

## Vergoeding van de CFO en CEO op basis van de waardecreatie (EVA)<sup>1</sup>

De waardecreatie binnen een onderneming kan aan de basis liggen voor de bijkomende vergoedingen van de CFO en CEO te bepalen. Alvorens hierop dieper wordt ingegaan, wordt in dit artikel eerst uiteengezet hoe deze waardecreatie binnen de onderneming kan bepaald worden.

De berekening van de waardecreatie, beter gekend als de EVA (Economic Value Added), binnen de onderneming bestaat uit enkele opeenvolgende stappen. De berekening vertrekt vanuit de NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax), het geïnvesteerd vermogen en de gewogen gemiddelde kost van het vermogen van de onderneming, beter gekend als de WACC (Weighted Average Cost of Capital). Hieruit kan vervolgens de Economic Profit worden berekend die de waardecreatie binnen de onderneming weergeeft.

We illustreren de berekening van de Economic Profit aan de hand van een voorbeeld. De eerste stap is de berekening van de NOPLAT, het netto operationeel resultaat na belastingen. Om dit te berekenen, dient voorafgaandelijk de reële belastingdruk te worden berekend. In onderstaand voorbeeld bedraagt deze 30%. Dit percentage wordt bekomen door de inkomstenbelasting te delen door het resultaat voor belastingen.

(euro in duizendtallen)	N-2	N-1	N	N+1
Inkomstenbelasting	€ 483	€ 569	€ 604	€ 581
Resultaat voor belastingen	€ 1.610	€ 1.897	€ 2.012	€ 1.935
<b>Reële belastingdruk</b>	30%	30%	30%	30%

De NOPLAT wordt bekomen door de EBIT (Earnings before interest and taxes) te verminderen met de reële belastingdruk. In sommige gevallen dient de EBIT te worden gecorrigeerd naar de effectieve operationele inkomsten.

(euro in duizendtallen)	N-2	N-1	N	N+1
EBIT	€ 2.202	€ 2.377	€ 2.355	€ 2.760
Reële belastingdruk x EBIT	-€ 661	-€ 713	-€ 707	-€ 828
<b>NOPLAT</b>	€ 1.541	€ 1.664	€ 1.649	€ 1.932

De volgende stap is de berekening van de gewogen gemiddelde kost van het vermogen van de onderneming bestaande uit de kost van het eigen vermogen en de kost van de rentedragende schulden. In het illustrerend voorbeeld gaan we uit van de volgende basisgegevens:

(euro in duizendtallen)	N-2	N-1	N	N+1
Eigen vermogen	€ 4.000 (50%)	€ 4.986 (55%)	€ 5.934 (55%)	€ 7.139 (67%)
Rentedragende schulden	€ 4.000 (50%)	€ 4.014 (45%)	€ 4.866 (45%)	€ 3.561 (33%)
<b>Geïnvesteerd vermogen = Invested Capital</b>	€ 8.000	€ 9.000	€ 10.800	€ 10.700

Naast de bedragen wordt telkens het aandeel in het geïnvesteerd vermogen procentueel weergegeven.

<sup>1</sup> Guy Parmentier and Bart Cuypers, 'Business Valuation, Using financial analysis to measure a company's value', ISBN 978-1-78068-016-3

# Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

**Bedrijfsrevisor - Auditor**

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Op basis van het vereiste rendement op het eigen vermogen (voor de berekening van dit rendement verwijzen we naar het boek '*Business Valuation, Using Financial analysis to measure a company's value*'<sup>2</sup>) wordt de gewogen gemiddelde kost van het eigen vermogen berekend. Deze wordt bekomen door het vereiste rendement te vermenigvuldigen met het aandeel van het eigen vermogen in het geïnvesteerd vermogen.

Hetzelfde dient te gebeuren met de rentedragende schulden. In dit geval wordt het vereiste rendement bepaald door de intrestvoet op de rentedragende schulden. In het voorbeeld gaan we uit van één intrestpercentage. Bij verschillende intrestvoeten, dient ook hier een gewogen gemiddelde te worden berekend. Gezien intresten aftrekbare kosten zijn, dienen de intrestvoeten te worden verminderd met de belastingdruk. Het bekomen resultaat dient vervolgens te worden vermenigvuldigd met het aandeel van de rentedragende schulden in het geïnvesteerd vermogen, gelijkaardig aan de berekening van de gewogen gemiddelde kost van het eigen vermogen.

De optelling van beide gewogen gemiddelde kosten brengt ons naar de gewogen gemiddelde kost van het geïnvesteerd vermogen.

(euro in duizendtallen)	N-2	N-1	N	N+1
Vereiste rendement EV	24,3 %	22,6 %	22,7 %	20,0 %
Aandeel EV	50 %	55 %	55 %	67 %
<b>Gewogen kost EV</b>	<b>12,1 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>13,3 %</b>
Vereiste rendement intrestdragende schulden	7,8 %	9,1 %	9,5 %	7,1 %
Kost x (1-belasting%)	5,5 %	6,4 %	6,6 %	5,0 %
Aandeel i-schulden	50 %	45 %	45 %	33 %
<b>Gewogen kost i-schulden</b>	<b>2,7 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>1,7 %</b>
<b>Gewogen gemiddelde kost geïnvesteerd vermogen = WACC</b>	<b>14,9 %</b>	<b>15,4 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>15,0 %</b>

Om te bepalen in welke mate de gegenereerde winsten de vereiste winsten overtreffen, dient er te worden gewerkt met het geïnvesteerd vermogen op het einde van het vorige boekjaar en de gewogen gemiddelde kapitaalkost van het huidige boekjaar. Door de NOPLAT te verminderen met het geïnvesteerd vermogen vermenigvuldigd met de gewogen gemiddelde kapitaalkost, verkrijgen we de Economic Profit.

(euro in duizendtallen)	N-2	N-1	N	N+1
NOPLAT	€ 1.541	€ 1.664	€ 1.649	€ 1.932
Geïnvesteerd vermogen	€ 8.000	€ 9.000	€ 10.800	
Gewogen gemiddelde kapitaalkost		15,4 %	15,5 %	15,0 %
<b>Economic Profit</b>		€ 435	€ 257	€ 314

<sup>2</sup> Guy Parmentier and Bart Cuypers, '*Business Valuation, Using financial analysis to measure a company's value*', ISBN 978-1-78068-016-3

# Parmentier Guy



Burgerlijke Vennootschap o.v.v. BVBA

**Bedrijfsrevisor - Auditor**

Executive Professor at University Antwerp Management School

Lecturer at Karel De Grote – College of Higher Education Antwerp

Op basis van bovenstaande gegevens kan men besluiten dat de onderneming erin slaagt het vereiste rendement te behalen en een waardecreatie realiseert. Ook al is er een mindere stijging in N in vergelijking met N-1, dient te worden opgemerkt dat er moet worden rekening gehouden met toekomstige resultaten die resulteren uit investeringen uit het verleden. Eén enkel jaar analyseren kan dus leiden tot een vertekend beeld en bijgevolg verkeerde conclusies.

Een andere manier van de Economic Profit te berekenen is de ROIC (Return on Invested Capital) te verminderen met de WACC en dit vervolgens te vermenigvuldigen met de Invested Capital. Als voorbeeld nemen we het jaar N. De ROIC bedraagt 18,35 % (1.649 (NOPLAT N) / 9.000 (Invested Capital N-1)). De Economic Profit bedraagt dus € 257 ((18,35% - 15,5%) \* 9.000) (bedragen uitgedrukt in duizendtallen).

Op basis van de Economic Profit kunnen managementvergoedingen worden berekend. Het gevaar in deze methode werd reeds hiervoor aangehaald. Een korte termijnvisie voor het behalen van een hogere Economic Profit kan leiden tot nefaste gevolgen op lange termijn. Zo kan het management besluiten investeringen uit te stellen gezien deze niet meteen een hoog rendement opleveren. Door het uitstellen van dergelijke investeringen, sluit men echter ook de mogelijkheid tot een toekomstig rendement uit. Hierdoor is het belangrijk de Economic Profit over verscheidene jaren te bekijken.

Een gemiddelde van de Economic Profit over de drie jaren kan worden gebruikt als basis voor de berekening van vergoedingen van de CEO en CFO. In het illustrerend voorbeeld geeft dit het volgende resultaat:

$$\text{Gemiddelde waardecreatie} = (\text{€ } 435.200 + 256.600 + 313.600) / 3 = \text{€ } 335.133$$

Als besluit kan men stellen dat de waardecreatie een geschikte grondslag is voor de berekening van de vergoedingen van de CEO en CFO indien er rekening wordt gehouden met een ruim tijdsinterval.

Enkel op basis van een gemiddelde waardecreatie over meerdere jaren bekeken, wordt een geschikte berekeningsbasis voor vergoedingen ter motivering van het management bekomen.