Jacobs (1916-2006): Amerikaans-Canadees schrijfster en stadssocioloog.

behandelen. De beschreven casus zijn gekozen op grond van de overweging dat de daarin gevolgde werkwijze overeenkomt met de aanpak die over het algemeen bij het operationaliseren van het begrip economische waarde wordt gevolgd.

6.2 MAINSTREAM WAARDERINGSMODEL

In het voorgaande hoofdstuk is een algemeen waarderingsmodel gepresenteerd dat als *mainstream* waarderingsmodel kan worden gekarakteriseerd. Op deze plaats wordt die aanpak, vanuit het gezichtspunt van de Oostenrijkse School, becommentarieerd. Daarbij is de wijze waarop bij het operationaliseren met de factor tijd wordt omgegaan het meest opvallend.

6.2.1 Mainstream opvattingen en het element tijd

Mensen bewegen gedurende hun leven langs een individuele tijdlijn die samenvalt met de generieke tijdlijn die de verbinding vormt tussen begin en eind van ons universum.² Het verplaatsen over de tijdlijn brengt actoren voortdurend in nieuwe posities en situaties. Door het conceptualiseren van twee verschillende tijdlijnen, waarin de persoonlijke met de A-series en de generieke met de B-series kan worden verbonden, ontstaat de conclusie dat voor het individu van een eenduidig begrip tijd geen sprake is. Ook wordt duidelijk dat de verschillende begrippen van tijd constant, maar wel veranderlijk met elkaar zijn verbonden. De opeenvolging van gebeurtenissen op de tijdlijn, van begin tot eind, vloeit als het ware voort uit snijpunten met de persoonlijke tijdlijnen. Persoonlijke tijdlijnen komen echter niet volledig overeen met opvolgende delen van de generieke tijdlijn. Het begrip tijd en de beleving van tijd zijn altijd gekoppeld aan persoonlijke beleving [Vis, B.N. 2009, p. 20]. De persoonlijke ontwikkeling wordt mede beïnvloed door de ontwikkeling van anderen, voor zover dat zich uit in gedrag, alsmede de perceptie daarvan en het veranderen van algemeen geaccepteerde opvattingen en inzichten en de wijze waarop deze worden gepercipieerd. De handelende mens is een lerende mens. Dat betekent dat de factor tijd, waardoor veranderingen mogelijk worden, bij het analyseren van economische verschijnselen in het centrum van

2 In de fenomenologische opvatting van tijd wordt deze individuele tijdlijn wel geconceptualiseerd als de A-serie. Daarin is tijd inherent aan activiteiten en de beleving van toekomst en verleden daarin door de actor. Deze A-serie staat tegenover de B-serie, waarin de tijdlijn wordt geconceptualiseerd als een opeenvolging van geïsoleerde gebeurtenissen, als het ware geplaatst in gescheiden kaders [Vis, B.N. 2009, p. 20]. Kennis ontstaat vooral door het verbindende element dat binnen de A-serie bestaat.

de belangstelling moet staan. Onder veranderingen dient ook kennis te worden begrepen. Alleen het bestaan van tijd kan tot voortschrijdend inzicht leiden.

Bij bestudering van de *mainstream* aanpak blijkt dat de factor tijd voor het beantwoorden van waarderingsvragen een tamelijk ondergeschikte rol speelt. Bij het vaststellen van de reeks verwachte vrije geldstromen krijgt het plaatsen van de geldstroom onder het desbetreffende jaar alle aandacht. De essentie van de menselijke tijdvoorkeur vormt natuurlijk de kern van de wens een contante waarde te berekenen. Tijd speelt binnen de economie echter een meer omvattende rol dan het berekenen van de economische waarde. Die rol wordt ook binnen andere specialisaties van de economische wetenschap ondergewaardeerd. Bij de behandeling van de marktvormen (polypolie; monopolistische concurrentie, oligopolie en monopolie) wordt bijvoorbeeld uitgegaan van een bepaalde situatie die kennelijk op een bepaalde wijze is ontstaan. Het hoe van de ontstaanswijze blijft merkwaardigerwijze meestal onbelicht. Zoals eerder (zie hoofdstuk 3) in dit proefschrift werd opgemerkt, lijkt het erop dat een algemeen evenwicht bestaat, maar de wijze waarop dit tot stand komt, blijft onbesproken. Ook binnen de macro-economie wordt op eenzijdige wijze met de factor tijd omgegaan. Op een bepaald moment blijken geaggregeerde vragen aanbodcurven simpelweg te bestaan. De vraag naar kapitaalgoederen en consumentengoederen lijkt uit het niets op te duiken en van inflatie wordt beweerd dat deze voor iedereen op een bepaald moment op dezelfde wijze invloed zal uitoefenen. Het befaamde klassieke kringloopmodel laat geen ontwikkeling in de tijd zien. Als vanzelf ontstaat daardoor het beeld van een stationaire, zich herhalende, economie. De werkelijkheid is echter geheel anders.

Economische subjecten zijn continu bezig met de vraag hoe hun positie en situatie te verbeteren. Het door de overheden binnen de economie gebrachte geld komt niet tegelijk bij iedereen op hetzelfde moment binnen, maar op een bepaalde plaats bij bepaalde subjecten. Over het algemeen kan worden gesproken van een groeiende economie.³ Van een stationaire kringloop is geen sprake. Door vooral met het begrip bruto nationaal product te werken en dat te richten op bestedingen van consumenten wordt de indruk gewekt dat de achterliggende productiestructuur er niet toe doet. Economische subjecten verrichten echter ook iedere dag miljoenen ruilhandelingen op de markten voor kapitaalgoederen en halffabricaten. Dat de voortbrengselen van die kapitaalgoederen ooit in de vorm van consumentengoederen beschikbaar

3 Niet alleen is sprake van ruimere hoeveelheden, ook de kwaliteit van de ter beschikking staande goederen en diensten stijgt voortdurend. Steeds meer mensen krijgen de beschikking over meer en/of betere goederen en diensten. Zie in dit verband ook Skousen [2008, pp. 8-12].

komen, is een kwestie van tijd.⁴ Zoals eerder betoogd, is tijd een economisch goed. Daarom verdient het begrip tijd onze onverdeelde aandacht.

6.2.2 Mainstream opvattingen en kapitaalgoederen

De samenleving bestaat volgens de inzichten van de Oostenrijkse School voor een groot gedeelte uit een onderling samenhangend stelsel van kapitaalgoederen. Dit stelsel wordt aangeduid met de term productiestructuur.⁵ De bestaande structuur is de weerslag van hetgeen gedurende eeuwen door menselijke ruilhandelingen is ontstaan. Het laten ontstaan van deze productiestructuur is alleen zinrijk indien het afzien van direct consumeren leidt tot een hogere en/of betere productie in de toekomst. Binnen de Oostenrijkse School wordt wel van omwegproductie gesproken. Sparen, dat het mogelijk maakt te investeren in kapitaalgoederen, wordt dan een vorm van indirect consumeren. De aldus ontstane structuur is complex, omdat verleden, heden en toekomst in die structuur zijn vertegenwoordigd. Goed lopende projecten bestaan naast slecht lopende. Bij sommige organisaties wordt aan liquidatie gewerkt, terwijl op hetzelfde moment nieuwe initiatieven het levenslicht zien.⁶ De productiestructuur is enerzijds ontstaan op basis van de wensen van consumenten en anderzijds door middel van aanbod gerichte factoren. De nieuwste kapitaalgoederen staan naast reeds verouderde machines. Sommige ondernemers zijn bezig met diepte-investeringen en anderen zoeken het op dat moment in de breedte. Op hetzelfde moment worden niet alleen mijnen ontgonnen, maar wordt ook een stalen constructie opgeleverd.

Het feit dat veel mensen op vrijwel ieder tijdstip over de door hen gewenste goederen en diensten kunnen beschikken, betekent niet dat de tijd die voor de vervaardiging daarvan nodig is geen belang heeft. Het aloude concept van de *bedrijfskolom* is nuttiger dan menigeen denkt, omdat daarmee een beeld wordt geschetst van de gang die een product maakt vanaf het ontstaan tot de finale consumptie. Een lange kolom wil zeggen dat veel tussenliggende schakels, verbonden door markten, nodig zijn om het product bij de consument te brengen. Onder normale omstandigheden (de goederen moeten vrijwillig gewenste goederen zijn en blijven) voegt iedere schakel economische waarde toe, omdat het product het stadium nadert waarin het kan worden geconsu-

4 Indien uit het koopgedrag van de consument blijkt dat bepaalde kapitaalgoederen niet meer in staat zijn gewenste consumentengoederen op te leveren, zal de ondernemer proberen voor de kapitaalgoederen een alternatieve aanwending te vinden. Daartoe behoort ook de eventuele verkoop tegen de prijs die een sloper bereid is te betalen.

5 Voor een uitgebreide behandeling van de productiestructuur kan worden verwezen naar Skousen [1990]. Hetgeen in dit proefschrift wordt behandeld, steunt op de introductie die Skousen schreef bij het uitkomen van de paperback editie [2007 (1990)].

6 Met betrekking tot de uit het marktproces voortvloeiende creativiteit kan verder worden verwezen naar Lachmann [1956, 2007] en Buchanan en Vanberg [1991, 2002].

meer. Uiteindelijk laat de consument, door het nemen van de vrijwillige beslissing tot aanschaf en betaling over te gaan, economische waarde ontstaan. De consument bezegelt daarmee het waardecreërend karakter van het marktproces. Het feit dat hetgeen op de tussenliggende markten gebeurt niet wordt meegenomen bij het bepalen van het bruto nationaal product kan tot misverstanden leiden. Voor het goed functioneren van de economie is de door consumenten uitgeoefende vraag zeker van belang, maar niet voldoende. De consument kan op comfortabele wijze plaatsnemen in de *'driver's seat'* van de economie dankzij de productieve kracht van de ondernemers. Daarom vervullen de aanbieders van kapitaalgoederen⁷ binnen een ontwikkelde samenleving de rol van scharnierfunctie.⁸ Deze rol is voor een groot deel afhankelijk van de menselijke tijdvoorkeur en veranderingen daarin. Door het veranderen van wat subjecten als gewenste positie en situatie beschouwen, worden nieuwe handelingen het overwegen waard.

Ingewikkelde productiemethoden en ver doorgevoerde specialisatie zorgen ervoor dat het in bepaalde gevallen jaren kan duren voordat grondstoffen tot te consumeren eindproducten zijn verwerkt. Gedurende dat proces worden verschillende mensen eigenaar van de halffabricaten. Zij zijn voor hun vrije geldstromen afhankelijk van andere ondernemers die nog steeds de verwachting koesteren dat het uiteindelijke product door consumenten wordt gewenst.⁹

Investeringsbeslissingen worden genomen voordat het beoogde eindproduct ter beschikking van consumenten staat. Die beslissingen zijn tot stand gekomen op basis van verwachtingen zoals die op het beslismoment bestaan. De signalen op basis waarvan de verwachtingen worden geformuleerd, zijn voor het grootste deel afkomstig uit markten. Gerealiseerde prijzen vormen de voedingsbodem voor het nemen van nieuwe beslissingen. Actoren pogen vat te krijgen op toekomstige ontwikkelingen, maar tasten daarbij altijd in het duister. De belangrijkste leidraad wordt gevormd door de bekende economische beslisseregels die zegt dat subjecten zullen streven naar het verbeteren van hun positie en situatie. Zoals altijd komt het bij het nemen van beslissingen aan op de kwaliteit van de informatie. Valse signalen veroorzaken een verkeerde koers. De alom tegenwoordige onzekerheid leidt, van tijd tot tijd, tot het begaan van vergissingen. Het is onzinnig te verwachten dat al onze plannen precies zullen

7 Een onderneming wordt economisch als een bundel kapitaalgoederen gezien. Op de onderneming rusten verschillende claims. De verschaffers van vermogen hebben een claim op de door de onderneming gegenereerde opbrengsten. Maatschappelijk gezien kan ook worden gesproken van een claim met betrekking tot de te verwachten fysieke output.

8 In het Petrinet van de productiestructuur (paragraaf 6 van hoofdstuk 2) kan deze scharnierfunctie in werking worden gezien. Het is opvallend dat ook zonder de factor tijd duidelijk kan worden gemaakt dat door het inzetten van kapitaalgoederen de welvaart stijgt.

9 Zonder tussenschakels zou een producent in bepaalde gevallen jaren moeten wachten op de door consumenten te betalen prijs. Door de tussenliggende schakels komt de vrije geldstroom eerder tot stand. Dit neemt echter niet weg dat pas bij vrijwillige aanschaf door een consument sprake is van de bezegeling van de eerder door de ondernemer 'geziene' mogelijkheid tot het creëren van waarde.

leiden tot het beoogde resultaat. Het feit dat plannen soms desastreus uitpakken, hoeft niet te betekenen dat een onjuiste beslissing is genomen. Bij onvoorzienbare gebeurtenissen, en die zijn in de markteconomie regel en geen uitzondering, treft de beslisser geen blaam. De essentie van het marktproces is nu juist dat onder onzekere omstandigheden moet worden gehandeld. Het marktproces is een door creativiteit geleide ontdekkingsreis [Buchanan 1991, 2002; Shackle 1988]. Wat iemand wel kwalijk kan worden genomen, is het veronachtzamen van beschikbare informatie. Bij het nemen van beslissingen is de kwaliteit van de gebruikte informatie belangrijk. Dat betekent dat tenminste een toets moet worden uitgevoerd op de kwaliteit van die informatie.

Interventies in het marktproces leiden tot valse signalen. Naast subsidies, prijsbeleid en mededingingsbeleid is op dit terrein vooral het monetaire beleid van belang. Daar overheden zelf niet in staat zijn tot het creëren van economische waarde¹⁰ ligt de totale waardetoevoegende kracht van een samenleving in handen van ondernemende mensen die constant zoeken naar verbetering van hun positie en situatie. Overheden zijn niet in staat betere economische uitkomsten te bereiken dan de door vrije ruilhandelingen voortgebrachte resultaten.¹¹ Daarom is het ongewenst de daarvoor benodigde signalen te vervalsen.

6.2.3 Mainstream opvattingen en de vermogensmarkt

Uit het bovenstaande volgt dat een economisch ontwikkelde samenleving niet kan functioneren zonder een goed functionerende vermogensmarkt. Consumeren en produceren zijn onscheidbaar. Net als met een medaille is het wel mogelijk een economisch fenomeen van twee kanten te bekijken. Het voortbrengen van goederen geschiedt met het oog op consumptie. Gedurende de laatste jaren krijgt vooral consumeren veel aandacht. Gedeeltelijk is dat te verklaren doordat in de economie veel wordt gewerkt met het begrip 'nationaal inkomen' en de wijze waarop dat wordt besteed. Dan krijgt de finale consumptie de meeste aandacht, omdat het gehele, in fasen verdeelde, productieproces aan het zicht wordt onttrokken. Voor het instandhouden en de groei van het productieproces zijn investeringen noodzakelijk en die kunnen in een markteco-

10 De overheid is vooral een herverdelingsorgaan. De efficiency van het proces van innen en weer uitdelen is in economisch opzicht kwestieus, terwijl het ordinale karakter van waarde het onmogelijk maakt de effecten van dat beleid te meten. Daarnaast kan de overheid een taak vervullen als scheidsrechter indien met betrekking tot eigendomsrechten disputen ontstaan. Voor het beslechten van geschillen is het bestaan van de overheid niet noodzakelijk.

11 Dat wil natuurlijk niet zeggen dat ieder economisch subject wordt voorzien van alles dat wenselijk is. Alleen onder paradijselijke omstandigheden (mensen beschikken over uniforme morele inzichten en er is totaal geen gebrek aan tijd en middelen) kan economie als een curiosum worden verklaard.

nomie alleen door sparen tot stand komen. Sparen is in de ogen van sommige economen echter een daad met negatieve lading. Het valt buiten het kader van dit proefschrift daar diep op in te gaan, maar het volgende citaat maakt de strekking duidelijk:

“An act of individual saving means – so to speak – a decision not to have dinner to-day. But it does *not* necessitate a decision to have dinner or to buy a pair of boots a week hence or a year hence or to consume any specified thing at any specified date. Thus it depresses the business of preparing to-day’s dinner without stimulating the business of making ready for some future act of consumption. It is not a substitution of future consumption-demand for present consumption-demand, - it is a net diminution of such demand.” [Keynes 1967, p. 210]

Hier ontstaat de suggestie dat afzien van consumptie onlogisch is.¹² Daarbij wordt over het hoofd gezien dat op grond van de economische beslisregel het vrijwillig afzien van consumptie slechts kan betekenen dat een andere handeling in de ogen van de actor tot betere omstandigheden leidt. Kennelijk zijn de verwachte voordelen van sparen groter dan die van direct consumeren. Sparen is niets anders dan indirect consumeren. Door het kiezen van een omwegproductie¹³ ontstaan meer en betere producten en dat maakt omwegconsumptie de moeite waard. In de introductie die Skousen schreef voor de uitgave van de paperbackeditie van *The Structure of Production*, haalt hij de woorden van de Amerikaanse Harvard econoom N. Gregory Mankiw aan. Die schrijft in zijn *Macroeconomics*:

“(...) the saving rate is a key determinant of the steady-state capital stock. If the saving rate is high, the economy will have a large capital stock and a high level of output. If the saving rate is low, the economy will have a small capital stock and a low level of output.” [Skousen 2007, pp. xii-xiii]

De Keynesianen zien echter geen heil in sparen. De consument moet vooral blijven besteden en zich niet van zijn consumptiegewoonten laten afbrengen [Skousen 2007, xiii]. Zowel in de vorige recessie (2001) als in de huidige, die in 2007 met de kredietcrisis begon, lijkt een meerderheid van de economen, en zeker van de politici, een ferm voorstander van het in stand houden van de bestedingen. Volgens Skousen ligt de oorzaak van die eenzijdige belangstelling in het niet goed doorzien van de tijdstructuur van het productieproces. Die eenzijdigheid wordt versterkt door de wijze waarop in de praktijk naar de nationale bestedingen wordt gekeken. In de opvattingen van de klassieke economen speelt de befaamde uitspraak van Jean-Baptiste Say (1767-1832) [2001, 2008] ‘ieder aanbod schept zijn eigen vraag’ een belangrijke rol. Door

12 In dit verband kan verder worden verwezen naar Mantoux [2009] en Lewis [2009, pp. 27-34].

13 Binnen de Oostenrijkse School is het vooral Böhm-Bawerk die het begrip omwegproductie [2007 (1891)] hanteert.

de invloed van het Keynesiaanse denken gaan velen nu uit van de gedachte dat 'vraag leidt tot aanbod'. Van effectieve vraag kan alleen sprake zijn als de vrager beschikt over middelen om die vraag in een mogelijke koopbeslissing om te zetten. Bij de uitspraak van Say lijkt dat, indien arbeid wordt beloond, een minder dringende vraag, omdat de uit arbeid verkregen inkomsten de benodigde koopkracht opleveren. Door te produceren ontstaan middelen die het mogelijk maken effectieve vraag uit te oefenen. Die vraag richt zich gedeeltelijk op consumentengoederen, directe bevrediging van behoeften, maar daarnaast begrijpen consumenten dat het ook voor de toekomst van belang is om over consumentengoederen te kunnen beschikken. Daar het tijd kost die te vervaardigen wordt indirect consumeren, oftewel sparen, noodzakelijk. Sparen, investeren, technologische ontwikkeling, innovatie en productiviteit zijn voor de toekomstige welvaart van groot belang.

6.2.4 Mainstream opvattingen en investeren

Bij het voorstellen van de hoogte van het nationale inkomen wordt vaak gebruik gemaakt van de volgende vergelijking: $NI = C + I + G + (E - I)$. Het nationale inkomen (NI) (op basis van boekhoudkundige inzichten) komt tot stand door de som van de consumptieve uitgaven (C), de bruto investeringsuitgaven van ondernemers (I), de totale uitgaven van de overheid (G), en het saldo uit de internationale handel (Export minus Import). In de meeste geïndustrialiseerde landen nemen de consumptieve uitgaven ongeveer 2/3 van het geheel voor hun rekening. Ook is volgens de Keynesiaanse opvattingen de hoogte van de investeringen een functie van het actuele niveau van de bestedingen van consumenten. Daarmee wordt echter voorbijgegaan aan het gedrag dat binnen de *bedrijfskolom* wordt vertoond door vragers en aanbieders van grondstoffen en halffabricaten. De hoogte van het nationaal inkomen wordt gemeten op het niveau van de markt voor consumentengoederen en dat geeft een onvolledig beeld. Indien met alle tussenliggende stappen rekening wordt gehouden, blijkt dat de omvang van de bestedingen van consumenten niet meer de belangrijkste component is binnen de nationale economie. In de woorden van Skousen:

"In chapter 6 of this book, I resolve the thorny issue by demonstrating that consumer spending is not, in fact, the largest sector of the economy and thus is not the driving force behind economic growth. The consumers-spending myth comes from a misreading of GDP statistics. Estimated quarterly in the industrial world, GDP represents the value of all final goods and services produced in a country during the year. (...) For example, in the United States, consumer spending now represents 70 percent of GDP, 65 percent in the United Kingdom, 58 percent in Germany, and 57 percent in Japan. Knowing this fact, reporters often follow retail spending patterns as the key to future economic behavior and the stock market

because, they note in the United States, 'consumer spending represents two-thirds of the economy'." [Skousen 2007, p. xiii]¹⁴

Vanzelfsprekend zag Keynes ook dat investeren, en daarmee de beschikbaarheid van vermogen, noodzakelijk is. In zijn opvatting is het echter de taak van de overheid de benodigde middelen ter beschikking te stellen en het investeren aan te moedigen. Als de benodigde middelen niet voorhanden zijn, dan is het de taak van de overheid die *ex nihilo* in het leven te roepen. Deze inflatoire ingreep zorgt voor verdere aantasting van de kwaliteit van de uit het marktproces voortvloeiende signalen.

In *The Structure of Production* gebruikt Skousen het volgende, aan Michio Morishima ontleende, citaat:

"In order to establish modern capitalism, in the sense of a progressive economic system where capital is accumulated and capitalistic production is carried out on a larger scale year by year, both capitalists and workers must be frugal by nature." [Skousen 1990, pp. 366-367]

Sparen is noodzakelijk en bij een groeiende economische bedrijvigheid zijn groeiende spaarsaldi noodzakelijk. Daarom is het onlogisch sparen te ontmoedigen en te bestraffen. Het belasten van inkomen uit sparen en beleggen ligt economisch gezien niet voor de hand.¹⁵ In veel landen bestaan sterke pensioenfondsen die een belangrijke rol spelen bij het functioneren van de vermogensmarkt. In Nederland is het collectieve karakter van de pensioenfondsen een, voor verbetering vatbaar, nadeel, omdat het de keuzevrijheid en de arbeidsproductiviteit belemmert.

De markt voor kapitaalgoederen en de vermogensmarkt zijn beide gediend bij het bestaan van gezond geld. Financiële beslissingen worden genomen op grond van verwachte resultaten die in monetaire termen worden uitgedrukt. De tijdhorizon kan zowel bij sparen als investeren vele jaren omvatten. Pensioenen worden opgebouwd door het betalen van premies over een periode van 40 jaar of langer. Ertsen, olie en gas komen uit bronnen die tientallen jaren

14 Skousen [2007, p. xiv] werkt als alternatief met *Gross Domestic Expenditures*. Dat is de som van *Intermediate Production or Output* en *Gross Domestic Product*. In de Verenigde Staten wordt tegenwoordig ook gewerkt met het overeenkomstige begrip *Gross Output*. Consumptie beslaat dan 40 procent van het totaal en investeringen en halffabricaten ongeveer 52 procent. Deze benadering is niet helemaal correct, omdat niet de totale besteding wordt gemeten, maar de netto bestedingen. De prijzen in de detailhandel worden verminderd met de inkoopprijzen. Indien wel met bruto prijzen wordt gerekend, daalt het aandeel van de consumptie.

15 Het door een economisch subject op rechtmatige wijze verworven inkomen benadeelt op geen enkele wijze de economische positie en situatie van andere subjecten. Uit dien hoofde is de vraag gerechtvaardigd waarom in veel landen het verwerven van inkomen relatief zwaar wordt belast. De sterkste schouders leveren de grootste bijdrage aan welvaart en welzijn.

achtereen worden geëxploiteerd. Dat roept om een zo stabiel mogelijke reken-eenheid. In onze huidige wereld is het werken met fiatgeld onvermijdelijk en dat roept de suggestie op dat in dezelfde monetaire eenheid wordt gerekend. Het uitdrukken van prijzen in dezelfde monetaire eenheid impliceert niet dat sprake is van constante koopkracht. Bij het knikkeren gaat het niet alleen om de hoeveelheid knikkers, maar ook om de waarde van de knikkers. Onze monetaire eenheden zijn qua waarde in de tijd niet stabiel. Dat is binnen een marktproces overigens onvermijdelijk. Ook een monetaire eenheid die op een standaard, bijvoorbeeld goud of zilver, wordt gebaseerd, is aan waardeveranderingen onderhevig. Het vinden van een rijke goudader kan tot gevolg hebben dat meer goud in omloop komt, waardoor de koopkracht van het goud zal dalen. De mogelijkheid dat de wereld plotseling met een additionele hoeveelheid goud wordt overspoeld, is echter niet voor de hand liggend.¹⁶ Daarentegen is op dit moment¹⁷ sprake van, op kunstmatige wijze ontstane, monetaire overvloed, terwijl de wijze waarop het additionele fiatgeld uit de economie moet verdwijnen, bepaald nog niet vaststaat. Dat maakt het nemen van zinrijke beslissingen voor de lange termijn niet eenvoudig.

Voor het nemen van beslissingen die tot waardecreatie moeten leiden, is het goed voorzien van de productiestructuur noodzaak. Binnen het CAPM wordt risico gedefinieerd als volatiliteit van de prijs (koers). Daarbij wordt geen rekening gehouden met de achtergrond van de in beschouwing genomen ondernemingen. Op grond van hetgeen in hoofdstuk 3 over het heterogene karakter van kapitaalgoederen is opgemerkt, kan worden geconcludeerd dat een zeer specifieke eigenschap die voor lange tijd wordt vastgelegd de onderneming minder flexibel maakt. De productiestructuur waarbinnen een onderneming functioneert, heeft invloed op de stabiliteit van de verwachte geldstromen. In dit verband wordt zowel de interne productiestructuur bedoeld als de verticale structuur van de gehele *bedrijfskolom*. Binnen de onderneming is met betrekking tot flexibiliteit vooral de aard van de uitgaven van belang. Een voor een lange periode overeengekomen onveranderlijke uitstroom van geld bijvoorbeeld, leidt bij een sterk wisselende instroom van geld tot een hoger risico dan indien sprake zou zijn van een flexibele uitstroom van geld. Indien een onderneming zich aan de top van het productieproces bevindt, waardoor het relatief lang duurt voordat de consument over het finale product kan beschikken, is over het algemeen sprake van een meer risicovolle onderneming [Skousen 1994, pp. 231-243]. Bedrijfstakken die sterk gevoelig zijn voor de rentestand (tijdvoorkeur), zoals de huizenmarkt of leasemaatschappijen, ver-

16 Volgens Skousen blijkt uit historische cijfers dat de wereldgoudvoorraad nog nooit met meer dan 5 procent per jaar is gegroeid [Skousen 1990, p. 368]. Ook dit historisch resultaat biedt geen garantie voor de toekomst. De relevante vraag is welke verwachtingen met betrekking tot de toekomstige productie bestaan. Die informatie komt door het handelen van actoren op markten geleidelijk tot stand.

17 Najaar 2009.

tonen over het algemeen meer volatiele bedrijfsresultaten. Deze inzichten zijn nuttig bij het nemen van investerings- en beleggingsbeslissingen.

Veel ondernemingen zijn opgebouwd uit activiteiten met sterk verschillende karakteristieken met betrekking tot de verwachte in- en uitstroom van geld. Op basis van het eerder genoemde *entity-concept* (zie paragraaf 3 van hoofdstuk 4) is het gebruikelijk de door een onderneming te genereren geldstroom als leidraad voor het waarderen te gebruiken. Dat gebeurt in de praktijk echter op grond van een aangeleerde vaste aanpak. Vrijwel alle te waarderen objecten en subjecten beschikken over individuele kenmerken. Het is dan de vraag of de elegantie van één verwachte vrije geldstroom opweegt tegen het gevaar dat te weinig aandacht wordt besteed aan de onderliggende geldstromen. In de praktijk wordt risico vrijwel altijd vertaald in een hogere vermogenskostenvoet, waardoor *ceteris paribus* een lagere economische waarde ontstaat. Het zonder veel nadenken verhogen van de disconteringsvoet roept het probleem van dubbeltellingen¹⁸ op en kan leiden tot sterke onderschatting van de economische waarde. Het alternatief bestaat uit het analyseren, benoemen en waarderen van de te onderscheiden geldstromen. Het bezwaar van vrijwel alle samengestelde begrippen,¹⁹ zoals nettowinst of de totale vrije geldstroom, is het verlies aan inzicht met betrekking tot de verschillende componenten waaruit het begrip is opgebouwd. De Oostenrijkse School benadrukt het complexe karakter van het kapitaalgoed dat wij als onderneming aanduiden. Het komt de kwaliteit van het waarderingsproces ten goede als aan dat karakter ruim aandacht wordt besteed.

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

Bij het beschrijven en toelichten van de waarderingsopdracht is het belangrijk direct aan het begin duidelijk te maken wat er wordt gewaardeerd en waarom die waardering plaatsvindt. Het handelen van economische subjecten kan immers alleen worden begrepen indien de context van dat handelen duidelijk is. Economisch gezien handelen mensen om hun positie en situatie te verbeteren.

Het te waarderen object moet op eenduidige wijze worden omschreven, omdat alleen de uit dat object voortvloeiende geldstromen voor het bepalen van de waarde in aanmerking komen. Deze eis is vooral van belang indien delen van grote organisaties worden gewaardeerd. Ook als een kapitaalgoed

18 In dit verband wordt wel over de zogeheten teller/noemer discussie gesproken. Indien bij het vaststellen van de vrije geldstroom (de teller) reeds rekening wordt gehouden met risico leidt het opnemen van een soortgelijke risicocomponent in de vermogenskostenvoet (de noemer) tot het twee maal in de berekening meenemen van hetzelfde risico.

19 Op het gevaar dat schuilt in het werken met aggregaten en gemiddelden wijst bijvoorbeeld Spadaro [1956].

separaat wordt gewaardeerd, kunnen op dit gebied problemen ontstaan. Kapitaalgoederen kunnen alleen opbrengsten genereren indien tevens een complementaire productiefactor wordt ingezet. In veel gevallen zal dit de factor arbeid zijn. Het is van belang dat de waardeerder beseft dat economische waarde ontstaat op grond van te verwachten geldstromen. Bij het beschrijven van het object zal derhalve aandacht moeten worden geschonken aan de wijze waarop het object opbrengsten kan genereren. In de meeste gevallen zal de bepaling van de economische waarde mede worden beïnvloed door de fiscale positie en situatie (bijvoorbeeld het bestaan van een fiscale eenheid of het werken binnen een internationale structuur met verschillende fiscale achtergronden). Ook de juridische omstandigheden kunnen op de uitkomst van de waardering invloed uitoefenen (bijvoorbeeld het gegeven dat in Nederland geldt dat vervreemding van de onderneming, of een deel daarvan, niet leidt tot het verbreken van arbeidsovereenkomsten).

Verder is het doel van de waardering van belang. Bij een beoogde transactie kunnen de verschillende factoren die tot economische waarde leiden anders worden beoordeeld dan indien wordt gewaardeerd ten behoeve van een geschil of voor het bepalen van de hoogte van een uit onrechtmatig handelen voortvloeiende schadeclaim. Niet alleen is sprake van verschillende markten, ook de mate van 'vrijwilligheid' kan een rol spelen. Het verkopen van aandelen in een beursgenoteerde onderneming is iets geheel anders dan het, geheel of gedeeltelijk, verkopen van aandelen in een vennootschap zonder beursnotering. Bij samenwerkingsvormen die bestaan bij de gratie van sterke menselijke interactie is het ontstaan van wat, enigszins omfloerst, *incompatibilité des humeurs*²⁰ wordt genoemd, vaak een reden van elkaar afscheid te nemen. Deze 'vrijwillige' handeling is van een andere orde dan indien met het oog op de pensioengerechtigde leeftijd aandelen worden aangeboden. Bij beoogde transacties zal het bereiken van een zo hoog mogelijk resultaat over het algemeen overheersen. Bij het bepalen van de hoogte van een schadeclaim kan het maximaal te bereiken doel in beginsel niet hoger liggen dan het herstellen van de economische positie en situatie die de benadeelde zou hebben gehad indien het schade veroorzakend evenement niet had plaatsgevonden. Bij het beslechten van een geschil komt in veel gevallen het bereiken van een voor beide partijen acceptabele uitkomst in de plaats van het bereiken van het 'beste' resultaat. In geval van geschillen en schade is meestal geen sprake van een marktproces. Dat betekent dat partijen niet door loven en bieden tot een op wilsovereenstemming steunende overeenkomst komen, maar genoeg moeten nemen met een door 'derden' bepaalde uitkomst.

Door het subjectieve karakter van het economisch waardebegrip ontstaat de behoefte tot wat, overigens niet correct, een objectieve toets wordt genoemd. In fiscale zaken wordt daarbij vaak gebruik gemaakt van het begrip 'waarde

20 In persberichten wordt in het algemeen niet gesproken over het feit dat mensen elkaar de tent uitvechten.

in het economisch verkeer'. Voor waardeerders is dit een hoogst ongelukkig geformuleerd begrip. Doordat het woord 'waarde' erin voorkomt kan het misverstand ontstaan dat hier het economisch waardebegrip wordt bedoeld. Daarvan is echter geen sprake, omdat het begrip economische waarde berust op een mentale exercitie; dus voor derden niet waarneembaar is. Economisch verkeer ontstaat door menselijk handelen en daarom kan het begrip 'waarde in het economisch verkeer' alleen slaan op een uit dat onderling handelen voortkomende prijs. Deze prijs is in veel gevallen wel door 'derden' waarneembaar. Uit de opvattingen van de Oostenrijkse economen blijkt duidelijk dat waarde en prijs niet mogen worden verward.²¹ Voor het bereiken van een betere positie en situatie is het nodig dat de betaalde prijs afwijkt van de toegekende waarde. Indien het begrip 'waarde in het economisch verkeer' op verkeerde wijze wordt gebruikt, ontstaan nodeloze discussies en onbegrijpelijke beslissingen.

6.2.6 Het calculeren van de vrije geldstromen

Uit de opvattingen van de Oostenrijkers valt te concluderen dat voor het bepalen van waarde moet worden uitgegaan van concrete handelingen van echte mensen op werkelijke markten. Voor het verkrijgen van hetgeen door de actor wordt gewenst, moet iets worden opgeofferd dat voor de andere marktpartij van belang is. Daar waarde aan de marge wordt bepaald, is het duidelijk dat moet worden uitgegaan van het uitwisselen van, economisch gezien, concrete zaken. In het geval van economische waarde dient het woord concreet niet te worden verward met materiële aanwezigheid. Concreet geformuleerde, realistische, verwachtingen bepalen de waarde. Het verleden heeft geen economische waarde, omdat de daarin bereikte resultaten voor de beoogde, huidige handeling niet langer van economisch belang zijn. Economische waarde is een zogeheten *ex ante* begrip en daarom kan alleen van verwachtingen worden uitgegaan.

In een economie die niet op directe ruil is gebaseerd, zal het tussengooed geld als een concrete zaak worden gezien. Gezien de eis van concreetheid zijn zaken die geen concrete beschikkingsmacht vertegenwoordigen, zoals bijvoorbeeld winst, niet geschikt om als waarde bepalende opbrengst dienst te doen. Daar de bedoeling van het handelen ligt in het bereiken van een meer geprefereerde positie en situatie moet worden uitgegaan van netto-opbrengsten. Het is duidelijk dat de omzet die aan een bepaald kapitaalgoed kan worden toegeschreven in dit opzicht niet voldoet. Voor het verkrijgen van een inkomende geldstroom, de door klanten gekochte goederen vermenigvuldigd met hun

21 Het feit dat sommige economen ook bij het beschrijven van de opvattingen van de Oostenrijkse School van de misvatting uitgaan dat prijzen gelijk zijn aan waarden helpt niet. Zie bijvoorbeeld P.C. Traa [1969, p. 117].

prijs, moet werk worden verzet en dat gaat gepaard met het ontstaan van een uitgaande geldstroom. In dit verband valt in eerste instantie te denken aan lonen, grondstoffen en ingekochte diensten. Verder moet rekening worden gehouden met het feit dat ondernemers over het algemeen werken op basis van het principe dat de kost voorgaat op de baat. De ondernemer financiert de onderneming en maakt daartoe gebruik van beschikbaar gesteld vermogen. Dat vermogen wordt alleen beschikbaar gesteld indien de verschaffers daarvan kunnen rekenen op een beloning. De ondernemer betaalt over het beschikbaar gestelde vermogen een vergoeding: de vermogenskosten. Ook deze vormen een uitgaande geldstroom. Die geldstroom kan alleen worden betaald indien de omvang van de binnenkomende geldstroom voldoende groot is. Voor het verkrijgen van inzicht in de geldstroomkarakteristiek van een onderneming is het daarom handig de geldstromen te splitsen in geldstromen met een operationeel en een financieel karakter.

De operationele geldstroom bestaat uit de gegenereerde geldomzet na omzetbelasting waarop de gelduitstroom die verband houdt met de operationele activiteiten in mindering wordt gebracht. Over het operationele resultaat moet over het algemeen (vennootschaps)belasting worden betaald. Daar de meeste ondernemingen de boekhouding niet op kasbasis bijhouden, kan niet rechtstreeks gebruik worden gemaakt van boekhoudkundige informatie. Ook de in veel jaarrapporten opgenomen staat van herkomst en besteding der middelen (kasstroomoverzicht²²) geeft niet op rechtstreekse wijze inzicht in de operationele geldstroom van de onderneming. Het saldo van de liquide middelen *ultimo* van het boekjaar wordt weliswaar verkregen door de mutatie die uit de voornoemde staat naar voren komt, maar dat saldo is een combinatie van operationele en financiële geldstromen. Daarom wordt voor het waarderen meestal uitgegaan van het begrip vrije geldstroom (*Free Cash Flow*). In het dagelijks leven spreken de meeste mensen over de vrije kasstroom. Deze onzuivere vertaling van het Engelse '*cash*' kan tot misverstanden leiden. De kas van de onderneming stelt over het algemeen niet zo veel voor. Wat wel van belang is, zijn de door de onderneming opgewekte geldstromen. Verder komt uit het bovenstaande naar voren dat uit de operationele geldstromen de financiële geldstromen moeten worden betaald. Als maat voor de economische waarde dient dan de (operationele) vrije geldstroom. Het is belangrijk in te zien dat de waarde van de onderneming tot stand komt door het bestaan van die geldstromen. Vervolgens wordt vastgesteld of die geldstroom zo groot is dat daaruit ten minste de vermogenskosten kunnen worden betaald. De vrije geldstromen moeten een zodanige omvang hebben dat daaruit ten minste de rente en aflossingsverplichtingen plus de kosten voor het ter beschikking gestelde eigen vermogen kunnen worden voldaan.

22 Dit kasstroomoverzicht mondt niet zonder meer uit in het voor de waardebepaling van belang zijnde begrip vrije geldstroom (*Free Cash Flow*).

Omdat economische waarde een begrip is op basis van een visie op lange termijn spelen de te verwachten investeringen een belangrijke rol. De investeringen van vandaag zorgen immers voor de opbrengsten van morgen. Bij het bepalen van de omvang van de operationele vrije geldstroom wordt daarom ook rekening gehouden met de te verwachten uitgaven voor investeringen. De financiering daarvan kan soms plaatsvinden uit de operationele geldstroom, maar bij een groeiende onderneming zal vaak behoefte ontstaan aan additionele financiering. Door het inhouden van resultaten kan de ondernemer over door de onderneming gegenereerde geldmiddelen gaan beschikken. Daarnaast kan een beroep worden gedaan op verschaffers van vreemd vermogen en de aandeelhouders. Daarvoor zijn onderhandelingen nodig en die gaan met transactiekosten gepaard. Vandaar dat veel ondernemers proberen een deel van de benodigde financiering op interne wijze te laten ontstaan. Het is eveneens duidelijk dat mutaties in de hoeveelheid liquide middelen zelf geen invloed kunnen hebben op de economische waarde van de onderneming. Het aantrekken van een nieuwe lening en het uitbetalen van dividend hebben, evenals het aantrekken of terugbetalen van eigen vermogen, geen invloed op de economische waarde van de onderneming. Die kan alleen worden beïnvloed door de verwachte (operationele) vrije geldstromen en de vermogenskostenvoet.

6.2.7 De omvang van de reeks vrije geldstromen

Bij het bepalen van de vrije geldstroom wordt in de praktijk uitgegaan van het (in de tijd) splitsen van de in beginsel oneindige stroom opbrengsten. De zogeheten planperiode omvat een variabel aantal jaren waarin gedetailleerde verwachtingen met betrekking tot specifiek benoemde geldstromen zichtbaar worden gemaakt. Het aantal jaren dat de planperiode omvat, houdt verband met de tijd die nodig is om tot een stabiele geldstroom te komen. Die stabiliteit is noodzakelijk, omdat op basis daarvan de berekening van de zogeheten eindwaarde (restwaarde) plaatsvindt. Bij die berekening wordt uitgegaan van één geldstroom met een constant karakter. De afzonderlijke geldstromen zijn dan, in tegenstelling tot de verwachtingen die voor de planperiode worden opgesteld, niet meer zichtbaar. Een belangrijk kenmerk voor de vereiste stabiliteit bestaat uit de gelijkheid van investeringen en afschrijvingen. Alle investeringen bestaan dan per definitie uit vervangingsinvesteringen. De stabiele geldstroom wordt over het algemeen aangepast voor de verwachte inflatie. Gezien de vereiste stabiliteit kan met betrekking tot de verwachte inflatie alleen worden uitgegaan van een constante verwachting. Indien nodig kan de berekening van de eindwaarde ook plaatsvinden door het introduceren van meerdere perioden. Zo is het denkbaar dat voor de eerste drie jaar van een gedetailleerde prognose wordt uitgegaan, terwijl daarna een periode van bijvoorbeeld zes

jaar volgt waarin de onderneming sterker zal groeien dan haar omgeving. In de derde periode wordt dan tenslotte uitgegaan van een stabiele ontwikkeling.

Binnen de Oostenrijkse School verzet niets zich tegen de opvatting dat wordt gewerkt met meerdere, op de toekomst betrekking hebbende, perioden. Met betrekking tot de omvang van de te gebruiken reeks verwachtingen valt meer te zeggen.

In dit proefschrift wordt uitgegaan van de veronderstelling dat het universum zowel een begin als een einde kent. Bij het waarden wordt in de praktijk voor het bepalen van de eindwaarde gewerkt met een oneindige reeks vrije geldstromen. Formeel past deze benadering niet binnen de eerder genoemde veronderstelling. Natuurlijk staat dit formalisme enigszins gelijk aan het zoeken naar spijkers op laag water. Voor de economische realiteit zijn geldstromen die ver in de toekomst worden verwacht niet erg relevant.²³ Aan de andere kant is de vanzelfsprekendheid waarmee voetstoots wordt aangenomen dat de onderneming vele tientallen jaren blijft bestaan wel erg gemakzuchtig. Vanuit het perspectief van de Oostenrijkse School is de levensduur niet het grootste probleem. Wel de daaraan gekoppelde veronderstelling dat sprake is van een gedurende die tijd constante, afgezien van de verwachte inflatie, vrije geldstroom. Binnen de Oostenrijkse School speelt de factor tijd een belangrijke rol. In hoofdstuk 3 is duidelijk naar voren gekomen dat het bestaan van tijd leidt tot dynamiek. Niet alleen veranderen de omstandigheden voortdurend, ook de actoren zijn op verschillende punten op de tijdlijn niet hetzelfde. Dat maakt het werken met een langdurige constante vrije geldstroom tot iets onrealistisch. Natuurlijk zou de levensduur tot een bepaald punt kunnen worden begrensd, maar dat is, bij gebrek aan een theoretisch fundament, pure willekeur. De verwachting van een oneindige vrije geldstroom is gebaseerd op de gedachte dat de ondernemer en zijn opvolgers telkens weer in staat zullen zijn die geldstroom tot stand te laten komen. Dat vereist het bestaan van een markt en het bestaan van ondernemers die zich op alerte wijze binnen het marktproces kunnen bewegen. De noodzaak van de aanwezigheid van die vereisten kan expliciet in het waarderingsrapport worden genoemd.

6.2.8 Onzekerheid omtrent verwachtingen en welk deel daarvan is te calculeren

Binnen de *mainstream* wijze van waarden wordt meer over risico dan over onzekerheid gesproken. Het feit dat onzekerheid niet is te kwantificeren zal daarbij een belangrijke rol spelen. Ondernemen bestaat echter bij de gratie van onzekerheid. Volgens de aanhangers van de Oostenrijkse School dient in ieder geval aandacht te worden geschonken aan het verschil tussen onzeker-

23 De actuele waarde van € 1.000 miljard die 250 jaar vanaf nu wordt verwacht, is slechts € 45 indien tegen 10 procent contant wordt gemaakt.

heid en risico. Onder gegeven omstandigheden, alle verwachtingen zullen materialiseren zoals verwacht, kan geen economische winst tot stand komen. In dat geval zullen wel alle productiefactoren op adequate wijze kunnen worden beloond. Bij het vaststellen van die beloning zal in ieder geval met het te kwantificeren deel van onzekerheid, het risico, rekening moeten worden gehouden.

In de praktijk van het waarderen wordt onderscheid gemaakt tussen het zogeheten operationele risico en het financiële risico. Uiteraard is tussen deze twee vormen van risico geen strakke scheiding mogelijk en tegelijkertijd kan ook sprake zijn van wederzijdse beïnvloeding. De hieruit voortvloeiende vraagstukken vereisen een goed beargumenteerde aanpak. In de praktijk wordt vaak gekozen voor het onderbrengen van alle risico's in de noemer van de waarderingsbreuk. Meestal gebeurt dit door het verhogen van de vermogenskostenvoet. Het bezwaar van die aanpak is dat de risico's niet meer afzonderlijk in beeld kunnen worden gebracht, terwijl het op onoordeelkundige wijze verhogen van de vermogenskostenvoet leidt tot een lage economische waarde. Aan de andere kant van het spectrum bevinden zich mensen die ervoor pleiten alle risico's in de teller van de waarderingsbreuk te verwerken. Daarbij wordt zowel gebruik gemaakt van op, quasi objectieve, kansverdelingen berustende vrije geldstromen als van vrije geldstromen die op basis van strikt subjectieve verwachtingen tot stand zijn gekomen. Indien alle risico's in de teller van de waarderingsbreuk zijn verwerkt, kan uiteraard voor het berekenen van de economische waarde gebruik worden gemaakt van de risicovrije rentevoet. Tussen deze extremen ligt de volgende oplossing. Het theorema van Modigliani&Miller laat zien dat door het toevoegen van vreemd vermogen het risico van het eigen vermogen toeneemt. Daarom werken de verschaffers van eigen vermogen bij het bepalen van de voor hen relevante vermogenskostenvoet ook met het onderscheid tussen de kostenvoet voor het eigen vermogen *unlevered* en *levered*.²⁴ De kostenvoet voor het eigen vermogen *levered* ligt per definitie hoger dan de kostenvoet voor het eigen vermogen *unlevered*. Het verschil is op te vatten als de additionele risicopremie die ontstaat doordat gedeeltelijk ook met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Naarmate dat deel groter is zal de risicopremie toenemen. Dit financiële risico maakt derhalve al deel uit van de bij het waarderen te gebruiken vermogenskostenvoet. Het lijkt zinrijk daarvan gebruik te blijven maken. Indien ook de overige risico's zichtbaar moeten worden gemaakt, en daar valt in het kader van het besluitvormingsproces veel voor te zeggen, lijkt het voor de hand te liggen die risico's via de vrije geldstroom zichtbaar te maken.

Volgens de Oostenrijkse School hebben kapitaalgoederen een heterogeen karakter en dat houdt in dat het niet zonder meer is toegestaan de resultaten van alle aanwezige kapitaalgoederen te sommeren. Kapitaalgoederen worden

24 Op basis van de volgende vergelijking kan de zogeheten kostenvoet voor het eigen vermogen *levered* (Kel) worden bepaald: $Kel = Keu + (Keu - Kv) \times V/E$.

bijeengebracht op basis van een specifiek plan en de verwachte geldstromen komen uit die specifieke combinatie voort. Daaraan kan in beginsel ook een specifiek risico zijn verbonden. De consequentie is dan dat de kapitaalgoederen per specifieke combinatie moeten worden gegroepeerd en dat de uit deze combinatie voortvloeiende geldstromen maatgevend zijn voor de economische waarde van die combinatie. Binnen een onderneming bestaan over het algemeen meerdere van deze specifieke groepen en daarvan dient de waarde separaat te worden vastgesteld. In de loop van de tijd zullen ook weer nieuwe specifieke groepen ontstaan die vervolgens ook separaat moeten worden gewaardeerd. Door het sommeren van alle vrije geldstromen wordt geen rekening gehouden met de specifieke achtergrond van de te waarderen kapitaalgoederen. Ook de factor tijd speelt hierbij een rol. Stel dat op het waarderingsmoment sprake is van het bestaan van twee specifieke combinaties van kapitaalgoederen. De eerste combinatie loopt trager dan oorspronkelijk verwacht en de tweede presteert veel beter dan oorspronkelijk verwacht. Het gevolg kan zijn dat de vrije geldstromen zich als totaal volgens plan ontwikkelen, de economische waarde van de onderneming blijft op peil, toch wijkt de onderliggende situatie af van hetgeen oorspronkelijk werd verwacht. Op grond van het voorgaande dient de economische waarde van de onderneming te worden vastgesteld op basis van het sommeren van de economische waarden van de binnen die onderneming aanwezige specifieke combinaties van kapitaalgoederen. Dit standpunt levert overigens wel praktische problemen op. Zo kan het voorkomen dat de onderneming over onvoldoende inzicht beschikt ten aanzien van de bron van de vrije geldstromen. De boekhouding van de onderneming wordt vaak op een tamelijk hoog aggregatieniveau bijgehouden. De totale loonsom van een onderneming is soms eenvoudiger te bepalen dan de loonsom voor een specifieke groep medewerkers. Verder kan sprake zijn van onderlinge dienstverlening en het op arbitraire wijze toerekenen van uitgaven die gemoeid zijn met de leiding van de onderneming. Daarom wordt in de praktijk meestal uitgegaan van het *entity-concept*. Alle geldstromen worden dan aan de onderneming toegerekend zonder dat de onderliggende structuur van de onderneming zichtbaar wordt gemaakt. Het is echter mogelijk dat hierdoor het zicht op de feitelijk ontwikkelingen wordt versluierd. Een meer project georiënteerde benadering bij het waarderen kan hier soelaas bieden.

6.2.9 Calculeren van de economische waarde

Indien de vrije geldstromen zijn vastgesteld, kan worden overgegaan tot het bepalen van de economische waarde van die geldstromen. Het bestaan van tijdvoorkeur maakt het onmogelijk de verwachte geldstromen zonder meer te sommeren. Toekomstige goederen hebben een lagere waarde dan huidige goederen. Door middel van de techniek van het contant maken van toekom-

stige geldstromen (disconteren) is het mogelijk verwachte geldstromen uit te drukken in een economische waarde van vandaag. Het vaststellen van de daarbij te gebruiken disconteringsvoet vormt een praktisch probleem. In de praktijk wordt gebruik gemaakt van het begrip vermogenskostenvoet. De gedachte daarachter berust op de volgende redenering. Voor het opzetten en drijven van een onderneming is geld nodig. De ondernemer investeert met het oog op te verwachten geldstromen. Het benodigde geld kan niet worden gebruikt voor consumptieve bestedingen en dat betekent dat binnen de economie spaarders aanwezig moeten zijn. Zowel consumenten als producenten zijn tot sparen in staat. Het vormen van een spaartegoed berust op een vrijwillige keuze waarbij de afweging plaatsvindt op basis van de bekende economische beslisregel dat actoren verwachten door een bepaalde handeling in een betere positie en/of situatie terecht te komen. Spaarders verwachten een opbrengst. De hoogte van die verwachte opbrengst is een kwestie van subjectieve overwegingen waarbij onder meer rekening wordt gehouden met onzekerheid en risico. De door de spaarders verlangde opbrengst moet door de ondernemer worden opgebracht. Daarom spreken ondernemers over vermogenskosten: de uitgaven die gepaard gaan met het aantrekken en gebruiken van vermogen.

Ondernemingen worden gefinancierd met spaargeld van consumenten en producenten. De opbrengst van de onderneming moet voldoende groot zijn om alle noodzakelijke uitgaven, inclusief die voor het aantrekken van het vermogen, te kunnen dekken. Op basis van de Oostenrijkse School zal, door het binnen een marktproces bij elkaar komen van spaarders en ondernemers, een vergoeding ontstaan die op het moment van het sluiten van de desbetreffende overeenkomst voor beide partijen acceptabel is. Indien geen sprake zou zijn van verdere ontwikkelingen zal die vergoeding, voor een bepaalde vorm van vermogensverstrekking, rond een bepaald niveau blijven schommelen. In navolging van het begrip 'natuurlijke rentevoet' kan worden gesproken over een natuurlijke vermogenskostenvoet. De uit de vermogensmarkt voortkomende signalen vormen voor andere marktpartijen noodzakelijke elementen voor het ontwikkelen van nieuwe plannen. Het is duidelijk dat de aanhangers van de Oostenrijkse School ook met betrekking tot de hoogte van de vermogenskostenvoet subjectieve uitgangspunten hanteren. Eventueel voorkomende buitenissige opvattingen zullen binnen het marktproces vanzelf worden geëlimineerd. Per soort vermogen zal een natuurlijke, dat is een uit het marktproces voortkomende, vermogenskostenvoet ontstaan.

Waardeerders maken in de praktijk vaak gebruik van het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).²⁵ Dit model heeft zich binnen de academische wereld

25 Voor achtergronden en kritiek wordt verwezen naar: Bachelier [1969], Baskin en Miranti [1997], Bernstein [1992], Bodie *et al.* [1993], Black [2010], Brigham en Capenski [1997], Elton en Gruber [1981], Fama en Miller [1972], Haug en Taleb [2008], Haugen [1995], Lengwiler

ontwikkeld tot een vrij dominante opvatting. De laatste jaren is echter in toenemende mate sprake van sterke kritiek.²⁶ Het probleem is namelijk dat het model niet is ontwikkeld voor het waarderen van ondernemingen.

De achtergrond van het ontstaan van het CAPM ligt in de vraag of een individuele belegger op consistente wijze de beurs kan verslaan. Indien de markt op efficiënte wijze werkt, kan daarvan geen sprake zijn. De in het CAPM gebruikte risicofactor (de *bèta*) is ontwikkeld om te komen tot goed gediversifieerde aandelenportefeuilles. Daar het CAPM ook uitgaat van de (evenwichts)gedachte dat prijs en waarde gelijk zijn, is de bruikbaarheid voor het waarderen ten behoeve van een mogelijke transactie zeer twijfelachtig. Kort gezegd komt deze gedachte op het volgende neer: op basis van de zogeheten risicovrije rentevoet (R_f) wordt een opslag vastgesteld voor het feit dat in een beleggingscategorie (aandelen) wordt belegd die meer risico omvat dan risicovrije beleggingen. Deze opslag is onder de naam 'gemiddelde marktpremie' bekend. Die premie wordt berekend op basis van het extra rendement op aandelen, boven de risicovrije rentevoet, aangepast voor het individuele risico van een specifieke onderneming. Als referentie voor het extra rendement wordt de gehele beurs of een bepaalde groep aandelen gebruikt. Dat risico wordt gemeten op basis van de *bèta*.²⁸ De gedachte achter diversificatie (Markowitz [1959] en de *Modern Portfolio Theory*²⁹) is dat door het combineren van aandelen met verschillende *bèta's* het risico³⁰ kan worden verminderd. Indien diversificatie perfect werkt, wordt de belegger alleen beloond voor het feit dat binnen een hogere risicoklasse (*asset class*) wordt belegd. Op deze plaats wordt niet ingegaan op de vraag of het CAPM als diversificatiemiddel goed

[2004], Malkiel [1990 (1973)], Markowitz [1959 en 2002], Miller en Modigliani [1961], Miller [1999], Pasour [1989], Sharpe [1964], Shostak [1997] en Summers [1985 en 1986].

26 In een artikel in de *Financial Times* schrijft Tony Tassell [2007] onder de kop "The Long View: Pricing model that is fine in theory but worthless in reality" dat binnen het model op onjuiste wijze met het begrip risico wordt omgegaan. Een van de grondleggers van de theorie, Markowitz, wordt aangehaald en zegt dat het CAPM gelijk staat aan het bestuderen van "the motions of objects on earth under the assumption the earth has no air." Rubinstein [2006] belicht een deel van de onstaansgeschiedenis. Fox [2009] schenkt naast het opgaan en blinken ook aandacht aan het verzinken.

27 In feite kan geen sprake zijn van risicovrije beleggingen. Het is dan ook beter te spreken over schier risicovrije beleggingen. In de meeste landen betreft het langlopende staatsleningen, waarvan wordt aangenomen dat het risico dat niet wordt afgelost vrijwel nihil is. Wel blijft het zogeheten maturiteitsrisico (tussentijds wisselende rentestanden) bestaan, ook is het in beginsel mogelijk dat wordt afgelost in (door inflatie) minderwaardig geld.

28 De '*β*' (*bèta*) is de $\text{cov } i, j / \text{var } i$. (De covariantie i, j gedeeld door de variantie i .)

29 De *Modern Portfolio Theory* (MPT) werd ontwikkeld door Harry Markowitz [1959]. Volgens deze theorie wordt het risico van de portefeuille als geheel verlaagd door beleggingen over verschillende beleggingscategorieën (*asset classes*) te spreiden. Op deze theorie werd later het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) geënt.

30 Het is belangrijk stil te staan bij de vraag welk risico wordt gemeten. De *bèta* laat zien dat bepaalde aandelen een onstuimiger koerskarakteristiek vertonen dan andere. Dat wil nog niet zeggen dat de onderliggende onderneming zich bezighoudt met riskante operationele activiteiten. Bij het waarderen van een individuele onderneming is het laatste van belang.

werkt. In dit proefschrift staat de vraag centraal op welke wijze de economische waarde, van bijvoorbeeld een onderneming, kan worden bepaald. In het kader van het bovenstaande komen dan ook enkele problemen en vragen op.

Als eerste is het belangrijk vast te stellen dat de vraag naar de economische waarde van een onderneming zeker niet hetzelfde is als, en ook niet mag worden verward met, de vraag hoe op efficiënte wijze een portefeuille kan worden gevormd. In veel gevallen is de onderneming voor de directeur-grootaandeelhouder veruit het belangrijkste bezit en is geen sprake van een portefeuille met deelnemingen. Verder komt de *bèta* tot stand door het meten van de relatie tussen de bewegingen van koersen (is een prijs) en een index. Daarmee toont het model zijn neoklassieke karakter; uitgaan van het belang van de evenwichtsprijs. Daardoor ook wordt aan het model verklarende kracht onttrokken. Handelen kan alleen worden begrepen uit de wens tot het toevoegen van waarde. Ook komt de vraag op of koersbewegingen iets zeggen over het operationele of financiële risico van een individueel bedrijf. Daarmee is de vraag welk risico nu eigenlijk wordt gemeten ook nog niet beantwoord. Kunnen aandelen wel op deze wijze worden gehomogeniseerd? Als laatste wordt opgemerkt dat het meten van *bèta's* per definitie berust op geschiedschrijving. Bij het nemen van beleggings- en investeringsbeslissingen staat echter de toekomst centraal.

Het CAPM is, zoals gezegd, ontstaan om aan te tonen dat de markt efficiënt is en dat het niet mogelijk is voor een individuele belegger om de beurs op consistente wijze te verslaan. Een dergelijke situatie wordt in de *finance* literatuur wel aangeduid met het woord evenwicht.

“Equilibrium means there are no opportunities to make abnormal profits; more generally, it means that there are no easy ways for people to shift positions in a way that makes everyone better off.” [Black 2010, p. xxi]

Justin Fox [2009] gaat uitgebreid in op de achtergronden die hebben geleid tot het ontstaan van dit model. Op deze plaats volstaat een samenvatting van de gedachten achter het CAPM. Perry Mehring schreef in het voorwoord bij Black's *Business Cycles and Equilibrium* het volgende:

“The standard financial CAPM starts from the idea that there is an exogenously given supply of various different securities, and proceeds to work out a theory of market-clearing security prices given the risk preferences of wealth holders (Treynor 1962, Sharpe 1964, Lintner 1965). In equilibrium, everyone holds the market portfolio and adjusts risk exposure by borrowing or lending at the riskfree rate. In equilibrium, the expected return on any given risky asset depends on its riskiness, which is measured by the covariance of its return with the market as a whole. More risk means higher expected return, but not necessarily higher actual return since returns fluctuate around their expected value.” [Black 2010, p. xi]

De Oostenrijkers zullen onmiddellijk wijzen op het probleem dat ontstaat door het gegeven zijn van verschillende soorten effecten. De vraag die zij zullen stellen is waarom deze effecten bestaan en hoe de verschillende marktpartijen aan hun portefeuille zijn gekomen en met welk doel. Zijn effecten wel economische goederen? Door uit te gaan van gegevens die alleen door economische analyse kunnen worden verkregen, wordt deel van de economische wetenschap afgezonderd. Het is de vraag of dit zinrijk is. Volgens Mises kan de economische wetenschap niet worden gesplitst in min of meer onafhankelijke deelgebieden.

“But economics necessarily must be a complete and united whole. In economics there can be no specialization. To deal with a part one must do so on the foundation of a theory that comprises all the problems.” [Mises in Hülsmann 2007, p. 213]

Voordat vragen over waarde en prijs kunnen worden gesteld dienen eerste de fundamentele vragen te worden beantwoord.

Het CAPM voldoet niet aan de Oostenrijkse eisen met betrekking tot het kunnen vaststellen van economische waarde. Het uitgangspunt van het model wordt gevormd door de gedachte dat prijs gelijk is aan waarde en dat betekent dat sprake moet zijn van evenwicht. In een dergelijke situatie kan niemand door handelen zijn positie of situatie verbeteren. Zolang die situatie voortduurt, is het voorspellen van prijzen geen probleem en kan door middel van een vergelijking het ‘model’ van de markt worden beschreven. Daar de markt als efficiënt wordt verondersteld, alle informatie wordt vrijwel onmiddellijk in de koersen verwerkt, zal sprake blijven van een evenwicht. Deze visie wordt vooral aangehangen door mensen met een mechanistische kijk op de wereld. De effectenbeurs vertegenwoordigt voor de wiskundigen uit deze school een interessant mathematisch vraagstuk. De eerste stappen op deze weg zijn gezet door de Franse wiskundige Louis Bachelier [1969] die in de negentiende eeuw opmerkte dat de kans om op de beurs stelselmatig geld te verdienen gelijk is aan nul. Op elk moment is de kans op een stijging van de koers even groot als de kans op een daling. Volgens Bernstein [1992] heeft Bachelier een uitspraak gedaan³¹ over de beweging van de koersen: “(...) stock prices vary according to the square root of time, which bears a remarkable resemblance to molecules randomly colliding in space.” [Skousen 1994, p. 231] Dit fenomeen is bekend geworden onder de naam *Brownian motion* en kan worden gekenschetst als een ‘*random walk*’. Deze theorie gaat uit van de veronderstellingen dat koersbewegingen een *random* patroon vertonen en niet zijn te voorspellen. Beleggingsadvies, uitspraken over verwachte resultaten en het trachten door middel van patroonherkenning (*chart-reading*) te doorzien hoe de koersen gaan bewegen, is allemaal zinloos [Malkiel 1990, p. 24].

31 De letterlijke uitspraak is te vinden op pagina 38 van de *Annales Scientifique de l'École Normale Supérieure*, 3^e série, tome 17, pp. 21-86. Zie ook: Davis [2006, pp. 33 en 134].

Ook voor de aanhangers van de Oostenrijkse School is deze benadering niet erg vruchtbaar. Zij gaan immers uit van de handelende mens die op basis van eigen oordelen en inzichten tot een beslissing komt. De miljoenen transacties die elke dag worden uitgevoerd, mogen niet als geaggregeerde, collectieve, handeling worden bekeken. Volgens het methodologisch individualisme, ligt het startpunt van het onderzoek bij het individueel gedrag. Die benadering gaat uit van de vraag waarom al die transacties worden uitgevoerd? Voor de Oostenrijkse School is het hoofddoel van de wetenschap het kunnen verklaren en niet het kunnen voorspellen. Het karakter van de economische wetenschap is kwalitatief en niet kwantitatief van aard.

Het Oostenrijkse uitgangspunt dat alleen onder onzekerheid kan worden gehandeld, wil niet zeggen dat geen rationele verwachtingen kunnen worden opgesteld. Mensen begrijpen andere mensen; de waargenomen prijsbewegingen zijn deel van een keten causale verbanden en prijzen zijn het gevolg van een transactie. Die transactie is met bepaalde bedoelingen aangegaan en die achtergrond is in beginsel te kennen. Door zorgvuldige analyse van de handelingen der marktpartijen is het wel degelijk mogelijk inzicht te krijgen in wat de toekomst mogelijk zal brengen. Beleggers vertonen ondernemend gedrag en weten dat alleen onder onzekerheid kan worden gehandeld.

Veel wetenschappelijke inzichten op het terrein van de financiële economie gaan uit van de zogeheten *Modern Portfolio Theory* (MPT). In 1990 werd de Nobelprijs voor economie toegekend aan Harry Markowitz [1959, 2002], Merton Miller [1999, 1961] en William Sharpe [1964]. Zij kregen de prijs voor hun werk op het gebied van het kwantificeren van risico met betrekking tot het samenstellen van een beleggingsportefeuille. In hun werk komen zij tot drie belangrijke conclusies: “(1) rates of return are related directly to investment risk; (2) investors should not try to beat the market; and (3) investors should diversify their portfolios as much as possible.” [Skousen 1994, p. 236] De gedachte dat het lopen van risico moet worden beloond, is bepaald niet opzienbarend. De vraag doet zich voor hoe dat risico is te meten. De gangbare oplossing wordt gevormd door de *bèta* die de relatieve volatiliteit van de koersbeweging van een aandeel meet. Vanuit een Oostenrijks perspectief is het probleem dat wordt uitgegaan van waargenomen koersveranderingen. De Oostenrijkers zien statistiek als een bijzondere vorm van geschiedschrijving. Voor de veronderstelling dat hetgeen werd waargenomen zich ook in de toekomst zal voordoen, is een theorie nodig. De waarneming alleen is niet voldoende. Van een theoretisch fundament is geen sprake. Bij het bestuderen van de geschiedenis kan worden vastgesteld dat zich na verloop van tijd situaties voordoen die vergelijkbaar zijn met eerder waargenomen situaties. Het probleem zit in de constatering dat die herhaling niet voldoende identiek is. “There is no reason why a stock’s Beta cannot change radically over time, as the result of modifications in company management, the product line or customer demand.” [Skousen 1994, p. 236] Nu, op de grens van 2009 en 2010, zijn de geluiden over de

efficiënte markt en de betrouwbaarheid van *bèta's* bepaald niet optimistisch.³²

Binnen de Oostenrijkse School is gewezen op het feit dat de structuur van de aanwezige kapitaalgoederen niet homogeen is. De MPT gedachte gaat daarentegen uit van de opvatting dat aandelen een homogene beleggingscategorie vormen. "Austrian economics suggests that further advances could be made along the lines of what might be called an 'intertemporal pricing model' (IPM). IPM disaggregates stocks into sectors according to their place along the intertemporal transformation process." [Skousen 1994, pp. 236-237] Volgens dit model zijn koersen van aandelen van bedrijven die werken met goederen van hoge orde onstuimiger dan de koersen van bedrijven die werken met kapitaalgoederen van lagere orde. Generaliserend gezegd, hoe hoger in de *bedrijfskolom* des te onstuimiger de koers. De redenering achter dit fenomeen berust op een combinatie van de door de Oostenrijkse School ontwikkelde conjunctuurtheorie en de Oostenrijkse inzichten met betrekking tot de productiestructuur. Door veranderingen in de geldhoeveelheid, de rentestand en overheidsingrijpen wordt de structuur van de economie, en als gevolg ook die van de financiële markten, beïnvloed. Door het kunstmatig verlagen van de rentestand en het vergroten van de in omloop zijnde geldhoeveelheid ontstaat een kunstmatige hoogconjunctuur (*boom*) met name in de kapitaalgoederenindustrie en op het terrein van beleggingen. Het gevolg is dat ondernemers die bovenin de *bedrijfskolom*³³ actief zijn sneller gaan uitbreiden. De productie van bedrijven die werken met kapitaalgoederen van hoge orde bestaat uit toekomstige consumentengoederen die nog een lange weg hebben te gaan, voordat zij in handen komen van consumenten. Branches die relatief veel met kapitaalgoederen werken, zijn derhalve gevoeliger voor veranderingen in de rentestand dan branches die zich dicht bij het eindpunt van de *bedrijfskolom* (de consument) bevinden. Het omgekeerde valt eveneens waar te nemen. Een stijging van de rentevoet zal voor goederen van hogere orde meer invloed hebben dan voor goederen van lagere orde. Dit inzicht verklaart waarom de koersen van mijnbouwbedrijven en ondernemingen die zich bezighouden met het produceren van kapitaalgoederen over het algemeen onstuimiger bewegen dan de koersen van bedrijven die direct aan de consument leveren. Daarnaast is, volgens Skousen, ook binnen een branche het verschil in de koersbeweging te zien. Bijvoorbeeld binnen de olie-industrie zijn de koersen van de op exploratie gerichte ondernemingen meer volatiel dan van de ondernemingen die zowel exploreren, raffineren en aan de pomp verkopen [Skousen 1994, p. 239].

32 Voor de geïnteresseerde lezer biedt *The Myth of the Rational Market* van Justin Fox [2009] een aanknopingspunt voor verder onderzoek.

33 De *bedrijfskolom* toont de verschillende fasen die een goed moet doorlopen om uiteindelijk als consumentengoed te kunnen worden aangeboden. Als het goed een lange weg heeft te gaan om van de oerproducent tot in de handen van de consument te komen, bijvoorbeeld bij mijnbouw, speelt de tijdvoorkeur een belangrijke rol.

Ook de uitzonderingen op de regels worden door deze theorie verklaard. De auto-industrie en de huizenmarkt worden vaak beschouwd vanuit het klantenperspectief. Toch wordt ook hier volatiel koersgedrag aangetroffen. De verklaring wordt geleverd door het inzicht dat ook deze bedrijfstakken, net als de markt voor kapitaalgoederen, zeer gevoelig zijn voor veranderingen in de rentestand. "According to IPM, stock volatility is a function of the total period of production *and* consumption." [Skousen 1994, p. 238]

Met betrekking tot de binnen de financiële economie vaak verdedigde stelling dat beleggers niet op consistente wijze de beurs kunnen verslaan, omdat de markt nu eenmaal efficiënt is, neemt de Oostenrijkse School een ander standpunt in. Volgens de '*strong version*' van de efficiënte markttheorie is de markt in staat alle nieuwe informatie snel op te nemen en in de koersen te verwerken. Daardoor kan niemand, behalve door toeval, het op lange termijn beter doen dan de beurs. Deze theorie vertoont veel overeenkomsten met het geloof in het bestaan van evenwicht op een markt met volledig vrije mededinging. Het probleem van die theorie, en ook van de efficiënte markthypothese,³⁴ is dat geen rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat ondernemende mensen, in de jacht op resultaat, onevenwichtige omstandigheden laten ontstaan of dat onevenwichtige omstandigheden lang kunnen bestaan. Daarnaast wordt er geen rekening mee gehouden dat de markt wellicht een tendentie heeft tot evenwicht, maar dat voldoende tijd bestaat om regelmatig van de onevenwichtigheid te profiteren. De ondernemende belegger is net als de ondernemer van Kirzner [1973, 1979 en 1992] alert op het vinden van afwijkingen. De meer alerte belegger profiteert. Ook de beleggingsmarkt is een dynamisch marktproces. Dat betekent uiteraard niet dat iedereen het beter kan doen dan de markt. Door te spreken over iedereen wordt immers over de gehele markt gesproken. Niet iedereen kan profiteren van de bodemprijzen om vervolgens ook met zijn allen op de top uit te stappen. Naar analogie met de wijze waarop economische winst kan ontstaan, kan worden gezegd dat iemand die het beter doet dan de markt profiteert van vergissingen [Skousen 1994, pp. 239-240]. Sommige beleggers zijn beter dan andere. De efficiënte markthypothese gaat uit van een collectieve marktbeving en verliest daardoor het zicht op handelingen van het individu. Volgens de Oostenrijkse School moet de analyse echter bij het individu beginnen.

Veel van hetgeen hierboven werd opgemerkt, wordt door in de praktijk werkzame waardeerders onderkend. Zij maken bij het waarderen van niet ter beurse genoteerde vennootschappen vaak gebruik van het zogeheten *Build-Up*³⁵ model bij het vaststellen van de hoogte van de vermogenskosten. Ook

34 De veronderstelling dat de tot stand gekomen prijzen op financiële markten altijd en volledig alle beschikbare informatie reflecteren.

35 De naam *Build-Up* wordt ontleend aan de wijze waarop de vermogenskostenvoet wordt opgebouwd. Uitgaande van de zogenaamde risicovrije rentevoet wordt een opslag gehanteerd voor het feit dat in een andere beleggingscategorie (bijvoorbeeld aandelen) wordt

daarbij wordt gestart met het vaststellen van de risicovrije rentevoet. Vervolgens worden opslagen gehanteerd voor het feit dat in een andere beleggingscategorie wordt belegd en daarbij komt meestal nog een opslag voor specifieke risico's. De laatste opslag wordt in die visie vooral beïnvloed door moeilijk te redresseren afhankelijkheden. Bijvoorbeeld de afhankelijkheid van een grote klant of leverancier. Voor bedrijven die een zeer stabiele ontwikkeling kennen zou een afslag kunnen worden gehanteerd.

In veel waarderingliteratuur wordt gesuggereerd [Pratt 1998, p. 5] dat de vermogenskostenvoet moet worden gekoppeld aan het object van waardering. Dat lijkt een restant van de opvatting dat sprake kan zijn van een zogeheten objectieve waarde. Deze objectivistische opvatting staat op gespannen voet met de inzichten van de Oostenrijkers die waarde nadrukkelijk in de relatie subject-object plaatsen. Uit feitelijke prijsvormingsprocessen blijkt ook dat verschillende partijen verschillende prijzen voor eenzelfde object betalen op grond van de gedachte dat zij dat object op verschillende wijzen gaan gebruiken.

Uit het mathematisch model blijkt ook dat waardeerders, net als controlerend accountants bij het afgeven van een goedkeurende verklaring, uitgaan van de zogeheten continuïteitsveronderstelling. Daarmee wordt formeel tot uitdrukking gebracht dat de onderneming een zeer lange toekomst voor zich heeft,³⁶ immers alle verwachte geldstromen worden bij de waardebepaling in aanmerking genomen. Dat roept de vraag op of het bij het vaststellen van de economische waarde van de onderneming wel realistisch is uit te gaan van de elegante wiskundige veronderstelling van een oneindig aantal jaren. Kan het gedachtegoed van de Oostenrijkse School hier een ander licht op doen werpen?

In dit proefschrift wordt uitgegaan van de veronderstelling dat alles een begin en een einde heeft, dus ook de onderneming. Het feit dat een rechtspersoon in beginsel voor een onbeperkt aantal jaren wordt opgericht, werkt enigszins misleidend. Tot op dit moment is het nog geen onderneming gelukt om oneindig te bestaan. Op eenvoudige wijze valt waar te nemen dat ondernemingen met regelmaat verdwijnen. Niet alleen komen faillissementen regelmatig voor, ook fusie, overname en reorganisaties zorgen voor het uit de natuur bekende: opgaan, blinken en verzinken. Dat betekent dat de waardeer-

belegd. Vervolgens kunnen dan opslagen of afslagen worden gehanteerd voor de specifieke positie en situatie. Daarvoor is echter geen theorie beschikbaar. Vandaar dat dit model wel het model van de 'geopenbaarde subjectiviteit' wordt genoemd.

36 Het wiskundige symbool voor oneindig suggereert ten onrechte dat sprake zou zijn van een oneindig lang bestaan van een onderneming. Een dergelijke levensduur valt feitelijk niet waar te nemen. Uit het beroemde voorbeeld van Hilbert's Hotel valt af te leiden dat oneindig betekent dat je net zoveel eenheden gebruikt als je nodig hebt, maar dat, indien zou blijken dat je meer eenheden nodig hebt, het altijd mogelijk is een extra eenheid toe te voegen.

der veel aandacht moet schenken aan de wijze waarop de zogeheten eindwaarde tot stand komt.³⁷

Eén van de kenmerken van de Oostenrijkse School is de op het individu gerichte methodologie. Aggregeren is, door het subjectieve karakter van het waardebegrip, gevaarlijk. Bij het waarderen van ondernemingen in de praktijk wordt, vooral als vereenvoudiging, uitgegaan van de gedachte dat de onderneming als een entiteit moet worden gezien. De onderliggende structuur is veelal dat sprake is van elkaar opvolgende en overlappende 'projecten'. Dit betekent dat het wellicht zuiverder is om de economische waarde per project te berekenen en vervolgens die waarden te sommeren. De economische waarde wordt dan beperkt tot de contante waarde van de op het waarderingsmoment aanwezige projecten, en de eventuele investeringsplannen voor de eerstvolgende jaren. Een eventuele nieuwe eigenaar zal aan de aanwezige en op uitvoering wachtende projecten een eigen waarde toekennen. Niet alleen omdat hij van andere verwachtingen met betrekking tot de vrije geldstroom zal uitgaan, maar ook omdat sprake kan zijn van een andere vermogenskostenvoet. De verdere continuïteit hangt af van de nieuwe eigenaar en die zal daarvoor aan de oude eigenaar niet te veel willen betalen. Feit is wel dat de oude eigenaar de (juridische en organisatorische) structuur aanbiedt waarbinnen het mogelijk is geldstromen te genereren. Natuurlijk is het mogelijk dat bepaalde economische objecten, te denken is aan beeldmerken, merknamen en andere rechten, voor een zeer groot aantal jaren geldstromen kunnen genereren. Dat doet niet af aan de constatering dat in de praktijk vaak zonder veel nadenken wordt uitgegaan van een oneindig aantal geldstromen. De invloed kan groot zijn. Indien in het eerder genoemde voorbeeld³⁸ zou worden uitgegaan van een restperiode van maximaal 15 jaar dan reduceert de waarde, uitgaande van een wereld zonder inflatie, tot:

$$\sum_{n=1}^{15} \frac{66}{(1 + 0,10)^n} = 502,0012.$$

Dat is ten opzichte van de oorspronkelijke eindwaarde, ad 660,³⁹ een daling van bijna 24 procent.

De gedachte dat de restperiode niet zomaar tot oneindig kan worden opgerekt, vindt verder steun in de observatie dat in de dynamiek van het economisch leven voortdurend ondernemingen ontstaan en teloor gaan. Dat geldt in veel sterkere mate voor de producten en diensten die de ondernemin-

37 In *Valuing Companies* van Alan Gregory [1992, pp. 260-265] wordt aan het probleem met betrekking tot het vaststellen van de eindwaarde expliciet aandacht gegeven. Zie over dit onderwerp ook Vis [2009].

38 Hoofdstuk 5, paragraaf 2.1.5.

39 Oorspronkelijke eindwaarde is: $66/0,10 = 660$.

gen aanbieden. Uiteraard is het zo dat de ondernemingen als organisch geheel, gedreven door de opvattingen en handelingen van de individuen die deel uitmaken van dat organisch geheel, de neiging zullen vertonen zo lang mogelijk in leven te blijven. Daar ook het werkzame leven van de individuen aan beperkingen onderhevig is, zullen opvolgingsfricties van technische en menselijke aard problemen gaan veroorzaken.

Financiële economie in het algemeen, en het onderwerp waarden in het bijzonder, is uiterst gevoelig voor *performativity*.⁴⁰ Zo behelst bijvoorbeeld de efficiënte markthypothese niet alleen een analyse van koersbewegingen op de financiële markten vanuit een strikt extern gezichtspunt gezien, maar is de hypothese ook vermengd geraakt met hetgeen op de markten plaatsvindt. De hypothese is in haar uiteindelijke vorm ontwikkeld door Eugene Fama [1972] en werd de kern van de moderne financiële economie. In de woorden van Michael Jensen: "I believe there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis." [geciteerd door MacKenzie *et al.* 2007, p. 4] Volgens de Oostenrijkse School kunnen waarnemingen niet als bewijs dienen indien geen sprake is van een bijbehorende theorie.

Doordat op basis van deze hypothese het verslaan van de markt, behalve door geluk, niet mogelijk is, kwam de ontwikkeling van zogeheten *index-tracking funds* op gang. Deze fondsen beleggen zodanig dat de resultaten daarvan overeenstemmen met die van een bepaalde index. Door het volume van die fondsen wordt invloed uitgeoefend op de koersen. Uit verschillende onderzoeken waarin de hypothese werd getest, blijkt dat het toch wel mogelijk is zo nu en dan de index te verslaan. Kennelijk is het niet zo dat altijd alle informatie in de koers is verwerkt. Vervolgens ontstaan technieken om de geconstateerde anomalieën zo snel mogelijk op het spoor te komen en van de situatie gebruik te maken, waardoor de koers weer naar een evenwicht tendeeft. "It is this kind of interweaving of 'words' and 'actions' – of representations and interventions – that the concept of 'performativity' is designed to capture." [MacKenzie *et al.* 2007, p. 5] Toegepaste economie leidt niet zelden tot het formuleren van een '*self-fulfilling prophecy*'. Voor het goed kunnen voorspellen is dat wellicht geen bezwaar. In dit proefschrift staat voorspellen niet centraal, maar verklaren. Het karakter van economische waarde wordt niet verklaard door het gegeven dat economische waarde kan worden berekend en dat die berekeningen ook in de praktijk worden toegepast. Wetenschappelijke verklaring vergt, in de opvatting van de Oostenrijkers, *Verstehen*; het doorgronden van het handelen van economische subjecten. In dat opzicht is het veelzeggend dat Milton Friedman, die deel uitmaakte van Markowitz's promotiecommissie, tijdens de verdediging opmerkte: "(...) Harry, you have a problem. It's not economics; it's not business administration; it's not math-

40 Bij de volgende uiteenzetting wordt sterk geleund op MacKenzie's *Do Economists Make Markets?* [2007, pp. 4-5].

ematics.” [Fox 2009, p. 55] Vervolgens komt Marschak, zijn promotor, aan het woord, die zegt ‘en het is ook geen literatuur.’ Daarna blijkt dat “(...) half a century later, Friedman stood by what he had said. Every statement there is correct. It’s not economics; it’s not mathematics; it’s not business. It is something different. It’s finance.” [Fox 2009, p. 55]

In hoofdstuk 5 zijn drie casus gepresenteerd. Hieronder worden de belangrijkste verschillen tussen het operationele begrip economische waarde en de opvattingen van de Oostenrijkse School naar voren gebracht.

6.3 CASUS

6.3.1 Casus 1: transactie

Deze casus heeft betrekking op een voorgenomen transactie binnen besloten kring. Om onaangenaamheden te vermijden, hebben betrokkenen besloten een commissie van drie waarderingsdeskundigen (verder: de Commissie) een bindende uitspraak te laten doen omtrent de economische waarde van het over te dragen pakket aandelen (50 procent) in een holding die voornamelijk deelnemingen beheert op het terrein van de exploitatie van meubelzaken en vastgoed.

6.3.1.1 *Het te waarden object en het doel van die specifieke waardering*

De Commissie heeft zich beperkt tot het waarden van de operationele activiteiten van de onderneming. Voor het bepalen van de waarde van de vrij omvangrijke portefeuille vastgoed heeft men zich verlaten op de door op dat terrein deskundige taxateurs verschaft informatie. Die uitkomst heeft overigens wel direct invloed op de berekende waarde van de operationele activiteiten, omdat de daarvoor benodigde huurprijzen zijn afgeleid van de door de vastgoedtaxateurs verschaft waarde. Hier doet zich overigens ook een moeilijkheid voor. Uit het door de Commissie opgemaakte rapport valt niet duidelijk en ondubbelzinnig op te maken welke opdracht aan de vastgoedtaxateurs is verstrekt. In de vastgoedwereld bestaat de neiging vooral te taxeren en niet te waarden. Dat zou in dit geval betekenen dat vermenging van waarde en prijs ontstaat. In veel rapporten wordt niet duidelijk gemaakt of sprake is van een taxatie of van een waardering. Het schatten van een te verwachten prijs heeft vooral zin indien reeds inzicht bestaat in de economische waarde. Verder gaat de Commissie terecht in op het gegeven dat de holding uit meerdere deelnemingen bestaat die separaat moeten worden gewaardeerd. Het feit dat een onderneming economisch gezien als kapitaalgoed moet worden gekwalificeerd, leidt ertoe dat de Commissie veel aandacht schenkt aan de zakelijke omgeving van het te waarden object. De economische waarde van een kapitaalgoed wordt bepaald door het feit dat consumenten waarde hechten

aan de uit het kapitaalgoed voortvloeiende consumentengoederen. In het rapport wordt duidelijk gemaakt dat de waardering op een bepaalde datum heeft plaatsgevonden. Die datering is van belang om na te kunnen gaan of de berekening op de juiste wijze heeft plaatsgevonden. Uiteraard kost het vervaardigen van een rapport tijd en dat betekent dat het rapport aan belanghebbenden wordt verstrekt op een datum die niet gelijk is aan het waarderingsmoment. In sommige gevallen wordt het rapport geruime tijd later verstrekt. Gezien het dynamische karakter van marktprocessen is het in beginsel mogelijk dat op het moment van uitbrengen van het rapport een (geheel) andere economische waarde tot stand zou komen. Die mogelijkheid wordt in het rapport niet expliciet genoemd.

6.3.1.2 Het calculeren van de verwachte vrije geldstromen

Uit het door de Commissie vervaardigde rapport wordt duidelijk dat voor de waardering gebruik is gemaakt van vrije geldstromen. Daarmee volgt de Commissie een theoretisch juist uitgangspunt. Voor het formuleren van de verwachtingen omtrent die vrije geldstromen maakt de Commissie in eerste instantie gebruik van de door belanghebbenden verstrekte gegevens. Als vervolgens wordt geconstateerd dat die verwachtingen tamelijk ver uiteen liggen, besluit de Commissie tot het hanteren van door de Commissie geformuleerde verwachtingen. Deze stap laat zien hoe belangrijk het economische uitgangspunt is dat zegt dat moet worden gewaardeerd op basis van de positie en situatie van betrokkenen. In dit geval is sprake van een potentiële koper en verkoper. Deze redeneren vanzelfsprekend vanuit een geheel andere positie en situatie. Met betrekking tot de door belanghebbenden geformuleerde verwachtingen wordt dat zichtbaar gemaakt. Bijkomend probleem voor waarderingsopdrachten zoals deze is dat partijen kunnen pogen door het formuleren van extreme verwachtingen het waarderingsproces te beïnvloeden. De Commissie onderkent het gevaar en ontwikkelt een meer neutrale kijk op de te verwachten ontwikkelingen. De subjectiviteit van belanghebbenden moet dan wel voor de leden van de Commissie duidelijk zijn en blijven. Door het formuleren van een eigen visie, zoals de Commissie doet, kan de gewenste subjectiviteit worden gemaskeerd.

Uit het rapport blijkt dat de Commissie gebruik heeft gemaakt van externe bronnen bij het beschrijven van de markt en het formuleren van verwachtingen. Hoewel deze stap terecht is, moet worden vastgesteld dat het bepalen van de economische waarde moet plaatsvinden op basis van te verwachten geldstromen. Die verwachtingen zijn per definitie onzeker en subjectief. Het raadplegen van externe bronnen kan dit niet verhelpen. Daarmee krijgt de Commissie een grote verantwoordelijkheid jegens haar opdrachtgevers. Eigen onderzoek naar de subjectieve beweegredenen van de opdrachtgevers moet voorafgaan aan het raadplegen van externe bronnen. Deze laatste kunnen wel als toelichting worden gebruikt. Het financiële belang is groot en dat zou kunnen

leiden tot gedrag waarbij de leden van de Commissie tot een te voorzichtig oordeel komen. Waarderingsdeskundigen die zich bedienen van een beroepskwalificatie, bijvoorbeeld Register Valuator (RV), zijn over het algemeen onderworpen aan gedrags- en beroepsregels en zij kunnen tuchtrechtelijke gevolgen verwachten indien een belanghebbende bij de waarderingsuitspraak kan aantonen dat fouten zijn gemaakt of dat gebruik is gemaakt van een onjuiste methodologie.⁴¹ Gezien het individuele karakter van waarderingsvraagstukken is dat geen sinecure.

Uiteindelijk kiest de Commissie voor het berekenen van de economische waarde op basis van de eigen verwachtingen. Daarbij wordt rekening gehouden met twee varianten. De prognoses worden in eerste instantie opgebouwd op basis van 'winst voor rente en belastingen'. De uiteindelijke waardering vindt plaats op grond van de verwachte vrije geldstromen.

6.3.1.3 De omvang van de reeks vrije geldstromen

Het voor deze casus vervaardigde (originele) rapport laat zien dat wordt gewaardeerd op basis van een reeks oneindige geldstromen. Op conventionele wijze wordt die reeks in twee delen gesplitst. Als eerste wordt uitgegaan van de zogeheten planperiode. In dit geval omvat de planperiode 12 jaar. Deze lange periode is naar het oordeel van de Commissie noodzakelijk om de gevolgen van lopende en binnenkort te verwachten investeringsprojecten goed in kaart te brengen. Met betrekking tot het berekenen van de eindwaarde (restperiode) geeft de Commissie aan dat daarbij wordt uitgegaan van de verwachting dat de inflatie zich op een constant niveau van 2 procent per jaar zal blijven bewegen.

Ook bij het vaststellen van de omvang van de reeks vrije geldstromen valt het op dat zonder veel overwegingen wordt uitgegaan van de verwachting dat de onderneming zal blijven bestaan en in staat zal zijn gedurende haar levensduur vrije geldstromen te genereren. Binnen de Oostenrijkse School wordt de veranderlijkheid van het economisch leven benadrukt. Die veranderlijkheid heeft op meerdere terreinen betrekking. Niet alleen kunnen voorkeuren van consumenten veranderen, maar ook zal sprake zijn van technologische veranderingen en wijzigingen van wet en regelgeving. Daarnaast zal ook de ondernemer in de loop van de tijd afscheid moeten nemen en worden vervangen door een ander mens. Dat geldt evenzeer voor de (naaste) medewerkers van de ondernemer. Door zonder meer uit te gaan van verwachtingen op lange termijn ontstaat het gevaar dat aan het belang van deze veranderingen te

41 Strakke regelgeving kan tot het onbedoelde effect leiden dat mensen zich laten leiden door algemeen aanvaarde opvattingen en niet handelen op basis van de juiste opvattingen. Binnen de beroepsopleiding dient derhalve de nadruk te worden gelegd op het ontwikkelen van wetenschappelijke inzichten met betrekking tot waarderingsvraagstukken en niet op het ontwikkelen van een standaardmethodologie.

weinig aandacht wordt geschonken. Ondernemerschap is geen productiefactor, maar berust op een speciale gesteldheid die ervoor zorgt dat de ondernemer is gespist op het gebruik maken van zich openbarende mogelijkheden. Het resultaat van goed ondernemerschap is economische winst en volgens de opvattingen van de Oostenrijkse School kan die alleen ontstaan als de toekomst zich anders dan verwacht materialiseert. De conclusie is dan dat moet worden gewaardeerd op grond van verwachte resultaten waarbij zodanig leiding moet worden gegeven dat die verwachtingen zich kunnen materialiseren. Dat veronderstelt dat in een waarderingsrapport expliciet aandacht dient te worden geschonken aan de marktprocessen die ervoor zorgen dat geldstromen ontstaan en aan de omstandigheden die ervoor zorgen dat de ondernemersplannen kunnen worden uitgevoerd. Deze laatste factor krijgt in het door de Commissie geschreven rapport betrekkelijk weinig aandacht.⁴²

6.3.1.4 Onzekerheid omtrent verwachtingen en welk deel daarvan is te calculeren

De Commissie besteedt expliciet aandacht aan risico door het formuleren van verschillende verwachtingen. Deze worden in zogeheten scenario's zichtbaar gemaakt. Op het moment van waarden kunnen verschillende verwachtingen worden geformuleerd met betrekking tot de op dat moment heersende economische situatie. Als de economie zich in een recessie bevindt, heeft dat invloed op het koopgedrag van consumenten. Die invloed is niet op voorhand te bepalen. Zo kan bijvoorbeeld een daling van het vrij besteedbaar inkomen gepaard gaan met dalende omzetten voor bepaalde branches en met stijgende omzetten voor andere. Het is derhalve zinrijk de verschillende mogelijkheden te benoemen en separaat te waarden. Vanuit een Oostenrijks perspectief kan wel worden opgemerkt dat in dit geval uit een schier oneindig aantal mogelijkheden twee verschillende scenario's worden opgesteld. Die worden gefundeerd naar voren gebracht, maar aan andere mogelijkheden wordt betrekkelijk weinig aandacht geschonken. Door het kiezen voor verschillende scenario's plaatst de Commissie nu een deel van de risico's in de teller van de waarderingsbreuk.

Ook in de noemer van de waarderingsbreuk wordt op expliciete wijze risico zichtbaar gemaakt. De Commissie gaat uit van de zogeheten risicovrije rentevoet. Daaraan wordt een risicopremie toegevoegd die betrekking heeft op het feit dat beleggen in aandelen niet zonder meer kan worden vergeleken met het beleggen in, door de meeste mensen als veilig beoordeelde, langlopende staatsleningen. Deze risicopremie wordt aangeduid met de term gemiddelde marktrisicopremie. De hoogte van die premie wordt door verschillende onderzoekers op regelmatige basis berekend en gepubliceerd. De Commissie heeft

42 In hoofdstuk 4 wordt vermeld dat de casus zijn gekozen op grond van de overweging dat zij de *mainstream* wijze van waarden laten zien. Een dergelijke aanpak leidt tot een gemiddelde en daarmee verdwijnen per definitie andere opvattingen buiten beeld. Dat wil niet zeggen dat dergelijke opvattingen niet bestaan.

een keuze gemaakt uit de beschikbare marktrisicopremies. Deze aanpak wordt in de praktijk op stelselmatige wijze toegepast en vindt steun in de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan het CAPM. De aanhangers van de Oostenrijkse School brengen echter naar voren dat risico een grootte is die op subjectieve wijze wordt bepaald. In deze toepassing is risico een gemiddelde dat wordt ontleend aan de bewegingen op de vermogensmarkt.

Door gebruik te maken van waargenomen bewegingen ontstaat een historische maatstaf. Economische waarde bestaat echter alleen op grond van verwachte geldstromen. Door het toepassen van een historische maatstaf op verwachtingen wordt min of meer stilzwijgend uitgegaan van de veronderstelling dat de toekomst bestaat uit herhalingen van het verleden. Die gedachte is strijdig met de uitgangspunten van de Oostenrijkse School. Door het voortschrijden over de tijdlijn veranderen zowel subject als zijn context. Door uit te gaan van een gemiddelde opslag voor het marktrisico wordt tevens de subjectiviteit van het begrip risico niet voldoende onderkend.

In het onderhavige geval wordt een operationeel bedrijf gewaardeerd ten behoeve van twee partijen die in een reële wereld, uitgaande van een verschillende positie en situatie, tot een beslissing moeten komen. Door met een gezamenlijk oordeel te komen worden weliswaar de scherpe punten die uit een directe confrontatie kunnen voortvloeien wat botter, maar tevens verdwijnt het zicht op de unieke positie en situatie van betrokkenen. Deze aanpak levert een praktische oplossing, en dat kan uiteraard ook de bedoeling van partijen⁴³ zijn, maar is als algemeen theoretisch uitgangspunt niet bevredigend.

De Commissie volgt het CAPM en dat betekent dat aan de gemiddelde marktpremie een specifieke risicofactor moet worden toegevoegd (de *bèta*). In het onderhavige geval wordt nog een additionele risicopremie toegevoegd, namelijk een opslag voor het feit dat de waardering betrekking heeft op een relatief kleine onderneming. Zoals eerder is uiteengezet, is de *bèta* een aanpassing op het gemiddelde risico dat in de marktpremie besloten ligt. De hoogte van dat risico wordt bepaald door de onstuimigheid van de koersbewegingen van het specifieke aandeel ten opzichte van de markt of een gedeelte daarvan (index). De belangrijke vraag die op grond van de Oostenrijkse inzichten kan worden gesteld, is of de op de markt gemeten (historische) *bèta* een juiste indicator is voor de subjectieve risicoperceptie van de partijen die in het onderhavige geval een transactie overwegen. Ook hier wordt niet gewerkt met een subjectieve risicofactor, maar met een gemiddelde risicofactor die ontstaat door beslissingen van mensen die zich per definitie in een andere positie en situatie bevonden. Daarnaast kan de vraag worden gesteld welk

43 Het is zeer waarschijnlijk dat partijen zich niet bewust zijn van de theoretische achtergronden van het vraagstuk van de economische waarde. De eerste taak van deskundigen is dan ook een voorlichtende. Door direct met een gemeenschappelijke uitspraak te komen, bestaat het bezwaar dat aan die voorlichtende taak niet voldoende wordt toegekomen. Het streven naar consensus is niet zelden de vijand van het beste inzicht.

risico wordt gemeten door uit te gaan van de volatiliteit van koersbewegingen. Te meer daar die volatiliteit betrekking heeft op ondernemingen die als min of meer vergelijkbaar worden beschouwd. De mate van overeenkomst worden echter nergens aangegeven.

Het CAPM gaat gemakshalve uit van de veronderstelling dat de koersbewegingen, die ontstaan door aan- en verkoopbeslissingen van individuen met betrekking tot hun beleggingsbeleid, kunnen worden getransponeerd naar de risico's binnen de te waarderen onderneming. In het geval dat sprake is van een aandelentransactie door mensen die zich binnen de onderneming van een leidinggevende positie hebben voorzien, en dus invloed kunnen uitoefenen op hetgeen binnen de onderneming zal plaatsvinden, is het op zijn minst merkwaardig dat voor het bepalen van de hoogte van het risico gebruik wordt gemaakt van een maatstaf die wordt bepaald door mensen die veel minder invloed op de gang van zaken binnen de onderneming kunnen uitoefenen. Het Oostenrijkse uitgangspunt dat mensen handelen op basis van verschillende posities en situaties krijgt hier geen aandacht. De vermogenskostenvoet is subjectief en dat betekent dat individuele overwegingen het uitgangspunt dienen te vormen.

Ook de additionele risicopremie voor 'kleine ondernemingen' wordt zonder veel omhaal aan de vermogenskostenvoet toegevoegd. De verdediging die men gebruikt bij het toepassen van een dergelijke toeslag berust op de veronderstelling dat beleggen in kleinere ondernemingen meer risico met zich meebrengt dan het beleggen in grote ondernemingen. Zelfs als deze opvatting strookt met hetgeen in de praktijk kan worden waargenomen, is dat geen wetenschappelijk bewijs, omdat met samenhang geen causaliteit wordt uitgedrukt. Wellicht is sprake van een ervaringsregel, maar dan ligt het gevaar van *performativity* op de loer. Op dit punt kunnen verschillende vragen worden gesteld waarvan de belangrijkste luidt: 'over welk risico wordt hier gesproken?' De volgende vraag is dan waarom het benoemde risico voor kleine bedrijven groter zou zijn dan voor grotere bedrijven. Wel kan worden vastgesteld dat het verkopen van aandelen in beursgenoteerde ondernemingen gemakkelijker en sneller verloopt dan het verkopen van niet ter beurse genoteerde aandelen. De additionele transactiekosten en de langere tijdspanne die met het kopen en verkopen van aandelen in ondernemingen zonder beursnotering gepaard gaan, oefenen invloed uit op de prijs van de desbetreffende aandelen. Voor het vaststellen van de economische waarde zijn die factoren niet van belang. Daarom dient de bepaling van de waarde te worden losgekoppeld van de uitspraak met betrekking tot het vaststellen van de te hanteren transactieprijs. Uit deze casus blijkt dat de Oostenrijkse opvattingen met betrekking tot het vaststellen van de economische waarde op belangrijke punten niet stroken met de uitgangspunten van de *mainstream* aanpak. Het hoge aggregatieniveau versluiert de persoonlijke afwegingen van de handelende mens. De Oostenrijkse School begint de analyse vanuit het individu.

Ook met betrekking tot het vaststellen van de vermogenskostenvoet voor het vreemd vermogen kan op verschillen tussen de praktijk en de Oostenrijkse School worden gewezen. Het vaststellen van de kostenvoet voor het vreemd vermogen levert over het algemeen minder problemen op, omdat de markt voor vreemd vermogen transparanter is dan die voor eigen vermogen. Die transparantie leidt niet tot het ontstaan van een uniforme prijs voor het vreemd vermogen. Door concurrentie ontstaan verschillen. Dat betekent dat ondernemers die vreemd vermogen aantrekken bij het nemen van de beslissing uitgaan van dat aanbod dat hun positie en situatie zoveel mogelijk zal verbeteren. Vreemd vermogen wordt in de meeste gevallen ter beschikking gesteld op basis van zekerheden. De mate waarin die moeten worden verstrekt, maakt deel uit van de te voeren onderhandelingen. Zowel het voeren van onderhandelingen als het voldoen aan de gevraagde zekerheden alsmede de daarbij behorende informatievoorziening kost geld. Deze transactiekosten maken deel uit van de financieringskosten, maar worden in de praktijk niet op deze wijze behandeld. Door het absorberen van die kosten in de algemene kosten gaan zij deel uitmaken van de operationele kosten. Het gaat echter om de vraag op welke wijze de onderneming moet worden gefinancierd. Voor het nemen van een beslissing moeten de opportunitetskosten als leidraad dienen en dat betekent dat zij in beeld moeten worden gebracht.

In veel gevallen kan voor wat het betalen van rente betreft een keuze worden gemaakt tussen variabele en vaste rente. In het eerste geval zal de bankier de overeengekomen rente aanpassen zodra de actuele marktomstandigheden daartoe aanleiding geven. In het tweede geval kan de rente alleen op een bepaald tijdstip worden aangepast. Daardoor kan een verschil ontstaan tussen de boekwaarde van het vreemd vermogen en de economische waarde daarvan.⁴⁴ Bij het waarderen van het vreemd vermogen spelen derhalve positie en situatie dezelfde rol als bij het waarderen van het eigen vermogen. Dat betekent dat in beginsel niet kan worden gewerkt met uit de markt voortkomende gemiddelden,⁴⁵ maar dat rekening moet worden gehouden met de specifieke context van het te waarderen object. In het onderhavige geval gaat de Commissie uit van de op het waarderingsmoment bestaande risicovrije rentevoet waarop een premie voor vreemd vermogen wordt toegepast. Deze premie wordt ontleend aan algemene marktgegevens. Bij het vaststellen van de vermogenskostenvoet voor het vreemd vermogen moet rekening worden gehouden met de bestaande fiscale regelingen. In veel gevallen vormt betaalde rente een fiscale kostenpost die ervoor zorgt dat de belastinggrondslag wordt

44 Indien tegen 7 procent wordt geleend (contractrente) en de actuele rente bedraagt 5 procent, dan ontstaat een nadeel voor de gefinancierde onderneming. Immers, met een gelijk bedrag aan rente zou nu meer vreemd vermogen kunnen worden verkregen of de ondernemer betaalt bij een gelijke hoofdsom minder rente. Daarom wordt bij het waarderen rekening gehouden met de economische waarde van het vreemd vermogen.

45 Voor de gevaren die kleven aan het werken met gemiddelden is de bijdrage van Spadaro [1956] interessant.

verlaagd. Het gevolg daarvan is dat de te betalen vennootschapsbelasting⁴⁶ lager uitvalt dan in het geval waarin geen rente wordt betaald. Dit voordeel valt toe aan de verschaffers van het eigen vermogen. In de waarderingspraktijk heeft zich de merkwaardige gewoonte ontwikkeld om dat voordeel⁴⁷ mee te nemen bij het bepalen van de kostenvoet van het vreemd vermogen. De kostenvoet voor het vreemd vermogen, de te betalen rente, blijft door het bestaan van het belastingeffect echter ongewijzigd. Het belastingeffect zorgt er daarentegen voor dat het waardeverlies dat door het heffen van vennootschapsbelasting ontstaat, wordt gemitigeerd.

In het onderhavige geval doet zich nog de bijzondere situatie voor dat de Commissie van mening is dat de kostenvoet voor het vreemd vermogen in de loop van de tijd zal dalen. Het is niet duidelijk uit het rapport op te maken of de opvatting van de Commissie overeenstemt met de opvatting van de opdrachtgever of is gebaseerd op de door de Commissie vervaardigde interpretatie van de economische situatie. De Commissie waardeert ten behoeve van verschillende opdrachtgevers met ieder een eigen positie en situatie. De door de Commissie voorgestelde aanpak heeft echter voor de positie en situatie van betrokkenen verschillende consequenties.⁴⁸ Het gevolg van deze aanpak is dat verschillende *wacc's* ontstaan. In beginsel bestaan hiertegen geen overwegende bezwaren, wel verdient de rekenkundige aanpak extra aandacht. In dit geval doet de gekozen werkwijze echter kunstmatig aan. De verschillen in de *wacc* zijn betrekkelijk klein. De hoofdoorzaak daarvan ligt in het gegeven dat de gehanteerde vermogensverhouding (10 procent vreemd vermogen en 90 procent eigen vermogen) ervoor zorgt dat het belastingeffect geen grote invloed kan uitoefenen op de berekende gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (*wacc*). De te gebruiken vermogensverhouding dient overeen te stemmen met de opvattingen van de opdrachtgevers. Uit het rapport wordt niet duidelijk of de Commissie de effecten van de gekozen vermogensverhouding met opdrachtgevers heeft besproken.

Door het kiezen van een op de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet gebaseerde aanpak laat de Commissie de mogelijkheid liggen het effect van het *tax shield* duidelijk naar voren te laten komen. De economische waarde van een onderneming komt tot stand door haar operationele vrije geldstromen. Het feit dat het betalen van rente in dit geval leidt tot het betalen van minder vennootschapsbelasting komt echter voort uit de vermogensstructuur. Voor

46 In dit proefschrift wordt uitgegaan van aan belastingheffing onderhevige rechtspersonen.

47 Het misverstand ligt voor de hand te denken dat dit belastingeffect (*tax shield*) ontstaat, omdat vreemd vermogen wordt aangetrokken. Dat is echter wel een noodzakelijke voorwaarde, maar niet voldoende. Het is voor het bestaan van het belastingeffect essentieel dat de betaalde rente door de fiscale autoriteiten als kostenpost wordt erkend.

48 De aard van de verstrekte opdracht maakt dat vrijwel onvermijdelijk. Waardeerders die zitting nemen in dergelijke commissies doen er verstandig aan de consequenties van de gekozen werkwijze aan hun opdrachtgevers duidelijk te maken en daarvan in het rapport verslag te doen. Positie en situatie van de opdrachtgevers moet centraal blijven staan.

analytische doeleinden is het noodzakelijk dat het onderscheid tussen operationele en financiële geldstromen zoveel mogelijk zichtbaar blijft. Additionele waarde die ontstaat door operationele activiteiten moet dan worden onderscheiden van waarde die door financiële activiteiten ontstaat.

6.3.1.5 *Calculeren van de economische waarde*

Bij het vaststellen van de economische waarde volgt de Commissie de gebruikelijke aanpak die bestaat uit het in twee delen splitsen van de oneindige toekomst. In dit geval wordt gewerkt met een planperiode met een tamelijk ongebruikelijke lengte, namelijk 12 jaar. Het gevolg is dat de economische waarde van de planperiode in het onderhavige geval een relatief groot deel uitmaakt van de totale economische waarde (in beide scenario's komt ongeveer zeventig procent van de economische waarde voort uit de eerste 12 jaar). Daar die jaren ook gedetailleerd worden weergegeven, krijgt de lezer een goed beeld van hetgeen voor die jaren wordt verwacht. Uiteraard is sprake van subjectieve verwachtingen, maar die verwachtingen worden niet in een wiskundige vergelijking verstoppt. Die geopenbaarde subjectiviteit past zeker binnen de opvattingen van de Oostenrijkse School.

Voor de verwachtingen op lange termijn (bij het berekenen van de eindwaarde) hanteert de Commissie een constante inflatie van 2 procent per jaar. Gezien de aanpak bij het vaststellen van de kostenvoet voor het vreemd vermogen is de gebruikte argumentatie in dit geval eerder sober te noemen. Met name ontbreekt een toelichting op de gehanteerde inflatie binnen de planperiode ontbreekt. Zo kan de vraag worden opgeworpen of de voorziene veranderingen in de kostenvoet voor het vreemd vermogen van inflatoire of reële aard zijn. Vervolgens moet dan in het formuleren van de verwachtingen omtrent de operationele geldstromen de verbinding worden gemaakt tussen de gekozen inflatievoet en de gebruikte monetaire grondslag. Het gebruikte percentage voor de verwachte inflatie heeft ook invloed op de gekozen vermogensstructuur. Als de verhouding in stand moet blijven, dient te worden uitgegaan van een aan de verwachte inflatie aangepaste omvang van het vreemd vermogen. In het onderhavige geval is door de gekozen vermogensstructuur, weinig vreemd vermogen, die invloed uiteraard beperkt.

De Commissie heeft de berekende economische waarde in een ander perspectief willen zetten door het maken van een vergelijking met voor gelijksoortige ondernemingen tot stand gekomen prijzen. Vanuit het perspectief van de Oostenrijkse School kan die stap worden verduidelijkt door in te gaan op het verschil tussen prijs en waarde en het expliciet noemen van de economische beslisregel. Het probleem bij deze aanpak ligt vooral in de veronderstelde vergelijkbaarheid. Daarnaast blijft de mogelijke verwarring tussen waarde en prijs op de loer liggen. In het hier behandelde geval komt de Commissie tot de conclusie dat geen prijsinformatie beschikbaar is over fusies en overnames van vergelijkbare ondernemingen. Wel zijn gegevens bekend met betrekking

tot de koersvorming van aandelen in ondernemingen die in dezelfde bedrijfstak actief zijn. Deze aanpak is op basis van de Oostenrijkse opvattingen niet correct. Ondernemen is een mede door subjectieve overwegingen geleide activiteit die tot gevolg heeft dat een unieke onderneming ontstaat. Het concept vergelijkbaarheid wordt dan ver opgerekt. Volgens de Oostenrijkse School is de specifieke combinatie kapitaalgoederen de geldgenererende eenheid. Iedere onderneming beschikt over een eigen combinatie van kapitaalgoederen die vervolgens wordt ingezet op verscheidene markten. Daar de economische waarde van kapitaalgoederen volgens de Oostenrijkse School afhankelijk is van de geldstromen, die ontstaan door de op vrijwillige basis uitgeoefende vraag van consumenten, ontstaan unieke geldstromen met een unieke economische waarde. De op deze basis tot stand gekomen vergelijkingen kunnen hoogstens een illustratief, maar geen conclusief karakter hebben. Verder wordt het verschil dat tussen markten bestaat genegeerd. De markt voor niet ter beurze genoteerde aandelen wijkt sterk af van de markt voor aandelen met een beursnotering. De Commissie onderkent het gevaar kennelijk, want in het rapport wordt opgemerkt dat de ondernemingen weliswaar beperkt vergelijkbaar zijn, maar toch wordt vervolgens aan de prijs een indicatief karakter toegekend. Het feit dat waarde en prijs verschillende grootheden zijn, komt vervolgens tot uitdrukking door het gegeven dat de door de Commissie berekende *waarderange* van de onderneming (op basis van de verwachte vrije geldstromen) aanzienlijk hoger ligt dan de uitkomsten op basis van vergelijkbare cijfers van de zogeheten '*peer group*'. Dat daar unieke factoren aan ten grondslag liggen, wordt duidelijk doordat de Commissie een lijstje verschaft met redenen die naar haar oordeel ten grondslag liggen aan het geconstateerde verschil. In dat lijstje wordt ingegaan op omstandigheden die voor de gewaardeerde onderneming specifiek zijn en tevens wordt door de Commissie in dat lijstje gewezen op het verschil tussen de prijsvorming op de effectenbeurs en de waardering van een onderneming.

Op basis van de Oostenrijkse uitgangspunten verdient het door de Commissie vervaardigde rapport op dit punt forse kritiek.⁴⁹ De Commissie zaait hier onnodige verwarring. Het essentiële verschil tussen waarde en prijs kan beter worden belicht door het vermelden van de beslisregel (mensen handelen, omdat zij verwachten na het handelen in een betere positie en/of situatie terecht te komen) en te wijzen op het feit dat voor een bestaande waarde ook een koper moet worden gevonden die bereid is een prijs te betalen. Dan zou, puur als illustratie, gewezen kunnen worden op recent tot stand gekomen prijzen voor vergelijkbare waarden. Zoals eerder opgemerkt is de handelwijze van de Commissie in overeenstemming met hetgeen door de aanhangers van de *mainstream* opvattingen naar voren wordt gebracht.

49 De Commissie volgt een aanpak die *mainstream* waardeers in de meeste gevallen zullen kiezen. De hier geuite kritiek geldt derhalve voor de algemeen heersende opvatting.

6.3.2 Casus 2: schadeclaim

In deze casus staat de vraag centraal welke schade is geleden door het noodzakelijk terugtrekken van een merknaam die ten onrechte werd geïntroduceerd. Die introductie vond plaats nadat een in merkrecht gespecialiseerde advocaat daarvoor, na onderzoek, toestemming had verleend. De benadeelde is van mening dat de advocaat de ontstane schade moet vergoeden.

6.3.2.1 *Het te waarden object en het doel van die specifieke waardering*

In dit geval vormt een schadeclaim het object van waarden en het doel van de waardering is het behulpzaam zijn van de rechtbank bij het bepalen van de hoogte van de compensatie. Economisch uitgangspunt vormt daarbij de gedachte dat de benadeelde zo veel mogelijk moet worden hersteld in de economische waarde die samenhangt met de positie en situatie zoals die bestond direct voorafgaande aan het schade toebrengend evenement. De schade is in dit geval veroorzaakt door het onrechtmatige gebruik van een merknaam. De daardoor ontstane schade dient goed te worden onderscheiden van schade die in fysieke vorm wordt toegebracht, bijvoorbeeld door het beschadigen van een machine of gebouw. In die gevallen kan door een deskundige de schade in fysieke zin worden bepaald waarna tot herstel kan worden overgegaan. De uitgaven die met het herstel gepaard gaan, zullen dan door de veroorzaker moeten worden vergoed. Het geval dat de fysieke schade tot gevolg heeft, dat het desbetreffende bedrijfsmiddel (kapitaalgoed) enige tijd niet (volledig) kan worden gebruikt, levert een tweede vorm van schade op. De omvang van die schade zal door andere deskundigen worden bepaald. Daarbij speelt de onmogelijkheid het bedrijfsmiddel (volledig) te benutten een belangrijke rol. Indien de verwachte benutting volledig bekend is, bijvoorbeeld op basis van reeds gesloten overeenkomsten, kan op betrekkelijk eenvoudige wijze de gemiste vrije geldstroom worden berekend. Indien niet op basis van overeenkomsten wordt gewerkt, zal de deskundige gebruik moeten maken van hetgeen de benadeelde met betrekking tot het toekomstig gebruik aan kan tonen. Als toetsing kan met enige voorzichtigheid gebruik worden gemaakt van overeenkomstige gegevens uit het verleden.

In het onderhavige geval is sprake van het terugtrekken van een merk dat nog slechts kort daarvoor is geïntroduceerd. Voor het introduceren zijn uitgaven verricht en die komen als eerste voor vergoeding in aanmerking. Doordat in dit geval geen sprake is van verwachte geldstromen, maar van zekere geldstromen, kan formeel gesproken geen sprake zijn van economische waarde die verloren is gegaan. In dit geval is sprake van onnodige uitgaven die voor vergoeding in aanmerking komen. Het merk had immers nooit mogen worden geïntroduceerd. Het gevolg van het moeten terugtrekken van het merk is natuurlijk dat de door de ondernemer geformuleerde verwachtingen niet kunnen materialiseren. De economische schade moet derhalve worden bepaald

op grond van onvervulde verwachtingen. Daarvoor is het bestaan van kwalitatief overtuigende informatie van het grootste belang. Indien daar geen sprake van is, kan de deskundige op grond van beproefd rationeel ondernemersgedrag, het *Verstehen* van ondernemersgedrag pogen, tot een realistische schatting komen. Volgens de opvattingen van de Oostenrijkse School is hier sprake van een kapitaalgoed. De gekozen merknaam zou immers, na introductie, op grond van rationele verwachtingen leiden tot hogere vrije geldstromen. Ook een merknaam kan naar de opvatting van de Oostenrijkse School een economisch goed⁵⁰ opleveren. Door uit te gaan van de verwachte geldstromen, zoals die op het moment van waarden bestaan, wordt recht gedaan aan de Oostenrijkse opvattingen.

6.3.2.2 Het calculeren van de verwachte vrije geldstromen

Voor het uitvoeren van economische handelingen is het noodzakelijk over koopkracht te beschikken. In het onderhavige geval is de beschikkingsmacht geen probleem, maar dat geldt niet voor de veronderstelde koopkracht. Voor het vaststellen van economische waarde dient naar de inzichten van de Oostenrijkse School gebruik te worden gemaakt van vrije geldstromen. Deze kunnen in bepaalde gevallen uit de boekhouding worden afgeleid, maar komen primair op basis van in een plan vastgelegde verwachtingen tot stand. Uit het rapport van de deskundige blijkt dat een dergelijk plan niet voorhanden is. Ook de aan de invoering van de merknaam ten grondslag liggende strategie is niet op formele wijze beschikbaar. Wel zijn mededelingen van het management voorhanden, maar die zijn gedeeltelijk van recente datum en wellicht gekleurd door de wetenschap dat sprake is van voor vergoeding in aanmerking komende schade. In dergelijke gevallen zal een deskundige op omzichtige wijze te werk gaan.

Hoewel het duidelijk is dat een merk dat uit de markt moet worden genomen economische schade oplevert, is daarmee niets gezegd over de omvang van die schade. Door het ontbreken van een formeel plan moet worden teruggevallen op de feitelijke gang van zaken en de daaruit voortvloeiende verwachtingen. De deskundige dient daarbij in de schoenen te staan van de benadeelde ondernemer, omdat diens positie en situatie ter discussie staat. In het onderhavige geval kan aan de administratie wel enige informatie worden ontleend. Dat betreft vooral de voor deze onderneming van toepassing zijnde marges. Daar sprake is van een handelsonderneming is de stap van marge naar geldstroom betrekkelijk eenvoudig. Wel blijft het probleem bestaan dat

50 Een economisch goed kan economische waarde vertegenwoordigen, maar dat betekent niet dat elke inbreuk op die waarde onrechtmatig is. Aan het bezit van een kapitaalgoed kan economische waarde worden gehecht, maar indien een concurrent over 'betere' kapitaalgoederen blijkt te beschikken kan die waarde dalen zonder dat aanspraak op schadevergoeding bestaat [Dun 2008, pp. 209-215]. Iedereen is vrij de klant betere oplossingen te bieden.

de beschikbare informatie door de benadeelde ondernemer ter beschikking wordt gesteld. Daar de beschikbare informatie van boekhoudkundige oorsprong is, ontstaan twee problemen. Ten eerste kan de informatie door de ondernemer zodanig worden beïnvloed dat daardoor de te berekenen schade op onjuiste wijze wordt berekend. Ten tweede is het binnen de boekhoudkundige benadering van kosten en opbrengsten gebruikelijk kosten aan bepaalde producten toe te rekenen. Daar de toerekeninggrondslag op subjectieve wijze tot stand komt, kan het resultaat worden beïnvloed. Zonder diepgaand forensisch onderzoek is het in feite onmogelijk een goede uitspraak te doen omtrent het bedrag van de mogelijke schade. De deskundige onderkent dit probleem.

Het uitvoeren van forensisch onderzoek is niet alleen tijdrovend en daardoor kostbaar, maar is ook afhankelijk van de beschikbaarheid van bepaalde gegevens. In veel gevallen wordt de opdracht tot het bepalen van de schade gegeven lang nadat het schade veroorzakend evenement heeft plaatsgevonden. Veel gegevens kunnen derhalve al verloren zijn gegaan of worden onvindbaar verklaard. Daarom meldt de deskundige de problemen en biedt de rechtbank de mogelijkheid zelf tot een oordeel omtrent mogelijk verder onderzoek te komen. Dat geldt ook voor de wijze waarop de omvang van de schade wordt bepaald. Naast de benadering door middel van marges kan worden gekeken naar de moeite die het zal kosten een vervangend merk in de markt te zetten. Ook kan worden overwogen een bestaand merk te kopen. In alle gevallen dient de berekening gericht te zijn op de mogelijkheid de benadeelde ondernemer terug te brengen in de economische waarde die samenhangt met de positie en situatie zoals die bestond direct voor het schadetoebrengend evenement.

De Oostenrijkse School gaat uit van de veronderstelling dat economische waarde impliceert dat over vrije geldstromen kan worden beschikt. In het onderhavige geval is dat niet mogelijk en daarom wijkt de waardeerder op basis van argumenten van de geprefereerde aanpak af. In het rapport dient de afwijkende benadering duidelijk te worden gemaakt. Van de waardeerder kan worden geëist dat hij de grens tussen acceptabele en onacceptabele afwijkingen kan bepalen. In ieder geval dienen die overwegingen en de daaruit volgende conclusies in het rapport helder naar voren te worden gebracht. Daarbij moet worden gewaakt voor het gevaar dat de subjectiviteit van de waardeerder de overhand krijgt met betrekking tot de positie en situatie van de benadeelde.

6.3.2.3 De omvang van de reeks vrije geldstromen

Met betrekking tot de omvang van de reeks vrije geldstromen dient in dit geval extra aandacht te worden geschonken aan het aantal jaren dat in de berekening wordt betrokken. Bij het waarderen van ondernemingen is het niet ongebruikelijk uit te gaan van een zeer lange reeks van jaren. Bij het bepalen van de omvang van economische schade ligt dit niet altijd voor de hand. In het onderhavige geval is de situatie nog complexer, omdat het ten onrechte gebrui-

ken van de merknaam alleen geldt voor één product, terwijl andere producten gewoon onder die naam kunnen worden verkocht.

In beginsel kan met betrekking tot het bepalen van het aantal jaren worden uitgegaan van drie situaties. Ten eerste kan sprake zijn van het tijdelijk terugvallen van de vrije geldstroom, terwijl na enige tijd de geldstroom zich zal herstellen en terecht zal komen op het peil van de originele verwachtingen. Tot het moment waarop dat zal plaatsvinden, wordt schade geleden. Ten tweede is het denkbaar dat geen volledig herstel mogelijk is. In dat geval zal sprake zijn van een lange reeks jaren waarin het niveau van de verwachte vrije geldstromen achter blijft. Daarbij dient te worden bedacht dat de dynamiek van het marktproces het volgens de Oostenrijkse School onaannemelijk maakt dat de originele merknaam tot in der eeuwigheid zal bestaan en gedurende dat bestaan additionele geldstromen zal genereren. De merknaam in stand houden zal geld kosten. Die instandhouding-investeringen dienen in de waarde-bepaling te worden betrokken. Met de gedachte van het management van de onderneming dat de oorspronkelijk bedachte merknaam als 'paraplumerk' dienst zou doen heeft de deskundige geen moeite. Wellicht speelt hier het feit dat de deskundige zelf ook ondernemer is een rol. Uit de Oostenrijkse gedach-tewereld wordt duidelijk dat het *Verstehen* als analytisch instrument kan worden gebruikt. De ene ondernemer 'begrijpt' wat de andere beweegt. Ten derde is het mogelijk dat door het gedwongen introduceren van een vervan-gend merk een voor de ondernemer betere positie en situatie ontstaat. De schade wordt dan beperkt tot het aantal jaren dat verstrijkt totdat de betere omstandigheden van toepassing zijn.

De benadeelde mag niet in het nadeel berusten. Schadebeperkende maat-regelen moeten, voor zover mogelijk, worden genomen. Dus naast het vergoe-den van de extra uitgaven die moeten worden gedaan om te komen tot het verhalen van schade en van de eerder gedane uitgaven die noodzakelijk waren om het oorspronkelijke merk in de markt te zetten, bestaat de economische schade uit het gemis van verwachte geldstromen nadat met schadebeperking rekening is gehouden. De waarde van het kapitaalgoed merknaam wordt ontleend aan het feit dat daardoor extra geldgenererend vermogen ontstaat. De waarde moet dus worden vastgesteld door uit te gaan van gegevens die worden ontleend aan hetgeen op de markt voor consumentengoederen ge-schiedt.

6.3.2.4 Onzekerheid omtrent verwachtingen en welk deel daarvan is te calculeren

In het onderhavige geval wordt op grond van door de waardeerder aanneme-lijk geachte reacties van de benadeelde geschetst welke omvang de schade kan hebben. Deze aanpak laat een beperkt aantal specifieke posities en situaties zien. In het door de deskundige uitgebrachte rapport wordt geen poging gedaan om door middel van het toewijzen van een kans te komen tot een op basis van subjectieve kansuitspraken ondersteund schadebedrag. De mogelijke

reacties van de benadeelde worden geschetst en de daaruit voortvloeiende gevolgen voor de omvang van de schade. Vervolgens wordt het aan de rechter overgelaten een uiteindelijke keuze te maken.

Het risico dat behoort bij het introduceren van een merknaam is betrekkelijk groot. Veel merken falen vrij snel na de introductiedatum. In het onderhavige geval was bepaald geen sprake van een vliegende start van de merknaam. De deskundige werkt op basis van die overwegingen met een extra premie op de vermogenskostenvoet. Verder wordt rekening gehouden met de betrekkelijk geringe omvang van de onderneming en ook daarvoor wordt een premie opgenomen. Door deze gemengde aanpak bestaat het gevaar dat risico's dubbel worden meegenomen. Voor analytische doeleinden verdient het de voorkeur zoveel mogelijk elementen separaat te benoemen. De door de deskundige gevolgde aanpak met betrekking tot onzekerheid en risico past weliswaar binnen de uitgangspunten van de Oostenrijkse School, het zou echter vanuit het Oostenrijkse gezichtspunt fraaier zijn de premies niet in de vermogenskostenvoet te verwerken, maar als invloed op de verwachte geldstroom te analyseren.

6.3.2.5 *Calculeren van de economische waarde*

Zoals hierboven al is opgemerkt, kan de economische waarde in dit geval niet worden berekend op basis van de verwachte vrije geldstromen. De deskundige presenteert verschillende benaderingen. Bij de eerste en belangrijkste benadering wordt gebruik gemaakt van de totale operationele marge. Uitgaande van een verwachte inflatie van 2,5% op jaarbasis komt het bedrag van de schade dan op € 945.514. Indien alleen wordt uitgegaan van de extra marge op het teruggetrokken merk ontstaat naar het oordeel van de deskundige een schade van € 743.789. Indien alleen de marge van het product dat niet meer onder de merknaam mocht worden verkocht als grondslag voor de schade wordt genomen, bedraagt de schade € 248.388.

Uitgaande van de gedachte dat een nieuw merk in de markt moet worden gezet als vervanging van het merk dat niet meer kan worden gebruikt, ontstaat een schade die ligt tussen de € 300.000 en € 425.000. Vervolgens besluit de deskundige met een benadering die naar zijn oordeel als zakelijk verantwoord kan gelden en daaruit volgt een schade van tussen de € 223.000 en € 425.000.

De hierboven weergegeven schadebedragen laten duidelijk zien hoe belangrijk de positie en situatie is voor het bepalen van de hoogte van de schade. Alleen door verschillende mogelijkheden voor het voetlicht te brengen kan inzicht worden verkregen in de meest gerede aanpak die de benadeelde had kunnen volgen. Daarbij wordt het gevaar gelopen dat *hindsight bias* het oordeel kleurt. In het onderhavige geval, waar geen voldoende zekerheid bestaat met betrekking tot de betrouwbaarheid van de verstrekte gegevens, is het noodzakelijk enkele posities en situaties te reconstrueren. Daarbij dient naar de opvattingen van de Oostenrijkse School de subjectiviteit van de ondernemer

centraal te staan. Van de waardeerder wordt in dergelijke gevallen naast een goed inlevingsvermogen ook voldoende kritisch vermogen en gevoel voor ondernemen geëist. Volgens de Oostenrijkse School zijn ondernemers mensen die dingen zien die anderen niet zien, dat maakt het waardereren van door ondernemers verrichte activiteiten tot een *métier* dat een groot beroep doet op de professionaliteit van de beroepsbeoefenaar.

6.3.3 Casus 3: belastinggeschil

Waarderingskwesties kunnen ook tot fiscale vragen leiden. In bepaalde gevallen, bijvoorbeeld bij het vaststellen van de hoogte van successierechten, dient van objecten de waarde te worden bepaald. In de meeste gevallen wordt bij fiscale vraagstukken uitgegaan van het begrip waarde in het economisch verkeer. Economisten spreken dan echter over de prijs. In andere gevallen, bijvoorbeeld bij het opstellen van een fiscale openingsbalans, kan gebruik worden gemaakt van een boekhoudkundig waardebegrip. In deze casus speelt de vraag welke waarde kan worden toegekend aan een bestaande onderneming die zich in Nederland of België wil vestigen.

6.3.3.1 *Het te waarden object en het doel van die specifieke waardering*

Het te waarden object betreft een onderneming die overweegt haar huidige, fiscaal voordelige, vestigingsplaats op te geven om zich vervolgens in België of Nederland te vestigen. Dat betekent dat een fiscale openingsbalans moet worden opgesteld en de op die balans vermelde waarden krijgen fiscale consequenties. Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van de gedachte dat de ordening van het economisch leven zoveel mogelijk aan marktpartijen moet worden overgelaten. Voor de overheid is slechts een beperkte⁵¹ rol weggelegd. Met betrekking tot het heffen van belastingen wordt het standpunt ingenomen dat geen dwang mag worden gebruikt. De overheid zal derhalve vooral moeten laten betalen voor door de overheid bewezen diensten. De gebruiker betaalt. Gezien de nadruk die binnen de Oostenrijkse School wordt gelegd op het functioneren van markten, zal de gedachte aan concurrentie

51 Binnen de Oostenrijkse School komen ook aanhangers voor die pleiten voor een wereld zonder overheid. Zij worden wel aangeduid met de term 'anarchokapitalisten'. Rothbard kan als exponent van deze richting worden gezien. Over het algemeen wordt binnen de Oostenrijkse School uitgegaan van de gedachte dat de rol van de overheid beperkt moet blijven tot die functies die zich richten op bescherming van het recht op vrije beschikking over lijf en goed. Omdat de overheid de uitkomst van marktprocessen niet kan verbeteren, dient op dat terrein geen enkele rol te worden gespeeld.

tussen verschillende belastingjurisdicties met instemming worden begroet.⁵² Vanuit de gedachte van de Oostenrijkse School is het vanzelfsprekend dat ook met betrekking tot fiscale vraagstukken wordt gezocht naar de meest geprefereerde positie en situatie. De door de onderneming ingediende fiscale openingsbalans vormt daarvan de reflectie.

Het begrip economische waarde wordt niet door de fiscale autoriteit gehanteerd. Daar spreekt men over de waarde in het economisch verkeer. Vanuit economisch gezichtspunt is dan geen sprake van waarde, maar van prijs. Het woord verkeer suggereert een onderlinge (ruil)verhouding en een daaruit voortvloeiende overeenkomst wordt mede geconcretiseerd door het vaststellen van de te betalen prijs. Binnen de Oostenrijkse School wordt het verschil tussen waarde en prijs sterk benadrukt. Beide zijn weliswaar subjectief, maar tot stand gekomen prijzen kunnen in veel gevallen worden geobserveerd, voor waarde is dat onmogelijk. Uit dien hoofde is het begrijpelijk dat gebruik wordt gemaakt van prijzen. Het probleem dat zich daarmee aandient, is echter groot. Prijzen hebben per definitie betrekking op afgesloten zaken. Zij maken deel uit van de economische geschiedenis. Door deze ook voor de toekomst van toepassing te verklaren, wordt een stap gezet die onaangename consequenties kan opleveren. De in het verleden betaalde prijs staat economisch gezien in geen enkele relatie met de waarde van vandaag. Zoals eerder aangegeven, leidt het hanteren van begrippen die volgens het dagelijks spraakgebruik als synoniem kunnen worden gezien, maar wetenschappelijk een totaal verschillende betekenis hebben, tot verwarring en onnodige geschillen.

6.3.3.2 *Het calculeren van de verwachte vrije geldstromen*

In deze casus is het opvallend dat door verschillende adviseurs wordt gekozen voor een verschillende grondslag voor het bepalen van de verwachte vrije geldstromen. In het ene geval wordt de totale onderneming als een entiteit beschouwd en dat geldt daarom ook voor de uit die entiteit voortvloeiende geldstromen. De tweede benadering gaat uit van de veronderstelling dat de onderneming bestaat uit te onderscheiden kapitaalgoederen die dan ook afzonderlijk moeten worden gewaardeerd. De Oostenrijkse School ziet de onderneming als een op bewuste wijze bijeengebrachte combinatie van productiefactoren die ook in die samenhang moet worden geanalyseerd. Een op zich zelf beschouwd kapitaalgoed kan geen waarde creëren, daar is altijd een complementaire factor voor nodig. Indien kapitaalgoederen op individuele wijze worden gewaardeerd, kan een toerekeningprobleem ontstaan met betrekking tot die complementaire factor. Binnen ondernemingen uit zich dat vooral in het toerekenen van de geldstromen die door ondersteunende en leiding-

52 Voor de ontwikkeling van de welvaart is concurrentie onontbeerlijk. Economische subjecten zoeken permanent naar de voor hen beste positie en situatie. Het fiscale vestigingsklimaat maakt daar deel van uit. Door harmonisatie ontstaan minder keuzemogelijkheden.

gevende afdelingen worden gegenereerd. Alleen indien op ondubbelzinnige wijze alle relevante geldstromen, zowel de inkomende als de uitgaande, aan een bepaald kapitaalgoed (of cluster van kapitaalgoederen) kunnen worden toegerekend, is het mogelijk om op individuele basis kapitaalgoederen te waarderen. In veel gevallen zal dat praktische problemen opleveren. Het voordeel van een meer individuele benadering is dat op basis van die benadering als vanzelf meer aandacht ontstaat voor het belang van de levensduur. Daardoor wordt de vraag naar de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan het berekenen van de zogeheten eindwaarde nadrukkelijker naar voren gebracht dan indien wordt uitgegaan van de continuïteit van de onderneming. Indien niet duidelijk wordt gemaakt welke inhoud het *entity-concept* in een bepaalde casus krijgt, is het onmogelijk de economische waarde te bepalen.

6.3.3.3 De omvang van de reeks vrije geldstromen

Hetgeen in de voorgaande paragraaf is opgemerkt krijgt hier een vervolg. Doordat twee adviseurs van verschillende benaderingen zijn uitgegaan, ontstaat voor de vraag naar de omvang van de te verwachten reeks vrije geldstromen, in deze casus, veel aandacht. Kapitaalgoederen hebben een eindige levensduur. Bij het bepalen van de economische waarde staat de economische levensduur centraal. Door het voortschrijden over de tijdlijn ontstaan andere posities en situaties. Dat houdt in dat inzichten en kennis veranderen. De vraag is natuurlijk of aan het einde van de economische levensduur nog behoefte bestaat aan het desbetreffende kapitaalgoed.⁵³ Daarvoor is kennis nodig van de markt van het finale product (consumentengoed). De economische waarde van kapitaalgoederen wordt ontleend aan de economische waarde van de daarmee te produceren consumentengoederen. Wellicht is het economisch gezien op dat moment niet verstandig het kapitaalgoed te vervangen. Indien wordt uitgegaan van de continuïteit van de onderneming betekent dit kennelijk dat mag worden verwacht dat de ondernemer in staat zal zijn vervangende geldstromen te genereren. Dat betekent dat bij het waarderen aandacht moet worden gegeven aan de kwaliteit van de ondernemer en aan de mensen die hem omringen. Binnen de Oostenrijkse School speelt de ondernemer binnen het marktproces de belangrijkste rol. Zonder ondernemers kan geen economische waarde tot stand komen. Waardeerders moeten derhalve in staat zijn het gedrag van ondernemers te doorgronden (*verstehen*). Daarvoor is enige kennis van de markten waarop de te waarderen onderneming actief is noodzakelijk. Daarnaast moet de waardeerder beschikken over toekomstverwachtingen. Vanzelfsprekend is de ondernemer zelf op dit terrein het meest deskundig

53 Zodra een kapitaalgoed zijn vermogen tot voortbrenging van door consumenten gewenste goederen heeft verloren, is in economische zin geen sprake meer van een kapitaalgoed. Dat wil niet zeggen dat hetgeen resteert ook niet meer voldoet aan de kwalificatie economisch goed.

en daar kan bij het bepalen van de economische waarde gebruik van worden gemaakt. Dat laat onverlet dat de waardeerder een eigen verantwoordelijkheid heeft. De door de ondernemer verstrekte informatie zal ten minste op realiteitsgehalte moeten worden getoetst.

Het is zeer onaannemelijk dat geformuleerde verwachtingen in ongewijzigde vorm zullen materialiseren. Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van ondernemers die op bewuste wijze een meer geprefereerde positie en situatie willen bereiken. Daarvoor zal het over het algemeen noodzakelijk zijn gebruik te maken van geformaliseerde verwachtingen in de vorm van budgetten en plannen. Ondernemers zijn zich bewust van het onzekere karakter van de door hen geformuleerde plannen. Zij zullen zich derhalve niet zomaar op glad ijs begeven. In tegenstelling tot wat vaak wordt beweerd bestaat ondernemen niet uit het nemen van risico, maar uit het handelen onder onzekerheid. Ondernemers proberen risico's zoveel mogelijk te vermijden en zullen daarom alternatieve plannen en noodscenario's ontwikkelen. Bij het bepalen van de economische waarde dient de waardeerder vanzelfsprekend ook inzicht te hebben in de voorhanden zijnde alternatieven. Bij gebrek aan door de ondernemer geleverde alternatieven verdient het aanbeveling dat de waardeerder zelf tot het vervaardigen daarvan overgaat. Uiteraard dient in het te schrijven rapport duidelijk te worden gemaakt dat sprake is van door de waardeerder geformuleerde verwachtingen. Die verwachtingen moeten voldoen aan het uitgangspunt dat volgens de Oostenrijkse School de ondernemer werkt met bewust tot stand gebrachte combinaties productiefactoren. Het is dan de taak van de waardeerder de lezer inzicht te geven in de combinaties die ten behoeve van het formuleren van alternatieve verwachtingen zijn gebruikt. Op basis van een bepaalde combinatie komt op grond van bepaalde veronderstellingen een bepaalde economische waarde tot stand. Indien wordt uitgegaan van andere combinaties en/of verwachtingen komt uiteraard een andere economische waarde tot stand. Door het volgen van deze handelwijze wordt vermeden dat op min of meer lukrake wijze verschillende waarden tot stand komen die dan vervolgens met elkaar in verband worden gebracht of worden gemiddeld. Die handelwijze suggereert verbanden die niet aanwezig zijn en staat haaks op de gedachte dat, volgens de Oostenrijkse School, de ondernemer op bewuste wijze productiefactoren combineert.

In deze casus is het opvallend dat één van de betrokken adviseurs uitgaat van eeuwigdurende reële groei. De rentabiliteit van de geldstroom die in de restperiode wordt verwacht, is bepaald op grond van dezelfde verwachte rentabiliteit die voor de eerste kapitaalgoederen, die in de markt werden gezet, werd verwacht. Dat mag opmerkelijk worden genoemd. Volgens de Oostenrijkse School zal, *ceteris paribus*, sprake zijn van het tenderen naar een *Evenly Rotating Economy*. Indien de concurrenten zien dat een betrekkelijk hoge rentabiliteit kan worden behaald, dan zullen zij de neiging vertonen tot de markt toe te treden. Die toetreding zal leiden tot een lagere rentabiliteit. Natuurlijk is het mogelijk dat de ondernemer die toetredingsdreiging kan

pareren, maar dat blijkt nog niet op het moment van waarderen. Daarom kan bij het berekenen van de eindwaarde, op het waarderingsmoment, nog geen rekening worden gehouden met die maatregelen. Als gevolg daarvan kan in de berekening van de eindwaarde alleen rekening worden gehouden met te verwachten inflatoire groei. Dat betekent dat binnen de eindwaardeberekening moet worden uitgegaan van de verwachting dat de onderneming in staat zal zijn de vermogenskosten te verdienen en tevens wordt gecompenseerd voor het eventuele bestaan van inflatie en voor het lopen van risico. Alle ingezette productiefactoren ontvangen dan de door de eigenaren daarvan verlangde vergoeding. Binnen de Oostenrijkse School wordt uitgegaan van de gedachte dat economische winst alleen kan ontstaan indien sprake is van een niet verwachte materialisatie van verwachtingen. Daarom zou bij het bepalen van de economische waarde van een onderneming dit als startpunt voor de waardering moeten dienen. Daarna kan worden belicht waaruit economische winst zou kunnen bestaan.

6.3.3.4 Onzekerheid omtrent verwachtingen en welk deel daarvan is te calculeren

Te calculeren onzekerheid wordt aangeduid met de term risico. Risico kan alleen worden berekend indien verwachtingen bestaan. Risico is dan de kans dat de materialisatie afwijkt van de verwachting. Bij het bepalen van de economische waarde wordt onderscheid gemaakt tussen financiële en operationele risico's. De eerstgenoemde worden bij voorkeur in de vermogenskostenvoet ondergebracht, terwijl de laatste dan in de vrije geldstroom zichtbaar worden gemaakt. In deze casus is het opvallend dat op sterk verschillende wijze met risico wordt omgegaan. De consistentie is hier zwak. Volgens de gedachtlijn van de Oostenrijkse School is onzekerheid inherent aan het menselijk bestaan en niet te kwantificeren. Door zich onder onzekere omstandigheden op de markt te begeven verwacht de ondernemer economische waarde te kunnen genereren. Indien alles exact volgens verwachting verloopt, kunnen alle productiefactoren op adequate wijze worden beloond. Indien de materialisatie beter uitpakt dan verwacht, ontstaat economische winst. Ondernemers moeten derhalve alert zijn op het zich voordoen van mogelijkheden die niet stroken met eerder geformuleerde verwachtingen.

Bij het bepalen van de economische waarde dient het verschil tussen onzekerheid en risico te worden belicht. Voor analytische doeleinden is het tevens van belang dat financiële en operationele risico's niet worden vermengd. Niet alleen wordt het inzicht daardoor belemmerd, ook ontstaat het gevaar van dubbeltellingen. De operationele risico's bestaan met name uit veranderingen die kunnen optreden met betrekking tot de operationele activiteiten. De ondernemer moet in beginsel in staat worden geacht invloed uit te oefenen op de omvang en de mogelijke gevolgen van risico. Als dat niet mogelijk is, moet worden betwijfeld of wel sprake is van een risico of dat eigenlijk onzekerheid wordt bedoeld. De operationele risico's komen bij voorkeur tot uiting

in de teller van de waarderingstreuk. Dat maakt het mogelijk om bij het doorrekenen van alternatieve plannen te laten zien welke invloed uitgaat van een bepaalde verandering in het beleid. De financiële risico's betreffen voornamelijk het risico dat ontstaat door het toevoegen van vreemd vermogen aan het eigen vermogen. Bij een onveranderde omvang van de vrije geldstroom wordt door het toevoegen van vreemd vermogen een deel, bestaande uit rente en aflossing, afgezonderd dat met voorrang aan de verschaffer van vermogen moet worden betaald. Daardoor stijgt binnen de onderneming het risico voor de verschaffers van eigen vermogen. Indien naar verwachting een ruim deel van de beschikbare vrije geldstroom beschikbaar blijft voor de verschaffers van het eigen vermogen, bestaat in ieder geval niet het risico van faillissement.⁵⁴

In deze casus wordt door een van de geraadpleegde adviseurs gebruik gemaakt van de veronderstelling dat de verwachtingen op meer dan één plan kunnen berusten. Door de sterk verschillende uitkomsten van die plannen tegen dezelfde vermogenskostenvoet uit te rekenen wordt gesuggereerd dat de gebruikte vermogenskostenvoet geen operationele risico's omvat. Dit uitgangspunt is echter niet duidelijk weergegeven. Deze verschillende plannen worden vervolgens gecombineerd met plannen voor een andere groep kapitaalgoederen waaraan een ander risicoprofiel wordt toegekend. Daaruit ontstaan uiteraard verschillende vermogenskostenvoeten. Door het combineren van andere uitgangspunten met betrekking tot het operationele risico, zich uitend in een hogere kostenvoet voor het eigen vermogen, en het financiële risico, zich uitend in een andere vermogensstructuur, ontstaat op zijn minst verwarring met betrekking tot de verschillende risico's. Indien de verschillende vermogensverhoudingen die voor het waarderen van de verschillende operationele activiteiten worden gebruikt wel binnen een onderneming zijn gefinancierd, kan de vraag worden gesteld of deze handelwijze wel toelaatbaar is. De onderneming als geheel is gefinancierd en niet de afzonderlijke operationele activiteiten. Dit laatste zou kunnen worden bereikt indien per project wordt gefinancierd zonder dat de onderneming verder garanties verstrekt met betrekking tot de financiering.

Door gebruik te maken van vreemd vermogen ontstaat, indien betaalde rente door de fiscale autoriteiten als kosten worden aangemerkt, een verlaging van te betalen vennootschapsbelasting. Dit voordeel (*tax shield*) kan worden gewaardeerd en komt toe aan de verschaffers van het eigen vermogen. Uit analytisch oogpunt verdient het aanbeveling dat voordeel separaat te tonen. In deze casus wordt dat niet gedaan. Separatie geeft een duidelijk beeld van de waarde van de voordelen die samenhangen met de financiering. De operationele waarde van de onderneming wordt mede bepaald door de wijze

54 Verschaffers van vreemd vermogen stellen met betrekking tot de omvang daarvan vaak een eis. Bijvoorbeeld: de jaarlijkse rente en aflossing mag niet meer dan 25-30 procent van de vrije geldstroom bedragen.

waarop de ondernemer de zaak beheert. De vraag of het belastingeffect waarde vertegenwoordigt, hangt uiteindelijk af van de vraag of de fiscale autoriteiten toestaan de betaalde rente als fiscale kosten aan te merken.

Voor het vaststellen van de hoogte van de vermogenskostenvoet wordt door één van de adviseurs gebruik gemaakt van het zogeheten CAPM. Daarover is onder *mainstream* al voldoende opgemerkt. Hier volstaat de constatering dat de op basis van het CAPM tot stand gekomen vermogenskostenvoet weinig laat zien van de subjectiviteit van de ondernemer. Door gebruik te maken van tot stand gekomen opslagen (de marktpremie en de *bèta*) wordt weliswaar aangesloten bij de vraag naar de waarde in het economisch verkeer, maar afgezien van de door de Oostenrijkse School benadrukte subjectiviteit.

6.3.3.5 *Calculeren van de economische waarde*

De berekening van de economische waarde verloopt in deze casus verder zonder veel problemen. Opvallend is dat de uitkomsten onder verschillende verwachtingen sterk uiteen kunnen lopen. De laagste waarde komt uit op US\$ 0,4 miljard en de hoogste op US\$ 2,3 miljard. Deze waaier aan mogelijke uitkomsten is geen bezwaar zolang duidelijk wordt gemaakt hoe de verschillen tot stand zijn gekomen. Dat vereist het nauwkeurig weergeven van gehanteerde uitgangspunten, de toegepaste rekenmethodiek en uitkomsten. De economische waarde die op deze wijze tot stand is gekomen, betreft de economische waarde van de activa (*enterprise value*). In veel gevallen zal bij een transactie echter worden uitgegaan van de economische waarde van het eigen vermogen. In dit geval dienen betrokkenen zich bewust te zijn van het feit dat de economische waarde van het eigen vermogen gelijk wordt gesteld aan de waarde van 100% van de aandelen in de vennootschap. Om tot die waarde te komen moet de economische waarde van het vreemd vermogen in mindering worden gebracht op de economische waarde van de activa. De economische waarde van het vreemd vermogen is niet per definitie gelijk aan de totale aflossingsverplichting. Deze laatste staat over het algemeen op de balans. Doordat de actuele rente kan afwijken van de contractrente kan een verschil ontstaan tussen de nominale waarde en de economische waarde. De economische waarde van het vreemd vermogen kan worden berekend door op het moment van waarderen alle toekomstige rente- en aflossingsverplichtingen contant te maken tegen de actuele kostenvoet van het vreemd vermogen. De op deze wijze verkregen economische waarde wordt vervolgens gebruikt voor het bepalen van de economische waarde van het eigen vermogen. In dit geval valt op dat de te betalen rente voor vreemd vermogen voor een deel van dat vreemd vermogen hoger is dan de kostenvoet voor het eigen vermogen (*unlevered*). Dat is niet logisch. De conclusie van een van de betrokken waardeerders is dan ook dat de kostenvoet voor het eigen vermogen (*unlevered*) te laag is vastgesteld.

Het in hoofdstuk 5 onder paragraaf 2.1.5 reeds opgemerkte probleem met betrekking tot de berekening van de eindwaarde, wordt door één van de waardeerders opgelost door het beperken van de zogeheten '*competitive advantage period*'.⁵⁵ Na twintig jaar wordt uitgegaan van de verwachting dat vanaf dat moment sprake zal zijn van een stabiele groei van de vrije geldstroom die overeenkomt met een constante inflatie van 2 procent. Tevens wordt verondersteld dat in die periode sprake zal zijn van een te behalen rentabiliteit die gelijk is aan de vermogenskostenvoet. Op deze wijze wordt aangesloten bij de opvattingen van de Oostenrijkse School die leert dat onder ongewijzigde omstandigheden rekening moet worden gehouden met het feit van toetreding⁵⁶ waardoor de vrije geldstroom zal dalen.

Indien in deze casus moet worden uitgegaan van de waarde in het economisch verkeer (economisch gezien de prijs), is het niet voldoende alleen een uitspraak te doen over de economische waarde van het eigen vermogen. Omdat geen sprake is van een transactie moet als het ware een transactie worden gesimuleerd om inzicht te krijgen in een eventuele prijs die door onderhandelingen naar voren kan komen. Over dit onderwerp wordt alleen in empirische zin gesproken. Dat betekent dat wel onderzoek wordt gedaan naar de omvang van het verschil tussen waarde en prijs, maar dat geen theorie voorhanden is die *ex ante* kan verklaren waarom bij een bepaalde waarde een bepaalde prijs zou horen. Het is duidelijk dat binnen de Oostenrijkse School ook niet naar een dergelijke theorie wordt gezocht, omdat de aanhangers uitgaan van de subjectiviteit van economische subjecten. Dat maakt het bestaan van een theorie die in staat is een *ex ante* relatie te leggen tussen waarde en prijs onmogelijk. In het dagelijks leven wordt dan teruggevallen op het vergelijken met de uitkomsten van transacties die eerder hebben plaatsgevonden. In het onderhavige geval is dat door enkele waardeerders ook gedaan. Daaruit komt de conclusie naar voren dat de waargenomen prijzen onder de berekende economische waarde liggen. Deze conclusie past binnen het Oostenrijkse gedachtegoed.

In dit geval kan verder nog worden opgemerkt dat sprake is van een niet ter beurse genoteerde vennootschap. In dergelijke gevallen wordt door waardeerders in de praktijk een zogeheten illiquiditeitskorting toegepast. Indien in dit geval niet de onderneming, maar de aandelen worden gewaardeerd, die allemaal in bezit zijn van de directeur-groootaandeelhouder, is het opportuun rekening te houden met het feit dat veelal een afslag op de waarde moet worden toegepast. Volgens de Oostenrijkse School kan beter worden gesproken over een korting op de prijs. Bij gegeven vrije geldstromen en een gegeven

55 Dat is de periode waarin de onderneming naar verwachting beter kan presteren dan de concurrenten.

56 Niet alleen toetreding is in dit verband van belang. Door het verloop van de tijd ontstaan nieuwe posities en situaties en die uiten zich mede door andere technieken, waardoor bestaande oplossingen niet meer bruikbaar zijn.

vermogenskostenvoet ontstaat een waarde die niet meer kan worden veranderd. Wel dringt zich de vraag op of voor een bepaalde waarde altijd eenzelfde prijs moet worden betaald. Ook hier is het antwoord van de Oostenrijkse School duidelijk, omdat de uitkomst van de prijsonderhandeling wordt beïnvloed door de positie en situatie van partijen. Aandelen in beursgenoteerde vennootschappen kunnen op vrij eenvoudige wijze worden vervreemd. Voor aandelen in niet beursgenoteerde ondernemingen is dat lastiger. Het kost moeite een koper te vinden en de transactiekosten (bij complexe transacties zijn veel verschillende adviseurs betrokken) kunnen sterk oplopen. Ook hier geldt de empirie als leidraad. In de meeste onderzoeken komt een afslag naar voren die in de vorm van een percentage wordt gepresenteerd. In bepaalde gevallen wordt de korting in mindering gebracht op de berekende economische waarde van het eigen vermogen.⁵⁷ Soms wordt de korting meegenomen als onderdeel van de vermogenskostenvoet. Deze oplossingen kunnen tot merkwaardige conclusies leiden. Stel dat een korting voor illiquiditeit wordt vastgesteld van 5 procent. Bij een economische waarde van € 200.000 geeft dat een heel ander beeld dan bij een waarde van € 20.000.000. Het lijkt verstandiger een schatting te maken van de kosten die samenhangen met vervreemding van de aandelen en die schatting te gebruiken bij het vaststellen van de prijs. Ook op dit punt blijkt duidelijk dat vaak op ondeugdelijke gronden onderscheid wordt gemaakt tussen waarde en prijs. Daarnaast kan worden opgemerkt dat in dit verband ook slordig met het begrip economisch goed wordt omgegaan. Aandelen in het vermogen van een ter beurze genoteerde onderneming zijn een ander goed dan aandelen in het vermogen van een onderneming zonder beursnotering. Door meer aandacht te geven aan hetgeen de Oostenrijkse School in dit verband opmerkt, kan de verwarring worden weggenomen.

57 In de praktijk komt het voor dat men het begrip economische waarde goed lijkt te begrijpen, maar er desondanks als correctie een illiquiditeitskorting op in mindering brengt. De illiquiditeitskorting heeft echter te maken met prijs en dus wordt in deze gevallen het begrip economische waarde inconsistent gebruikt. Het is van belang het begrip economische waarde zo zuiver mogelijk te houden.