

Stephan Hostettler

Economic Value Added – Lektionen aus der Praxis

Das EVA®-Konzept richtig eingesetzt als Grundlage einer effektiven
finanziellen Corporate Governance [1, 2]

Das im April 1995 erstmals im ST vorgestellte Konzept des Economic Value Added (EVA) misst in absoluten Zahlen den Unterschied zwischen der Kapitalrendite und den Kapitalkosten und stellt damit eine umfassende Kennzahl für die Beurteilung des betrieblichen Erfolgs zur Verfügung [3]. In den letzten Jahren hat der EVA auch in der Schweiz vermehrt Einzug in die Finanzanalyse und Unternehmensbewertung gehalten. Die Verwendung von EVA als Basis für Kompensationsysteme ist hingegen zurückgeblieben. Der Autor beleuchtet das Konzept nun aus einer praktischen Perspektive und stellt die Lehren aus der praktischen Umsetzung von EVA vor.

- Die Berechnung des EVA wird – nicht zuletzt wegen der viel besprochenen Adjustierungen – oft als zu «kompliziert» und «unverständlich» deklariert. Jedoch zeigt sich, dass der Beweggrund zur Einführung von Adjustierungen meist missverstanden wird und diese in den meisten Fällen zu umfangreich angegangen werden.
- Der EVA wird häufig isoliert als alternatives Bewertungsinstrument der Discounted-Cash-Flow-(DCF-) Methode gegenübergestellt, ohne dass ein Brückenschlag zur eigentlichen Unternehmensführung gemacht wird. In dieser isolierten Form bietet der EVA – ausser einer andersartigen Darstellung von Investitionen, Abschreibungen und Kapitalkosten – nur wenig Neues und wird deshalb meist als «nice to have»-Werkzeug abgetan.

1. Typische Probleme im Umgang mit EVA

In zahlreichen Gesprächen mit internationalen und Schweizer Geschäftsleitungsmitgliedern, Verwaltungsräten und Finanzverantwortlichen lässt sich feststellen, dass die Diskussion rund um das Konzept des EVA bei folgenden Fragestellungen und Anwendungen stehengeblieben ist:

- EVA-Implementierungen beschränken sich vielfach auf die Performance-Messung – meist nur auf der Holding-Ebene ohne Bedeutung und Wirkung für die Unternehmenseinheiten.
- In vielen Unternehmen bzw. Unternehmensbereichen fallen die aktuellen EVA negativ aus. Dies löst bei den Anwendern oft Ratlosigkeit aus, was aber meistens nicht am Konzept selbst liegt, sondern an mangelndem

Verständnis für den EVA als historisches Leistungsmass.



Stephan Hostettler, Dr. oec. HSG,
Partner, Obermatt Partners, eine auf
Executive Compensation spezialisierte
Unternehmensberatung, Zürich,
www.obermatt.com

2. Erfahrungen bei der Implementation von EVA

Im Grunde lassen sich die Erfahrungen der letzten Jahre zu drei praktischen *Schlüsselerkenntnissen* zusammenfassen (vgl. *Abbildung 1*):

1. Wichtig ist nicht – wie oft fälschlicherweise angenommen wird – die absolute Höhe des heutigen EVA, sondern die Veränderung von EVA in der Zukunft.
2. Die möglichst genaue Messung des EVA ist zweitrangig, wichtig ist das mit der Messung erzielte Managementverhalten bei der Planung und Entscheidungsfindung.
3. EVA ist nicht isoliert zu betrachten, sondern muss die drei Gebiete Kapitaleinsatz, Leistungsmessung und Managementkompensation verbinden.

Abbildung 1
Schlüsselerkenntnisse im praktischen Umgang mit EVA

| Theoretisches Verständnis des EVA | Praxisorientiertes Verständnis im Umgang mit EVA |
|---|---|
| 1. Fokus auf absolute Höhe des EVA | → Fokus auf Änderung des EVA |
| 2. Fokus auf Messgenauigkeit | → Fokus auf Managementverhalten |
| 3. Isolierter Gebrauch von EVA (z. B. als Bewertungsinstrument) | → Integrierte Anwendung des EVA im Rahmen der finanziellen Corporate Governance |

Diese drei Grunderkenntnisse helfen den Umgang mit EVA, aber auch die Anforderungen an eine wertbasierte Führung besser zu verstehen und ermöglichen so erst eine sinnvolle Einführung des EVA.

2.1 Veränderung von EVA versus Niveau von EVA

Während sich zahlreiche Diskussionsbeiträge auf die Bestimmung der absoluten Höhe von EVA konzentrieren, ist es viel wichtiger, die Veränderung von EVA über die Zeit zu betrachten. So ist zum Beispiel ein historisch negativer EVA per se nichts Schlechtes, sondern bedeutet, dass in den letzten Jahren Investitionen oder Akquisitionen getätigt wurden, welche heute eine unterdurchschnittliche Rendite auf den Buchwerten liefern. Diese historischen Investitionen und die negative Profitabilität sind jedoch im heutigen Marktwert einer Unternehmung schon vollständig berücksichtigt und sind für die Investoren nur von sekundärer Bedeutung. Viel interessanter ist die Frage, wie sich der EVA ab dem Betrachtungszeitpunkt weiterentwickelt.

2.1.1 Gewinnwachstum als Kennzahl vorziehen

Die Relevanz des zukünftigen Gewinnwachstums ist zwar nichts Neues, wird jedoch im praktischen Umgang meist vergessen. Dies hat teilweise negative Auswirkungen auf die Gestaltung des Bonusplanes, aber auch bei der finanziellen Zielsetzung des Unternehmens. So hat z.B. der Eigentümer eines mittelständischen Schweizer Pro-

duktionsunternehmens bei einem persönlichen Gespräch erwähnt, dass der Betrieb im Moment Verluste schreibt und deshalb keine Boni ausbezahlt werden könnten. Er habe zwar ein neues Management angestellt, jedoch müsste dieses zuerst den Break-Even erreichen, bevor Boni überhaupt wieder zur Diskussion stünden.

Diese Situation ist symptomatisch und kann in fast allen mittleren und grösseren Unternehmen vorgefunden werden. Der Fokus auf das absolute Ge-

Abbildung 2
Future Growth Value

Die Einführung des Konzeptes «Future Growth Value» (FGV) erlaubt es, die im Marktwert enthaltenen absoluten Gewinnerwartungen der Eigentümer direkt in mehrjährige EVA-Wertwachstumsziele für das Gesamtunternehmen und für einzelne Unternehmensbereiche umzulegen und bereits im Zielsetzungsprozess die Leistungsziele des Managements mit den Erwartungen der Aktionäre in Einklang zu bringen.

Der FGV berechnet sich als die Differenz zwischen dem gesamten Marktwert des Unternehmens und dem sogenannten Current Operations Value (COV). Der COV wäre der Wert eines Unternehmens, von dem der Markt kein weiteres EVA-Wachstum erwartet. In rund 90 % der heutigen Marktwerte ist ein positiver FGV enthalten. Im Durchschnitt macht dieser Wert rund 50 % des Marktwertes aus, kann jedoch – primär abhängig von der Branche – zwischen 20 % (z. B. Versorgungsindustrie), 70 % (z. B. Pharmaindustrie) und über 100 % (z. B. Biotech) schwanken. Der FGV dient als Basis für die Industrieanalyse, für das Wertbenchmarking sowie zur Beurteilung von Akquisitionspreisen und zur Herleitung von internen finanziellen Zielsetzungen.

Berechnung des Future Growth Value (FGV) – ein Beispiel:

Ein Analyst vertritt in seinem aktuellen Bericht die Meinung, dass der Luxusgüterhersteller A «klar» unterbewertet ist. Wir wollen diese Behauptung überprüfen, indem wir die im Marktwert implizierten Wachstumserwartungen von A mit denen anderer Luxusgüterhersteller vergleichen. Dazu berechnen wir den Anteil des FGV am gesamten Marktwert von A und vergleichen das Resultat mit dem Branchendurchschnitt, von dem wir wissen, dass er bei rund 65 % liegt.

1. Zuerst werden die relevanten Daten des Unternehmens erhoben: Marktwert (MV) = 11.5 Mrd. (Zusammengesetzt aus Marktwert des Eigenkapitals = 10 Mrd und Marktwert des Fremdkapitals = 1.5 Mrd.), EBIT = 650 Mio., geschätzter Steuersatz (t) von 30 % und geschätzte Kapitalkosten (c) von 10 %.

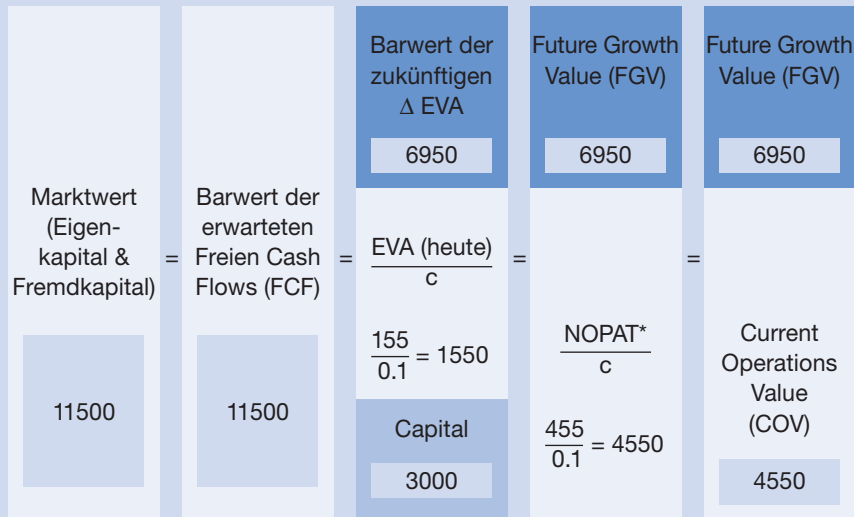
2. Wir nehmen an, dass der NOPAT (Net Operating Profit After Tax) annähernd Ebit nach Steuern entspricht, d. h. $NOPAT = Ebit \cdot (1-t) = 650 \text{ Mio.} \cdot 0.7 = 455 \text{ Mio.}$

3. Der COV entspricht dem Buchwert des Kapitals (3000) plus die ewige Rendite des heutigen EVAs ($155/.1 = 1550$) also total 4550. Da $EVA = NOPAT - c \cdot \text{Capital}$, entspricht dies auch der ewigen Rendite des heutigen NOPAT; oder $455/.1 = 4550$ (unter der Annahme, dass die Nettoinvestitionen 0 betragen).

4. Der FGV wird durch Subtraktion des COV vom Marktwert berechnet: $FGV = MV - COV = 6,95 \text{ Mrd.}$

5. Damit können wir nun das FGV-Marktwertverhältnis berechnen: $FGV/MV = 6,95/11,5 = 60 \%$. Dies deutet zwar darauf hin, dass das Unternehmen gegenüber dem Marktdurchschnitt unterbewertet ist, das FGV/MV-Verhältnis müsste aber deutlich kleiner sein, um die Behauptung einer «klaren» Unterbewertung zu rechtfertigen.

Abbildung 3
Herleitung des Future Growth Value (FGV) (in Mio. CHF)



*Unter der Annahme, dass die Nettoinvestitionen 0 betragen

winnniveau führt zu einer Reihe von Fehlimpulsen: So erhält ein Manager in einem profitablen Unternehmensbereich hohe Zulagen, selbst wenn er keinen Beitrag zum weiteren Gewinnwachstum leistet. Im Gegensatz dazu werden neue, zukunftssträchtige Sparten und solche, die sich in einem Turnaround befinden, vernachlässigt. Denn oftmals ist für diese Bereiche mit tiefer Profitabilität oder gar mit Verlusten überhaupt keine Bonusauszahlung vorgesehen. Doch gerade dort verbirgt sich möglicherweise das grösste Renditepotential für die Investoren. Denn auch defizitäre Bereiche können ein absolutes Gewinnwachstum erzielen. Deshalb sollte grundsätzlich das Gewinnwachstum und nicht das Gewinnniveau die Basis von Boni bilden.

2.1.2 Die richtigen Ziele wählen

Zentraler Punkt ist die Frage der Zielsetzung. Ein Break-even-Fokus ist – speziell im Umgang mit EVA – weit verbreitet und wird immer wieder als Mindestziel genannt. Was das für eine verheerende Wirkung haben kann, zeigt das Beispiel eines grossen internationalen englischen Getränkeherstellers. Dessen Controlling-Abteilung hat den EVA für die einzelnen regionalen Einheiten berechnet und dabei

festgestellt, dass die US-Division stark negative Zahlen aufweist. Die verhängnisvolle Massnahme zur vermeintlichen Behebung des Problems: keine Boni, bevor nicht der Break-even EVA in den USA erzielt wird. Da wegen der massiven historischen Investitionen der Break-even für die nächsten Jahre unwahrscheinlich war, kam es zu einem Exodus der US-Manager, begleitet von einem Verlust wertvollen Know-hows im Aufbau des dortigen Geschäftes.

«Die möglichst genaue Messung des EVA ist zweitrangig, wichtig ist das mit der Messung erzielte Managementverhalten bei der Planung und Entscheidungsfindung.»

Ein Break-even-EVA bedeutet, dass eine adäquate Verzinsung des Buchwertes des Unternehmens sichergestellt ist. Die Investoren erwarten aber eine adäquate Rendite auf dem Marktwert, nicht auf dem Buchwert. Dabei ist ein Break-even-EVA keine zwingende Voraussetzung dafür. Positive Veränderungen eines negativen EVA können ausreichen, die erwartete Ren-

dite auf dem Marktwert zu erzielen. Die Basis dazu ist der sog. «Future Growth Value» (FGV), welcher die implizit im Marktwert enthaltenen Wachstumserwartungen der Aktionäre ausdrückt (vgl. Abbildung 2 und 3 «Future Growth Value»). Erwirtschaftet das Management ein EVA-Wachstum, welches diesen impliziten Wachstumserwartungen entspricht, dann erarbeitet das Unternehmen eine genügend hohe Rendite auf dem Marktwert, auch wenn der heutige EVA negativ sein sollte.

Der FGV-Ansatz zur Zielsetzung hat sich in der Praxis sehr bewährt, da er auf subjektive Komponenten verzichtet und sich so entscheidend von den heute praktizierten Vorgehen abhebt. So kommt es häufig vor, dass die Ziele auf der Basis von Analystenberichten und Investorengesprächen festgelegt werden. Dieses Vorgehen weist aber gravierende Mängel auf: Die Zielfestsetzung verkommt zu einer subjektiven Vorgabe, die schnell zum Spielball verschiedener firmeninterner und -externer Interessensgruppen werden kann.

2.2 Fokus auf das Managementverhalten richten

Während einige EVA-Autoren von über 160 Accounting-Adjustments sprechen, sind die meisten in der Praxis nie in dieser Tragweite relevant. Bei

der Verwendung von EVA als Führungsinstrument steht der Lenkungsaspekt bzw. das Entscheidungsverhalten des Managements im Vordergrund und nicht die möglichst genaue Messung von EVA.

Die meisten Implementationen kommen tatsächlich mit drei bis fünf Anpassungen aus, welche von Fall zu Fall

sorgfältig zu bestimmen sind. Primär sollte der Umfang der Änderungen beschränkt bleiben, da jede Abweichung auf Kosten der Verständlichkeit geht und damit die praktische Anwendung im Entscheidungsprozess erschwert. Denn die Kommunizierbarkeit des Konzepts ist eine zentrale Voraussetzung für die Akzeptanz durch das Management und bildet damit eine fundamentale Grundlage für die erfolgreiche Implementation im Unternehmen. Grosse Teile des Managements haben keinen finanzwirtschaftlichen Hintergrund und sollten daher nicht mit unnötig vielen, komplizierten Änderungen frustriert werden. Der Fokus liegt hier darauf, ob das Entscheidungsverhalten der Manager mit einer Adjustierung auch tatsächlich beeinflusst werden kann (vgl. *Abbildung 4*).

2.2.1 Die Bedeutung von «genauen» Kapitalkosten

Ein weiteres Missverständnis herrscht bei Festlegung der Genauigkeit der Kapitalkosten. Vielfach wird die Relevanz von «exakten» Kapitalkosten überschätzt, und erfahrungsgemäss wird in zahlreichen Unternehmen viel (meist zuviel) Zeit für die akribisch genaue Ermittlung der Kapitalkosten aufgewendet. So sind Kapitalkostensätze mit zwei Stellen nach dem Komma keine Seltenheit. Jedoch wird auch hier oftmals nicht realisiert, dass der tägliche Einsatz bei der Entscheidungsfindung und die Berücksichtigung der Kapitalkosten bei der Performancemessung viel entscheidender sind als die exakte Bestimmung der Kapitalkosten. Ob dies nun auf einen Prozentpunkt genau geschieht, ist im Endeffekt nicht so bedeutend. Das Ziel einer unternehmensinternen Leistungsmessung sollte nie die Ermittlung der exaktesten Zahlen sein, sondern die Errichtung eines kosteneffizienten Leistungsmessungs- und -kompensationssystems, welches Manager zur Schaffung von Mehrwert für die Eigner motiviert.

2.3 Integration versus Isolation

Schliesslich hat für eine erfolgreiche EVA-Implementierung die Abstimmung der drei Bereiche Kapitaleinsatz, Leistungsmessung und Management-

Abbildung 4

Ausserordentliche Aufwendungen – ein Beispiel für eine praxisrelevante EVA-Adjustierung

| | Vor Verkauf | Nach Verkauf | |
|--------------------------------|-------------|-------------------|------------------|
| | | Ohne Adjustierung | Mit Adjustierung |
| Profit (nach Steuern) | 0 | -700 | 0 |
| Buchwert Anlage | 1500 | 0 | 0 |
| Kapitalisierte a. o. Aufwände | 0 | 0 | 700 |
| Betriebskapital* | 1500 | 0 | 700 |
| Kapitalkosten (@10 %) | 150 | 0 | 70 |
| EVA (= Profit – Kapitalkosten) | -150 | -700 | -70 |
| Änderung von EVA | | -550 | +80 |

*In diesem Beispiel vereinfacht, unter Ausklammerung von Barmitteln

Ausserordentliche Aufwände sind typischerweise Kosten, die sich durch ihre Grössenordnung (z. B. Restrukturierungsaufwendungen) oder auch durch Unregelmässigkeit (z. B. Einmalabschreibungen auf Anlagevermögen) auszeichnen. Das Problem der traditionellen Performancemessung ist nun, dass solche Aufwendungen oftmals erfolgswirksam und damit bonusrelevant sind. Ohne eine Adjustierung weisen sie das Management unter Umständen in eine falsche Richtung. Nehmen wir einmal an, in einem Unternehmen wird eine neue Maschine angeschafft, die alte wird somit nicht mehr benötigt. Deren Verkaufswert von CHF 500 liegt jedoch beträchtlich unter dem Buchwert von CHF 1500.

Der Verkauf hätte demzufolge eine plötzliche Belastung des Gewinns zur Folge (CHF 1000 vor und CHF 700 nach Berücksichtigung eines Steuervorteils) und würde somit die Kompensation im aktuellen Jahr schmälern. Ein rational agierender Manager würde von diesem Verkauf absehen und lieber einen weiteren Wertzerfall in Kauf nehmen, als die liquiden Mittel von CHF 500 und einen Steuervorteil von CHF 300 zu realisieren.

Bei einem System mit Adjustierung werden die ausserordentlichen Abschreibungen nach Berücksichtigung eines möglichen Steuervorteils wieder zum Gewinn hinzuaddiert. Im Gegenzug wird der Buchverlust nach Steuern (CHF 700) als Investition zum Kapitalstock hinzugezählt. So wird einerseits die Verantwortung für historische Investitionen weiterhin aufrechterhalten, aber der Gewinn «entlastet», so dass der Manager mit dem Verkauf der ungenutzten Anlage einen Wert von insgesamt CHF 800 realisieren kann, ohne dass sein Bonus darunter leiden müsste. Im Gegenteil: Der Manager wird tatsächlich dazu motiviert, da er mit dem Verkauf ein EVA-Wachstum von 80 realisiert, was sich positiv auf seinen Bonus auswirkt.

Bei den meisten EVA-Implementierungen ist diese Adjustierung eine sehr willkommene Anpassung der heutigen Systeme. Sie erlaubt es, das Management zu motivieren und ungenutzte und nicht mehr benötigte Anlagen (bzw. Lagerbestände) auch unter Buchwert zu verkaufen, damit ein Teil des investierten und blockierten Kapitals verflüssigt werden kann.

komensation eine entscheidende Bedeutung. In den meisten Unternehmen besteht zwischen diesen drei Kernbereichen der finanziellen Corporate Governance keine einheitliche Basis, und oftmals bestehen stark unterschiedliche finanzielle Ausrichtungen, welche für die Entscheidungsfindung herangezogen werden.

2.3.1 Kapitaleinsatz

So zum Beispiel wird im Bereich des Kapitaleinsatzes (z. B. für Investitionen oder Akquisitionen) in vielen Unternehmen auf Barwertmethoden abgestellt, welche den absoluten Wertzu-

wachs zu den heutigen Werten ausdrücken. Diese Rechnungen sind meistens sehr umfangreich und detailliert vollzogen. Das Problem liegt nun nicht daran, dass eine anstehende Investition richtig oder falsch beurteilt wird, sondern dass nach dem Investitionsentscheid die Verantwortung für das investierte Kapital verlorengeht, da die Leistungsmessung später oftmals auf Grund von Margen oder Marktanteilen geschieht und die eingesetzten Mittel ausser Betracht gelassen werden. Meist wird argumentiert, dass die ausführenden Manager keinen Einfluss auf die Entscheidungen hatten und so auch nicht verantwortlich dafür

Abbildung 5
Trügerische Kennzahlen

| | Wertvernichtendes Projekt | | | | Wertschöpfendes Projekt | | |
|----------------------|---------------------------|--------|------------|--|-------------------------|--------|------------|
| | A | B | A+B | | A | B | A+B |
| Umsatz | 750 | 200 | 950 | | 750 | 800 | 1550 |
| Marge | 20.0 % | 30.0 % | 22.1 % (+) | | 20.0 % | 10.0 % | 14.8 % (-) |
| Gewinn | 150 | 60 | 210 | | 150 | 80 | 230 |
| Investitionen | 2500 | 800 | 3300 | | 500 | 400 | 900 |
| ROI | 6.0 % | 7.5 % | 6.4 % (+) | | 30.0 % | 20.0 % | 25.6 % (-) |
| Kapitalkosten @ 10 % | 250 | 80 | 330 | | 50 | 40 | 90 |
| EVA | -100 | -20 | -120 (-) | | 100 | 40 | 140 (+) |

Der Fokus auf Prozent-Messgrößen kann zu Fehlschlüssen führen und macht Manager schnell zu Wertvernichtern. Auch wenn das Projekt die Gesamtrendite steigert, falls die Projekttrendite kleiner als die Renditeforderungen der Kapitalgeber ist, wird sie den EVA schmälern und Werte vernichten. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass sinnvolle Projekte abgelehnt werden, nämlich dann, wenn die Projekttrendite zwar unter der momentanen Rendite, aber über den Kapitalkosten bzw. den Renditeforderungen der Fremd- und Eigenkapitalgeber liegt. Für letzteren Fall ist wohl Coca-Cola das bekannteste Beispiel. Jahrelang wurden dort wertsteigernde Projekte auf Grund zu geringer Renditen verworfen. Erst als dessen ehemaliger CEO Roberto Goizueta 1982 den Übergang zum Economic Value Added vorangetrieben hat, ermöglichte er ein weiteres Wachstum in Bereichen mit tieferen Investitionsrenditen.

sein sollten. So wird in vielen Unternehmen zur Beurteilung der Boni vielmals auf Kennzahlen abgestützt, welche die Höhe der investierten Mittel teilweise oder sogar vollständig (z. B. Ebitda) ausblenden. Die Folge: Die minimalen Renditeansprüche der Investoren sind dem Management auf den unteren Stufen zu wenig bewusst und werden nur ungenügend in die täglichen Entscheidungen einbezogen. Nur wenn der Bonus sowohl die Abschreibungen als auch die Kapitalkosten der Erst- und Folgeinvestitionen miteinbezieht, kann die Verantwortung von Investitionen auf das ausführende Management tatsächlich übertragen werden.

2.3.2 Leistungsmessung

Die klare Ausrichtung des Managementverhaltens wird zudem noch erschwert, da die Messung der Zielerreichung meistens durch ein Sammelsurium von verschiedenen Kennzahlen erfolgt. Vielmals widersprechen sich diese Zahlen, so dass sich ein Erfolg nach Kennzahl A bald als Fehlschlag nach Kennzahl B herausstellt. Diese widersprüchlichen Vorgaben können schliesslich zu Zielkonflikten führen, besonders falls absolute und relative Kennzahlen vermischt werden. Ein

Beispiel: Ist der Bonus eines Managers sowohl an den Gewinn als auch den Return on Investment (ROI) gekoppelt, ergibt sich für ihn ein Dilemma: Häufig sinkt bei einer gewinnsteigernden Investition die durchschnittliche Kapitalverzinsung. Deshalb sollte bei der Beurteilung von Investitionsprojekten absoluten Wachstumszahlen Priorität gegenüber relativen Grössen

eingeräumt werden (vgl. dazu die Beispiele in *Abbildung 5*).

2.3.3 Managementkompensation

Es stellt sich nicht nur die Frage, wie eine für qualifizierte Führungskräfte interessante Kompensation ausgestaltet werden soll, sondern auch wie das Handeln des Managements mit den Erwartungen der Aktionäre harmonisiert werden kann. Ein mangelhaftes Bonusplandesign, selbst wenn es an eine Kennzahl wie EVA gekoppelt ist, schafft Anreize, den kurzfristigen Gewinn auf Kosten der längerfristigen Performance des Unternehmens zu maximieren. Neben der Wahl der massgeblichen Performancekennzahl ist es die Berücksichtigung der Bonusmechanismen, welche über den Erfolg des Bonusplanes entscheiden. Beim Design sollen vier sich teilweise konkurrierende Ziele berücksichtigt werden:

1. Motivation

Das Management muss für das Fälen von anspruchsvollen und teilweise unangenehmen Entscheidungen angemessen finanziell entschädigt werden.

2. Bindung

Die Managementvergütung muss ausreichend hoch sein, damit kompetente

Abbildung 6
Gegenüberstellung von modernen und traditionellen Bonusplänen

| | Traditioneller Bonusplan | Moderner Bonusplan |
|---------------------------|--|---|
| Betrachtungsweise | Manager als «zu bindender» Mitarbeiter | Manager als «zu motivierender» Unternehmer |
| Bonusausgestaltung | Festsetzen von festen Ober- und Untergrenzen | Keine Beschränkungen gegen oben oder unten |
| Leistungserhebung | Typischerweise mehrere, sich zum Teil konkurrierende Kennzahlen; oft ungenügender Einbezug der Kapitalkosten | Wertbasierte Zielgrösse, die sämtliche Kapitalkosten berücksichtigt (z. B. EVA) |
| Zeithorizont | 1 Jahr, meist durch Jahresbudgets bestimmt | 3–5 Jahre im Rahmen von Mehrjahreszielen |
| Wachstumsziel | Subjektiv ermittelt, teilweise basierend auf Investoren-gesprächen oder Analystenberichten | Objektiv ermittelt anhand von Aktionärs-erwartungen auf Basis des Future Growth Value (FGV) |
| Bonusgrundlage | Relatives Wertniveau | Absolute Wertsteigerung |

Führungskräfte rekrutiert und trotz Perioden schlechter Performance, z.B. auf Grund eines schwierigen Branchen- bzw. Marktumfelds, an das Unternehmen gebunden werden können.

3. Aktionärskosten

Um den Nutzen für den Aktionär zu maximieren, sollten die Kosten der Boni auf das notwendige Niveau begrenzt werden.

4. Ausrichtung

Finanzielle Anreize sollen die Ziele des Managements mit denen der Eigentümer harmonisieren, so dass die Manager Strategien wählen und Investitionen bzw. Akquisitionen tätigen, die den Unternehmenswert maximieren.

Typischerweise wird die «Bindung» in der Gestaltung von Bonusplänen deutlich stärker gewichtet als die anderen Ziele. Damit aber die Ziele des Managements mit denen der Besitzer in Einklang gebracht werden können, müssen sämtliche Anforderungen ausbalanciert werden. Denn nur dann kann das kurzfristige und -sichtige Gewinnstreben vieler Führungskräfte in eine langfristig orientierte Sichtweise zur nachhaltigen Wertgenerierung hin geändert werden. Entscheidend dabei ist nicht nur die Einbindung von EVA als

Bonustreiber, sondern auch die zugrundeliegende Mechanik der Bonusbestimmung und Bonuszahlung. In *Abbildung 6* werden die wesentlichen


Kompensationssystem noch vergrößert wird. Nur wenn Kapitaleinsatz, Leistungsmessung und -belohnung mittels einer gemeinsamen Kennzahl anein-

«Für eine erfolgreiche EVA-Implementierung hat die Abstimmung der drei Bereiche Kapitaleinsatz, Leistungsmessung und Managementkompensation eine entscheidende Bedeutung.»

Unterschiede zwischen modernen und traditionellen Bonusplänen einander gegenübergestellt.

3. Fazit

Nur unter Berücksichtigung der hier dargelegten Schlüsselfaktoren, die bei der Ausgestaltung eines wertbasierten Management- und Anreizsystems beachtet werden müssen, lässt sich das Konzept des EVA in seiner Tragweite und Anwendung erst richtig verstehen. Solange aber die Investitionsentscheidung und -realisierung nicht als Teil des gleichen Prozesses angesehen werden, kommt es zu einem Bruch der Verantwortung, der durch ein mangelhaftes

andergesetzt, erfüllt EVA diese Erfordernisse und bildet damit die ideale Basis für die Entwicklung und Implementierung einer wertbasierten finanziellen Corporate Governance. 

Anmerkungen

- 1 EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., New York.
- 2 Hostettler, Stephan: «Economic Value Added» als neues Führungsinstrument. Der Schweizer Treuhänder 4/95.
- 3 Siehe auch Hostettler, Stephan: Economic Value Added (EVA) – Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, 5. Aufl., Verlag Haupt/Bern.

RESUME

Economic Value Added, les leçons tirées de la pratique

Le concept d'Economic Value Added (EVA), présenté pour la première fois dans cette publication en avril 1995, mesure en chiffres absolus la différence entre rendement et coûts du capital et met ainsi à disposition un paramètre complet pour l'évaluation de la réussite de l'entreprise. En Suisse aussi, son utilisation s'est accrue ces

dernières années, dans le cadre de l'analyse financière et de l'évaluation d'entreprise. Toutefois, son emploi en tant que base de systèmes de compensation a stagné.

La création de valeur maximale n'est possible qu'en mettant en relation l'emploi du capital, la mesure et la ré-

munération de la performance à l'aide d'un paramètre commun. Utilisé correctement, EVA remplit ces exigences et constitue donc la base idéale pour développer et mettre en place un gouvernement d'entreprise financier, basé sur la valeur.

SH/AFB