

Waarderen in een inflatoire wereld

Heeft geld altijd waarde?

Inflatie leidt over het algemeen tot prijsstijgingen. Voor ondernemingen is het gevolg dat bij een gelijkblijvende afzet toch sprake is van het groeien van de omzet. De geldstroom zwelt op. Over het algemeen zorgen stijgende geldstromen voor het toenemen van de waarde van een bedrijf. Is deze conclusie ook geldig wanneer er sprake is van inflatoire groei? En wat zijn de praktische complicaties die ontstaan door het fenomeen inflatie?

Geld, tijd, risico en onzekerheid vormen de grondslagen van economische waarde. De factor geld wordt vertegenwoordigd door de te verwachten vrije geldstroom (free cashflow). Bij het contant maken (disconteren) van de toekomstige geldstroom gaat de factor tijd een rol spelen. Door, bij het vaststellen van de vrije geldstroom, uit te gaan van een bepaalde kansverdeling wordt rekening gehouden met het feit dat verwachtingen niet altijd uitkomen (risico). Sommige waardeerders trachten door het toevoegen van een risico-opslag aan de vermogenkostenvoet hetzelfde te bereiken. De laatste methode wordt, hoewel theoretisch aanvechtbaar, praktisch veel gevolgd. De toegevoegde waarde die uiteindelijk overblijft vormt de beloning voor de ondernemer voor het handelen onder onzekerheid. Op het hierboven geschetste stramien wordt dagelijks door velen doorgeborduurd. Waarderen onttaardt dan snel in routine waardoor het

onderscheidend vermogen gevaar loopt. Waarom wordt bij het waarderen gebruik gemaakt van geldstromen? Welke betekenis heeft geld? Wat is de relatie tussen geld en inflatie? Voor het waarderen is inzicht in deze materie van groot belang. Welke functie speelt geld in onze samenleving?

GELD EN INFLATIE

Op de vraag: 'wat is geld?' komt vrijwel onvermijdelijk als antwoord: 'geld is een ruilmiddel.' Dit antwoord, hoewel niet geheel volledig, werpt wel licht op de opgeworpen vraag. Voor het bestaan van een maatschappelijke ordening is geld echter geen noodzakelijke voorwaarde. Transacties kunnen immers ook bestaan op basis van directe ruil; goederen tegen goederen. Natuurlijk wordt dit lastiger als mensen zich willen specialiseren. Spelden kunnen in theorie tegen hooi worden geruild maar in het dagelijks leven blijkt snel dat het vinden van

de juiste ruilverhouding niet eenvoudig is. Verder kan blijken dat het ontstaan van de vraag naar hooi niet synchroon loopt met het ontstaan van de vraag naar spelden. Deze problemen hebben geleid tot het spontaan laten ontstaan van een specifiek ruilgoed. Een object dat gemakkelijk kan worden geruild. Daardoor wordt directe ruil omgezet in indirecte ruil. Geld is een ander woord voor ruilgoed. Anders gezegd: geld is een claim op de productiviteit van anderen. Een dergelijk ruilgoed kan alleen functioneren als iedereen de waarde van dat goed onderkent. Dat is uiteraard afhankelijk van de op dat moment heersende opvattingen en gebruiken. In de loop van de geschiedenis hebben verschillende objecten als ruilgoed gediend. Lammeren (pecunia komt van het Latijnse pecus, wat vee betekent), kunstig geknoopt touw, grote bewerkte stenen, zout (salaris komt van het Latijnse salis) en uiteraard edelmetaal. Kenmerk van al deze vormen is dat zij niet uit het niets kunnen ontstaan. Zij vormen allen het resultaat van productieve inspanningen. Vanzelfsprekend is de ruilwaarde van die goederen niet constant. Een plotselinge vermeerdering van de hoeveelheid zout leidt, onder gelijkblijvende overige omstandigheden, tot een relatieve daling van de waarde van zout. Dat geldt ook voor de edele metalen goud en zilver. Wisselende opvattingen en behoeften zorgen voor steeds wisselende waarden.

MISLEIDEND

Suggesteren dat in een economie sprake zou kunnen zijn van een constante waarde is misleidend. Zolang mensen zelf meester zijn over hun geld, zelf kunnen uitmaken welk goed als ruilgoed wordt gebruikt, valt redelijk goed te leven met de wisselende waarde van het ruilgoed. Het eigen gedrag kan immers onmiddellijk worden aangepast aan de zich wijzigende omstandigheden. Anders is het wanneer de mens geen meester meer is over zijn eigen geld. Dat gebeurt als een heerser zich meester maakt van

waardige productieve inspanning kan meer 'ruilmiddel' in omloop worden gebracht. Het gevolg is dat de hoeveelheid geld in circulatie niet meer in relatie staat tot de hoeveelheid goederen en diensten. Als uiterste consequentie zien wij mensen die met stapels geld in handen staan te kijken naar lege planken in de winkels. Geld heeft slechts waarde als mensen het kunnen omzetten in de door ons gewenste goederen en diensten. Denken in geld, zonder rekening te houden met de bijbehorende koopkracht, is een recept voor narigheid.

waarde vertegenwoordigt. Bij het waarderen van een verwachte geldstroom is het allereerst van belang zich af te vragen of die geldstroom ook daadwerkelijk koopkracht representeert. Is dat niet het geval dan heeft de verkregen geldstroom geen waarde. Op grond van dit inzicht kan voorlopig de conclusie worden getrokken dat het optreden van inflatie geen gevolgen heeft voor de waarde van een onderneming. Het volgende voorbeeld maakt dit duidelijk.

Voorbeeld:

Stel dat een onderneming een eeuwigdurende vrije geldstroom verwacht van EUR 100. Daar alleen met eigen vermogen is gefinancierd moet deze geldstroom contant worden gemaakt tegen de kostenvoet eigen vermogen (k). Deze wordt op 12 procent gesteld. De onderneming opereert in een omgeving waarin geen sprake is van inflatie. De waarde van de onderneming is dan eenvoudig vast te stellen door het contant maken van de toekomstige vrije geldstroom (VGS).

$$\sum_{n=1}^{\infty} \frac{VGS}{(1+k)^n} = \frac{VGS}{k} = \frac{100}{0,12} = 833,3333$$

Wat is nu de situatie als wordt uitgegaan van het optreden van inflatie? Stel dat de hierboven vermelde onderneming opereert in een omgeving waarbinnen een constante inflatie optreedt van 4 procent per jaar. Theoretisch wordt vaak verondersteld

Het is van belang op welke plaats het extra geld de economie binnenkomt. In theorie en praktijk wordt aan dit verschijnsel weinig aandacht gegeven

het ruilmiddel. Door het opleggen van de verplichting dat belasting alleen kan worden betaald met behulp van het door de overheid geïntroduceerde ruilmiddel wordt het praktisch gebruik afgedwongen. Daarna is de waarde van het ruilmiddel de speelbal van politieke willekeur. Door het introduceren van papiergeld wordt het nog gemakkelijker de waarde van geld te beïnvloeden. Zonder noemens-

Het opblazen (de betekenis van het Latijnse inflare) van de geldhoeveelheid kan alleen maar leiden tot een correctie. Die kan zich plotseling op felle wijze aandienen of jarenlang voortsudderen.

WAARDEREN EN INFLATIE

Door het optreden van inflatie ontstaat geld zonder koopkracht. Het is duidelijk dat dergelijk geld geen

Geld heeft slechts waarde als het kan worden omgezet in goederen en diensten

dat inflatie onmiddellijk voor iedereen op gelijke wijze van invloed zal zijn. Dat betekent dat de 4 procent inflatie zich zowel in de teller (VGS) als in de noemer op gelijke wijze zal manifesteren. De vrije geldstroom zal dan ieder jaar met 4 procent toenemen terwijl de kostenvoet van het vermogen ook met 4 procent stijgt. Wat wordt nu de waarde van de onderneming? In de praktijk wordt vaak de volgende oplossing waargenomen.

$$\frac{VGS(1+i)}{k-i} = \frac{104}{0,08} = 1300$$

Het is duidelijk dat de waarde van de onderneming hier sterk wordt overschat. De inflatie is nu wel in de teller opgenomen maar niet in de kostenvoet van het vermogen. De verschaffers van het vermogen willen vergoed worden voor het verlies aan koopkracht. De additionele geldstroom levert immers geen extra goederen op. Het opnemen van inflatie in de vermogenkostenvoet dient op de volgende wijze uitgevoerd te worden: $(1+k)(1+i)$. In ons voorbeeld levert dat een kostenvoet van 0,1648 op. De veel voorkomende gewoonte om eenvoudigweg de 4 procent inflatie op te tellen bij de 12 procent kostenvoet (=0,16) is niet correct. De inflatievergoeding heeft immers betrekking op de hoeveelheid geld (104) die aan het einde van het jaar wordt ontvangen. De juiste berekening wordt dan:

$$\frac{104}{0,1648 - 0,04} = 833,3333$$

De logische conclusie dat geld zonder koopkracht geen waarde vertegenwoordigd wordt nu bevestigd door de uitkomst van de berekening. Is dit nu het einde van het verhaal? Als we uitgaan van de gedachte dat binnen een onderneming alleen wordt gewerkt met geld en dat de gevolgen van inflatie onmiddellijk op alle variabelen van toepassing kunnen worden verklaard, is alles in orde. In de praktijk blijkt deze conclusie echter iets te eenvoudig.

PRAKTISCHE GEVOLGEN

Het is heel goed denkbaar dat inflatie niet voor iedereen op hetzelfde moment voelbaar is. Als een overheid extra geld in omloop brengt, komt dat niet onmiddellijk in alle geldstromen tot uitdrukking. Uitgaande van de veronderstelling dat de overheid bijvoorbeeld de economie wil stimuleren door het laten uitvoeren van infrastructurele werken en dat de daarbij behorende uitgaven worden gefinancierd door geldschepping ontstaat het gevolg dat de aannemers die het werk uitvoeren als eerste de beschikking krijgen over de additionele geldhoeveelheid. In het maatschappelijk verkeer zijn de gevolgen van de geldcreatie nog niet zichtbaar en is het prijspeil nog niet gestegen. In deze situatie ontstaat een extra voordeel voor de aannemer. Inflatoir geld met koopkracht. Het is dus van belang op welke plaats het extra geld de economie binnenkomt. In theorie en praktijk wordt aan dit verschijnsel weinig aandacht gegeven.

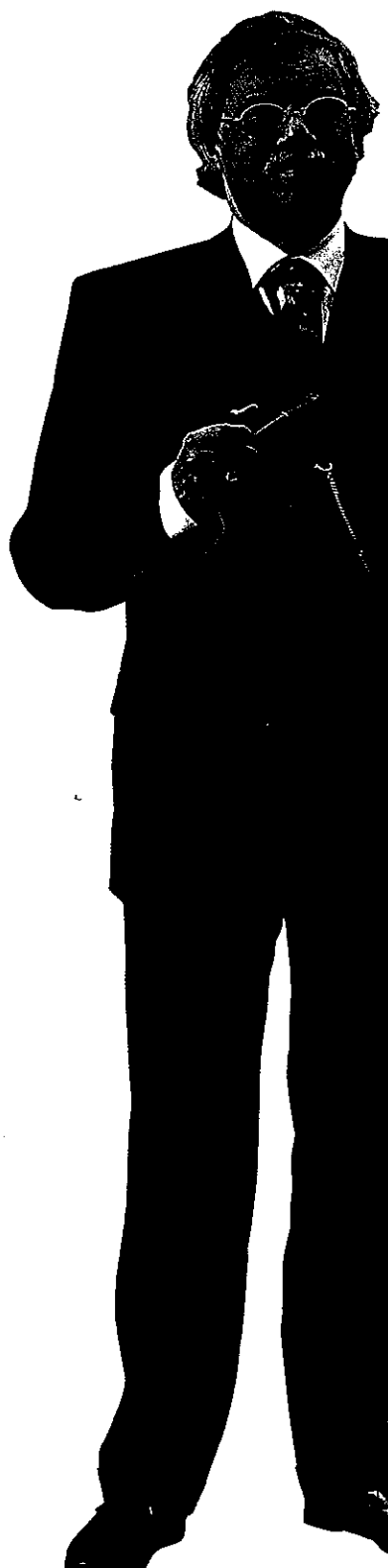
Ook binnen de ondernemingen kan het optreden van inflatie tot verschillende gevolgen leiden. Het is duidelijk dat het ondermeer afhangt van de desbetreffende markt of het mogelijk is de prijzen te verhogen. In de praktijk wordt vaak gezien dat het kostenpeil eerder stijgt dan de prijzen op de afzetmarkt. Inflatie werkt voor die ondernemingen als nadeel door het ontstaan van een zogeheten time-lag. Als de arbeidsmarkt onder druk staat, is het wellicht mogelijk de loonkosten te beperken door de werknemers niet geheel te vergoeden voor het ontstaan van inflatie. Als de prijzen op de afzetmarkt wel kunnen stijgen ontstaat een voordeel. Vervolgens hebben wij nog te maken met het feit dat binnen onderneming niet alleen met geldstromen wordt gewerkt. Afschrijvingen vertegenwoordigen geen geld en als op basis van historische uitgaafprijzen wordt afgeschreven, wordt geen rekening gehouden met het gestegen prijspeil voor kapitaalgoederen. De afschrijvingen zijn te laag waardoor een te hoge winst ontstaat met als gevolg dat in feite te veel belasting (een uitgaande geldstroom) wordt betaald. Dit heeft een nadelig effect op de waarde. Verder dient de waardeerder rekening te houden met het gegeven dat bijvoorbeeld de hoogte van het werkkapitaal (debiteuren en voorraden) in relatie staat tot de omzet. Stijgende prijzen leiden dan tot additionele investeringen in werkkapitaal. Praktisch gezien is het daarom ver-

standig de verwachte geldstromen op nominalistische basis (inclusief inflatie) in de berekening te betrekken.

Geld zonder koopkracht heeft geen waarde. Dit betekent echter niet dat inflatie voor iedereen neutraal werkt. De waardeerder dient bij iedere waardering de specifieke omstandigheden van het te waarderen object in het oog te houden. De nominalistische aanpak verdient daarbij de voorkeur.

Drs. Jan Vis MBA RV is directeur bij Talanton Corporate Finance B.V. en als adjunct-professor Business Valuation verbonden aan de RSM Erasmus University. Dit artikel weerspiegelt de persoonlijke opvattingen van de auteur.

Jan Vis studeerde economie, bedrijfskunde en accountancy. Hij is bestuurslid van de Stichting Waarderingsonderzoek ten behoeve van Bedrijf en Onderneming, verder is hij lid van het Nederlands Instituut van Register Valuators (NIRV) en beëdigd als makelaar-taxateur in bedrijfsbelangen. Hij volgde de opleiding tot Gerechtig Deskundige aan de Universiteit van Leiden. Jan Vis treedt regelmatig op als auteur en spreker op het gebied van waardeeringsvraagstukken.



ROME

De Romeinse keizer Augustus kwam in het jaar 27 (voor Christus) aan de macht. Op dat moment gebruikten de Romeinen vooral gouden en zilveren munten. Augustus had echter veel geld nodig om de gebruikelijke oorlogen in verre oorden te financieren. Verder moest ook de eigen bevolking tevreden worden gesteld. Omdat de Romeinen geen gebruik maakten van papiergeld, was het niet zo eenvoudig de geldhoeveelheid te laten stijgen. Daarvoor was een stijging van de productie van goud en zilvermijnen noodzakelijk. De mijnwerkers gingen verplicht overuren maken. Het aanbod van goud en zilver steeg bij een min of meer gelijkblijvende vraag en het gevolg kwam tot uitdrukking in een sterke stijging van de prijzen van consumptiegoederen. Binnen 27 jaar verdubbelden de prijzen. Augustus was zo verstandig de productie van edelmetaal af te remmen waarop de prijzen zich stabiliseerden. Tijdens het bewind van Nero (in het jaar 64) werd de munt (aureus) 10 procent in gewicht verlaagd. Daarna is het niet meer goed gekomen. De Romeinen hadden steeds meer geld nodig om hun dure samenleving, oorlogen, brood en spelen, importen en publieke werken, in stand te houden. Het aantal munten in omloop kon geweldig toenemen door het verlagen van het gehalte. Toen de zogenaamde barbaren de laatste Ceasar verwijderden, bevatte de zilveren denarius nog slechts twee procent zilver.

Bron: Bonner/Wiggin: Empire of Debt, Wiley, 2006