

Column

Griekse mythen en de vermogenskostenvoet

DOOR JAN VIS

De oude zegswijze: 'Wie de goden willen verderven slaan zij met blindheid', kan in onze tijd beter worden weergegeven als: 'Wie de politici willen verderven slaan zij met monetaire reddingsacties'. De kredietcrisis is op kosten van de burger – waarom spreekt iedereen over een reddingsactie van de overheid? – veranderd van een uitslaande brand in een gestaag smeulend vuur.

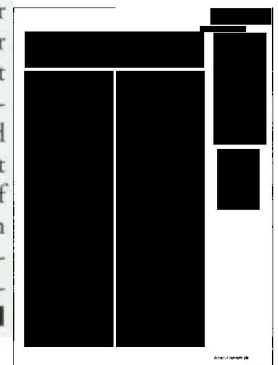
Onze demissionaire minister van Financiën verklaarde trots bij de tijdelijke redding van de mislukte euro dat een grote overwinning was behaald op de speculanten. Nog zo'n overwinning en het Europese monetaire beleid is failliet. Met recht een pyrrusoverwinning. De weg naar de euro en het gesteggel van de laatste jaren maakt pijnlijk duidelijk dat monetair beleid niet aan politici en (centrale) bankiers kan worden overgelaten.

Geld is op spontane wijze ontstaan, als niet-intentioneel gevolg van menselijk handelen, omdat het ons streven naar een betere positie en situatie vereenvoudigt. Daar is geen koning of centrale bank bij te pas gekomen en dat had beter ook zo kunnen blijven. Geld is niet meer dan een 'tussengoesd' dat wij even gebruiken omdat we nog niet overgaan tot het aanschaffen van het goed dat wij echt willen hebben. Dat is het nut van het op indirecte wijze ruilen. Nu kunnen goederen niet zomaar uit het niets ontstaan, maar dat kan wel bij het door overheden en centrale banken gepropageerde fiatgeld. Speculanten zien dat overheden op onzinnige wijze met geld omgaan en proberen zich terecht tegen de kwalijke gevolgen daarvan in te dekken. Het probleem zit niet bij handelende mensen, maar bij degenen die door hun activiteiten economische zorgen laten ontstaan. Voor een goed begrip van de problemen die ons monetaire stelsel teisteren moet worden teruggegaan naar de financiering van de Eerste Wereldoorlog. Het optreden van de 'centrale' bankiers en de nasleep van hun handelen wordt treffend weergegeven in *Lords of Finance: The Bankers who Broke the World* (L. Ahamed).

Ook voor waardeerders is het huidige gerommel op de vermogensmarkt lastig. Bij het nemen van investeringsbeslissingen moet een keuze worden gemaakt tussen de voorhanden mogelijkheden. De beslisregel luidt dat moet worden gekozen voor de uitbreiding die naar verwachting de meeste economische waarde toevoegt. Voor het bepalen daarvan is het noodzakelijk te beschik-

ken over een vermogenskostenvoet. Dat is de vergoeding die beleggers vragen over het door hen aan de ondernemer ter beschikking gestelde vermogen. Bij het vaststellen van de hoogte van die vermogenskostenvoet speelt de zogenaamde risicovrije rentevoet een belangrijke rol. In de financieringsliteratuur wordt over het algemeen aangenomen dat dan sprake is van het in de markt verkrijgbare rendement op een belegging die geen faillissementsrisico kent. Als voorbeeld wordt meestal genoemd het effectieve rendement op langlopende staatsleningen voor zover die staat als eerste klas debiteur kan gelden. Dankzij de Zuid-Europese landen – overal waar olijfbomen groeien gaat het mis – kan de eurozone niet meer als eerste klas debiteur worden gezien. De schulden zullen wellicht worden afbetaald, maar de vraag welke koopkracht de euro op het moment van terugbetalen zal hebben blijft boven de markt hangen.

Binnen de economische wetenschap staat het begrip onzekerheid centraal. Door het verstrijken van tijd verkeren mensen steeds weer in een andere positie en situatie. Dit zorgt ervoor dat wij alleen op basis van verwachtingen kunnen handelen. Vastleggen van gegevens uit het verleden om ermee de toekomst te voorspellen is leuk voor astrologen en koffiedikkijkers. Statistiek is een bijzondere vorm van geschiedschrijving. Mensen die op basis van statistieken willen komen tot een exacte bepaling van de hoogte van de vermogenskostenvoet lijden aan schijnnaauwkeurigheid. Omdat de waarnemingen alleen het sluitstuk van de transactie betreffen wordt het zicht ontnomen op de aan de transactie ten grondslag liggende motivatie. Mensen handelen met een bepaald, persoonlijk, doel voor ogen. Daarom is ook de vermogenskostenvoet subjectief. Alleen een handelend mens is in staat de hoogte van de door hem gewenste vermogenskostenvoet te bepalen. Voor anderen levert de hoogte wel informatie op maar geen voorschrift. De in de mainstream literatuur gangbare opvatting dat de vermogenskostenvoet gekoppeld moet worden aan de aard van de investering of belegging en niet aan het handelend subject is een restant van het klassieke denken dat uitging van de overtuiging dat kosten objectief zijn. De economie kan slechts worden begrepen vanuit het gezichtspunt van de individueel handelende mens. Dat maakt het handelen van Grieken, beleggers en investeerders duidelijk. ■





JAN VIS is directeur bij Talanton Corporate Finance BV te Houten en als adjunct-professor Business Valuation en Value Based Management verbonden aan de Rotterdam School of Management van de Erasmus Universiteit. Deze column geeft de persoonlijke mening van de auteur weer. (janvis@talanton.nl)