

# Führen mit EVA!

Von Stephan Hostettler

**M**ittlerweile gehört der Shareholder Value zu den Modébegriffen in der Finanzwelt. Nur allzu oft wird von der Unternehmensführung auf die «Ausrichtung auf den Shareholder Value» hingewiesen. Doch ein Blick auf die tatsächlich angewandten Anreizsysteme führt zu herben Enttäuschungen und lässt den Vorsatz als Lippenbekenntnis erkennen. Umsatz- und Gewinnmaximierung sind zwar lobenswerte finanzielle Zielgrössen; sie sind jedoch nur bedingt für die Schaffung des Shareholder Value verantwortlich. Mit «Economic Value Added» liegt eine einfach zu berechnende Kennzahl vor, die direkt mit dem Shareholder Value in Verbindung steht.

## Free Cash Flows sind zu weit von der Praxis entfernt

Der Shareholder Value entspricht dem Marktwert des Eigenkapitals. Effiziente Kapitalmärkte vorausgesetzt, kann dieser Wert bei börsennotierten Werten jederzeit am Ticker abgelesen werden. Bei nicht kotierten Unternehmen muss ein Marktwert geschätzt werden. Man stützt sich dabei auf prognostizierte Daten und meist auf eine Form der eher unhandlichen – da auf Zahlungsströmen basierenden – Discounted Free Cash Flow-Methode (DCF). Mittelflussrechnungen – auch wenn sie inzwischen zum Standard einer fortschrittlichen Berichterstattung gehören – lesen sich immer noch schwerer als Bilanzen und Erfolgsrechnungen.

**Inhalt:** EVA (Economic Value Added) ist ein Bewertungs- und Führungskonzept aus den USA, das den breit definierten Shareholder Value greifbar macht. Dieser Beitrag zeigt die Berechnung sowie den Einsatz von EVA im Sinne einer Shareholder Value-orientierten Führung. Dabei wird speziell von der Situation der Schweizer Unternehmen ausgegangen.

## Economic Value Added orientiert sich an bekannten Kennzahlen

Economic Value Added schliesst hier eine Lücke. EVA wurde von der in New York domizilierten Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. entwickelt und versucht die Erkenntnisse der modernen Finanztheorien mit den traditionellen Zahlensystemen zu verbinden. Dabei bedient sie sich einer Methode, die schon im letzten Jahrhundert als Kennzahl bekannt war und deren Einsatz als Bewertungsinstrument bereits in den fünfziger Jahren dem Cash Flow-Ansatz gleichgestellt wurde. EVA ist im Grunde nichts anderes als ein betrieblicher Übergewinn, der als Betriebsergebnis abzüglich Finanzierungskosten des dafür investierten Vermögens berechnet wird. Betrieblich wird Sinne des Geschäftszwecks ausgelegt.

## Economic Value Added und Shareholder Value

Die Kennzahl verbindet drei Kategorien von Entscheidungen, die den Shareholder Value massgeblich beeinflussen:

### 1 Operative Entscheide:

Welches Geschäft betreibt das Unternehmen, Preispolitik, Ko-

steneffiziente Produktion. Diese Kategorie ist primär verantwortlich für die Höhe des betrieblichen Gewinnes.

### 2 Investitionsentscheide:

Wieviel Kapital soll investiert werden? Welche Geschäfte sollen divestiert werden (Fokussierung)? Wie kann der Lagerumschlag gesteigert, das Debitorenziel verkürzt oder das Kreditorenziel verlängert werden? Diese Kategorie bestimmt die Höhe des gebundenen Vermögens.

### 3 Finanzierungsentscheide:

Wie werden die Investitionen finanziert? Welches Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital ist anzustreben? Welche Finanzierungsquellen werden benutzt? In diesem Bereich werden die Finanzierungskosten beeinflusst.

In unserem Zahlenbeispiel wurde 1995 ein EVA von Fr. 1,4 Millionen erwirtschaftet. Was sagt dies nun aus? EVA ist positiv, also wurden Werte geschaffen. Die Gewinne der betrieblichen Tätigkeit konnten die gesamten Finanzierungskosten der Eigen- und Fremdkapitalgeber decken. Falls der bereinigte betriebliche Gewinn die Deckung der Finanzierungskosten nicht schafft, werden Werte vernichtet, da das Kapital von einem anderen Unternehmen mit einem ähnli-

chen Risikoprofil unter Umständen verzinst worden wäre.

## Ein EVA-Vergleich mit Coca-Cola

Doch wie ist dieses Resultat im Vergleich zum EVA von Coca-Cola von rund 1,2 Milliarden \$ (1993) zu interpretieren? Hierzu müssen wir die Grössenordnung bereinigen. Neben dem Umsatz oder der betrieblichen Wertschöpfung bietet sich das betriebliche Vermögen als Vergleichsbasis an. Wird das betriebliche Vermögen durch EVA geteilt, ergibt sich daraus der sogenannte «value spread».

In unserem Beispiel beträgt er 3% (=1400/46000); bei Coca-Cola 17.5% (=1.203/6.871). Der value spread ist eine zentrale Kennzahl der Unternehmensbeurteilung. Er gibt an, um wieviel Prozentpunkte sich die interne Ertragsrate vom Kapitalkostensatz unterscheidet. Ein positiver value spread bedeutet, es werden Werte geschaffen, ein negativer, es werden Werte vernichtet.

In unserem Beispiel beträgt die interne Ertragsrate 13% (=6000/46000); bei Coca-Cola rund 30%. Werte über 25% sind eher ungewöhnlich und können bei Coca-Cola mit Wettbewerbsvorteilen – starke Marke, gutes Vertriebsnetz – erklärt werden.

## Erfolgsfaktoren eines EVA-basierten Anreizsystems

Sechs Elemente sind entscheidend bei der Ausgestaltung des Anreizsystems. Je nach Branche, Wachstum und Unternehmens-

## Berechnung des Economic Value Added

Zur Berechnung des betrieblichen Übergewinnes (siehe Berechnungsschema) benötigt man drei Elemente: Erstens den betrieblichen Gewinn; zweitens das zu dessen Erwirtschaftung investierte Vermögen und drittens den adäquaten Kapitalkostensatz. Ausgehend vom Nettoumsatz (1) (ohne Rabatte und Mehrwertsteuer) werden alle betrieblichen Aufwendungen (2), d.h. Material-, Personal-, Produktions-, Marketing-, Verwaltungs- und Vertriebskosten, und die betrieblichen Abschreibungen (3) abgezogen.

Unter den zahlreichen Anpassungen, die im Rahmen der EVA-Philosophie gemacht werden können, sollen die für Schweizer Verhältnisse interessantesten herausgepickt werden: Stille Reserven und versteckte Vermögensobjekte. Zu den versteckten Vermögensobjekten sind insbesondere alle nicht aktivierten, jedoch betrieblich notwendigen Leasingobjekte und Mietobjekte zu zählen (14). Sie verkürzen die Bilanz (zu hohe Return On Assets-Kennzahlen), und verzerren zusätzlich den betrieblichen Gewinn mit «betriebsfremden» finanziellen Grössen. Deshalb sollten die in den betrieblichen Aufwendungen enthaltenen Zinsanteile der Mietzahlungen und Leasingraten (4) dem betrieblichen Gewinn wieder hinzuge-rechnet werden. Dabei spielt die Genauigkeit bei einer ersten Analyse keine Rolle. Die Grössenordnung ist entscheidend.

Ebenfalls sollten die Veränderungen der stillen Reserven (5) berücksichtigt werden. Sie beziehen sich ausschliesslich auf die stillen Reserven der betrieblich bestimmten Bilanzpositionen (15). Unterbewertet Liegenschaften, die nicht betrieblich genutzt werden, bleiben dabei unberücksichtigt. Als Summe ergibt sich der bereinigte betriebliche Gewinn (6). Der Steuersatz (7) dient dazu, eine theoretische Steuerbelastung auf den betrieblichen Gewinn zu berechnen. Er sollte sich an den im Unternehmen geltenden Gewinnsteuersätzen orientieren.

Die Vermögensgrösse wird ausgehend von der Bilanzsumme (10) berechnet. Abgezogen werden neben den Wertschriften (11) alle anderen nicht betrieblich genutzten Vermögensteile (12), wie z.B. vermietete Liegenschaften. Zudem werden die kurzfristigen nicht zinstragenden Verbindlichkeiten (13) wie Kreditoren oder passive Rechnungsabgrenzungen abgezogen. Versteckte, betrieblich notwendige Vermögensobjekte (14), die nicht aktiviert wurden, müssen an dieser Stelle mit ihrem geschätzten Verkehrswert eingesetzt werden. Grundsätzlich können zur Bewertung des Vermögens die bilanzierten Werte übernommen werden. Dabei hilft die Aufrechnung stiller Reserven (15), stark verzerrende Unterbewertungen zu korrigieren. Das so bereinigte betrieblich notwendige Vermögen wird im Jahresdurchschnitt arithmetisch gemittelt.

Das letzte Element der Berechnung ist der Kapitalkostensatz. Die Literatur bietet zahlreiche Berechnungsmethoden für die Kapitalkosten an. Das Problem liegt daran, das Geschäfts- und auch Finanzierungsrisiko adäquat abbilden zu können. Da man mit Opportunitätskosten und nicht mit tatsächlich auftretenden Kosten rechnet, bleibt die berechnete Höhe so oder so mit Fragezeichen behaftet. Entscheidend ist nicht die exakte Höhe, sondern der Umstand, dass Eigenkapitalkosten mitberücksichtigt werden. In unserer Rechnung soll die Berücksichtigung der Opportunitätskosten mit einem einmaligen Zuschlag von 6% geschehen (19).

kultur sehen die konkreten Inhalte dieser sechs Elemente unterschiedlich aus.

### 1. Fokussierung auf den Shareholder Value

EVA verbindet die wesentlichsten Elemente der unternehmerischen Wertschaffung. Traditionelle Leistungskennzahlen, wie z.B. Umsatz- oder Vermögenswachstum, Nettogewinn, Nettogewinn pro Aktie, ROE oder ROI, können

Manager bei Anlageentscheiden in falsche Richtungen führen. Zwei Fallbeispiele erläutern dies:

Nehmen wir an, der Bonus eines Managers ist abhängig von der Höhe des erreichten ROI. Im ersten Fall – Tabelle 1 – wird er sich davor hüten, Projekt A zu realisieren, weil sich der ROI von 25% auf 22.5% reduziert. Doch wäre es aus der Sicht des Aktionärs sinnvoll in Projekt A zu investieren, weil EVA von 100 auf 150 ansteigt.

## Berechnen Sie Ihr EVA selbst

Position	Bsp. 94 In 1000	Bsp. 95 In 1000	1994	1995
1 Nettoumsatz		40.000	—	—
2 – Betriebliche Aufwendungen		-28.000	—	—
3 – Abschreibungen		-8.000	—	—
4 + Zinsanteile in Mietzahlungen und Leasingraten		800	—	—
5 + Zunahme der stillen Reserven (siehe Pos. 15)		3.200	—	—
6 = Betrieblicher Gewinn (bereinigt, vor Steuern)		8.000	—	—
7 Steuersatz		25%	—	—
8 Theoretische Steuerbelastung (6) x (7)		2.000	—	—
<b>9 Betrieblicher Gewinn (bereinigt, nach Steuern)</b>		<b>6.000</b>	—	—
10 Bilanzsumme	40.000	48.000	—	—
11 – Wertschriften	-4.000	-8.000	—	—
12 – Andere nichtbetriebliche Vermögensteile	-2.000	-2.400	—	—
13 – Kurzfristige nicht verzinsl. Verbindlichkeiten	-8.000	-8.800	—	—
14 + Nicht aktivierte Miet- und Leasingobjekte	6.000	4.000	—	—
15 + Stille Reserven in betriebl. Vermögensteilen	12.000	15.200	—	—
16 = Betriebliches Vermögen (bereinigt)	44.000	48.000	—	—
<b>17 Betriebliches Vermögen (Durchschnitt)</b>		<b>46.000</b>	—	—
18 Durchschnittsrendite der Bundesobligationen		4,0%	—	4,0%
19 + Zuschlag für Gesamtkapitalkosten		6,0%	—	—
<b>20 = Kapitalkostensatz</b>		<b>10,0%</b>	—	—
21 Betrieblicher Gewinn (9)		6.000	—	—
22 – Finanzierungskosten (17) x (20)		-4.600	—	—
<b>23 Economic Value Added (EVA)</b>		<b>1.400</b>	—	—

Im zweiten Fall – Tabelle 2 – wird der auf die Maximierung des ROI ausgerichtete Manager das Projekt B akzeptieren, weil es den ROI von 5% auf 7.5% ansteigen lässt. Würde die Führung auf der Basis von EVA geschehen, dann würde das Projekt abgelehnt, weil es EVA um 50 reduziert und somit Werte vernichtet. Die Fokussierung auf eine Maximierung von EVA ist deshalb sinnvoll, weil es die Ressource «Kapital» mit seinen gesamten Kosten in die Kalkulation miteinbezieht.

### 2. Direkte Beeinflussbarkeit durch das Management

Der Basiswert, auf welchem Boni

Tabelle 1	Aktuell	Proj.A	Neu
(1) EBIT	250	200	450
(2) Investition	1000	1000	2000
(3) ROI	25%	20%	22.5%
(4) Kapitalkosten	15%	15%	15%
(5) EVA=(1)-(2)x(4)	100	50	150

  

Tabelle 2	Aktuell	Proj.B	Neu
(1) EBIT	50	100	150
(2) Investition	1000	1000	2000
(3) ROI	5%	10%	7.5%
(4) Kapitalkosten	15%	15%	15%
(5) EVA = (1)-(2)x(4)	-100	-50	-150

berechnet werden sollten, muss durch das Management direkt beeinflussbar sein. EVA ist, nach der Vorgabe der Kapitalkosten, durch den operativ tätigen Manager direkt beeinflussbar. Der Manager steigert EVA, wenn er

- die Effizienz erhöht, d.h. seine operativen Gewinne bei gleichem Kapital steigert;
- mehr Kapital in die Prozesse investiert, die eine grössere Rendite bringen als das dafür notwendige Kapital kostet;
- die Höhe des gebundenen Kapitals reduziert oder unbefriedigende Geschäfte abstösst.

EVA kann überall dort berechnet werden, wo operative Gewinne und das dafür gebundene Vermögen klar abgegrenzt werden können. So sind nicht nur die Leistungen von Divisionsleitern, sondern auch diejenigen der Abteilungsleiter und unter Umständen der Profit-Center-Leiter mit EVA messbar.

### 3. Grosse Bedeutung für den einzelnen Manager

Für den Manager persönlich bedeutsam ist ein Anreizsystem erst dann, wenn

- der Bonus einen wesentlichen Teil seines Einkommens ausmacht;
- ein persönliches Verlustpotential besteht;
- keine obere Grenze für den Bonus existiert.

Ein spezifisches Charakteristikum des Eigentümers ist sein unlimitiertes Gewinnpotential und ein – in der Höhe der getätigten Einlage – limitiertes Verlustpotential. Dieses Verlustpotential ist wohl die wichtigste Komponente bei der Gestaltung des Bonussystems. Es kann erreicht werden, indem beim Stellenantritt nicht nur ein «dem gewohnten Geschäftsgang» angepasster marktüblicher Lohn vereinbart, sondern zudem ein «existentieller» Minimallohn festgelegt wird. Die Differenz zwischen diesen beiden Löhnen ist das «Downside Risk» des Managers.

Die folgende Formel schafft die Voraussetzung dafür, dass sowohl das Verlustpotential, als auch das unlimitierte «Upside Potential» im Bonus einfließen kann:

$$\text{Bonus} = M1 \times (\text{EVA neu} - \text{EVA alt}) + M2 \times \text{EVA}$$

M1 berücksichtigt die jährliche Änderung von EVA, M2 die absolute Höhe von EVA. M1 bleibt konstant (z.B. 15%) und sichert so, dass Manager eine EVA-Änderung mit positivem Vorzeichen anstreben. Falls sich EVA gegenüber dem Vorjahr verkleinert, wird der Verantwortliche mit einem Malus «bestraft». Von M2 (z.B. 5%) ist nur dann ein Bonusbeitrag zu erwarten, wenn EVA positiv ist. Ist EVA negativ, so wird M2=0% gesetzt.

Jahr	EVA	EVA neu – EVA alt	M1	M2	Bonus
0	100				
1	120	20	15%	5%	9
2	80	-40	15%	5%	-2
3	-10	-90	15%	0%	-14
4	50	60	15%	5%	12

#### 4. Langfristige Bonuszahlungen (Bonus-Bank)

Der Einsatz einer sogenannten «Bonus-Bank» glättet die Bonusauszahlungen und erreicht damit eine längerfristige Orientierung des Bonusempfängers. Bonus-Bank bedeutet, dass alle Boni (positive und negative) vor der Auszahlung zunächst auf ein persönliches Konto gebucht werden. Die jährliche Auszahlungshöhe wird, falls der Endsaldo positiv ist, über einen fixen Prozentsatz (z.B. 25%) des Kontosaldo berechnet. Der Auszahlungsprozentsatz ist um so tiefer, je längerfristiger die Aktivitäten des Managers ausgerichtet sein sollen. Zudem kann der Bonus Bank ein Startwert eingebucht werden. Dies ist vor allem dann notwendig, wenn die EVA-Aussichten so schlecht sind, dass der Manager ohne Startwert über Jahre hinweg – auch bei vorzüglicher Arbeit – keine Boni erhalten würde.

Bonus	Bonus-Bank 50% (=Startwert)	Auszahlung 25% (bleibt konstant)	Minimallohn	Total Lohn
9	59	15	50	65
-2	42	11	50	61
-14	18	5	50	55
12	25	6	50	56

Es mag verblüffen, dass der Manager trotz sinkender und sogar negativer EVAs immer noch einen Bonus erhält. Dies ist jedoch genau der gewünschte Effekt der Glättung, bei welchem sowohl die Gewinne, als auch die Verluste auf mehrere Jahre verteilt werden.

#### 5. Verzicht auf Leistungsbudgets

Leistungsbudgets als Basis der Leistungsbeurteilung haben entscheidende Nachteile: Das Festlegen von bonusrelevanten Budgets ist meist sehr zeitintensiv und von sehr persönlichen Elementen geprägt. Zudem beschränken Leistungsbudgets die Höhe der er-

reichbaren Boni. Dies bedeutet klar ein Verlust vom Wertschöpfungspotential: «If managers believe the sky is the limit, they will reach for the sky!» Die archaische Leistungsbudgetierung gehört der Vergangenheit an. Sie limitiert die Leistung der Manager, schon bevor eine Handlung stattgefunden hat. Auch angesichts der sich immer schneller wandelnden Rahmenbedingungen sind Soll-/Ist-Vergleiche zur Leistungsbeurteilung als obsolet zu bezeichnen. Budgets gehören in die Planung und nicht ins Anreizsystem.

#### 6. Einfache Kommunizierbarkeit

Anreizsysteme müssen einfach aufgebaut und leicht kommunizierbar sein. Die Berechnung von EVA ist leicht. Auch sind die Bonusberechnungen und die Auszahlungsmodi, wenn einmal festgelegt, schnell begriffen. Nicht nur das Topmanagement, sondern auch Manager unterer Stufen können mit EVA in ein Anreizsystem integriert werden.

#### Erfolgsfaktoren eines EVA-basierten Anreizsystems

1. Fokussierung auf den Shareholder Value
2. Direkte Beeinflussbarkeit durch das Management
3. Grosse Bedeutung für den einzelnen Manager
4. Langfristige Bonusauszahlungen
5. Keine Budgetabhängigkeit der Bonusberechnung
6. Einfache Kommunizierbarkeit

#### Konzentration auf eine einzige Kennzahl

Anders als bei der Betrachtung von Zahlungsströmen verlangt EVA nicht nach einem Umdenken und Umschreiben des gewohnten Zahlenmaterials aus der Buchhaltung. Auf der Basis bestehender Daten kombiniert EVA die gewinn-, investitions- und wertorientierte Sichtweise in einer einzigen Kennzahl. Mit diesen Eigenschaften bietet sich EVA geradezu an, als Basis für Bonussysteme zu dienen.

DER ORG

#### Leserumfrage zur Bonuszahlung

Dieser Beitrag wird von einer eingeklebten Antwortkarte begleitet, auf der «15 Fragen zur Bonuszahlung» gestellt werden. Die Antworten dienen dem Autor zur Erstellung einer Momentaufnahme der finanziellen Führung in der Schweiz. Dabei beziehen sich die Fragen insbesondere auf die in diesem Beitrag vorgestellten Erfolgsfaktoren einer EVA-basierten Führung.

Für Fragen steht Ihnen Stephan Hostettler zur Verfügung: Genferstrasse 34, 8002 Zürich, Tel 01-201 77 26, Fax 01-201 77 28



Stephan Hostettler, lic.oec. HSG, Doktorand, Finanzanalyst (Aktien) bei SBC Warburg in Zürich.