

## Liebe Leserinnen und Leser

Der Steuervorteil der Fremdfinanzierung (Tax Shield) ist ein wesentlicher Teil der Unternehmensbewertung nach der Discounted-Cashflow-Methode. Wird bei der Ermittlung dieses Steuervorteils eine pauschalisierte Steuerbelastung zugrunde gelegt, können daraus erhebliche Bewertungsungenauigkeiten resultieren, wenn die tatsächlichen Steuerfolgen signifikant von den prognostizierten abweichen. In der Schweiz spielen daher nicht nur die Vorschriften der direkten Bundessteuer, sondern auch die jeweiligen Steuerrechtsordnungen der 26 Kantone sowie der über 2500 Gemeinden eine wichtige Rolle. *Carmen Bachmann* und *Wolfgang Schultze* untersuchen in ihrem Beitrag die schweizerischen Besonderheiten bei der Ermittlung des Tax Shields einer Kapitalgesellschaft, um anschliessend die modifizierten Bewertungsgleichungen für die Discounted-Cashflow-Methodik zu präsentieren. Die Autoren zeigen, dass ein hohes Tax Shield vor allem dann entsteht, wenn im Kanton der zu bewertenden Kapitalgesellschaft und dem ihrer Anteilseigner ein hohes Steuerniveau herrscht, die Steuerbelastung im Kanton des Fremdkapitalgebers jedoch relativ gering ist. Insgesamt gilt, dass der Steuervorteil aus Fremdfinanzierung im Umfeld des schweizerischen Steuerrechts keinesfalls durch Multiplikation der Zinsaufwendungen mit dem Steuersatz im Kanton des Bewertungsobjekts ermittelt werden kann. Vielmehr muss die kantonale und kommunale Ausgestaltung der Steuerrechtsordnungen aller berührten Gebietskörperschaften in den Finanzierungskalkül Eingang finden.

Das Schweizer Gesundheitswesen kostet immer mehr, trotz Sparmassnahmen. Rund 60 Milliarden Franken sind es heute jährlich, wovon die Kosten für Medikamente einen nicht unbedeutenden Anteil ausmachen. Insofern verwundert es nicht, dass zunehmend auch die Pharmaindustrie für die Kostenexplosion verantwortlich gemacht und ob ihrer vermeintlich hohen Gewinne kritisiert wird. Dennoch stellt sich die Frage, ob die Pharmaindustrie tatsächlich, wie es auf den ersten Blick scheint, zu den rentabelsten Branchen weltweit gehört. Während in älteren Erklärungsansätzen Marktmacht und Markteintrittsbarrieren als Gründe für die hohe Rentabilität der Pharmabranche aufgeführt werden, sprechen die jüngeren Studien von einer erheblichen Verzerrung der Rentabilitätskennziffern bei Pharmaunternehmen. Diese Verzerrung entsteht, weil in der gängigen Finanzberichterstattung die Forschungs- und Entwicklungsausgaben häufig als Aufwand behandelt und nicht als Vermögenswert bilanziert und anschliessend über die voraussichtliche Nutzungsdauer abgeschrieben werden. *Jörg Mahlich* und *Burcin Yurtoglu* analysieren in ihrem Beitrag die Rentabilität von Pharmaunternehmen im Zeitraum von 1985 bis 2004. Die Autoren können belegen, dass nach Aktivierung und anschliessender Abschreibung von Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen die so neu errechnete Rentabilität europäischer Pharmaunternehmen auf ähnlichem Niveau liegt wie die von Unternehmen anderer Branchen.

Zu den wichtigsten Theorieansätzen, welche die Legitimation von Stakeholderansprüchen auf das unternehmerische Residuum begründen, gehören die Agentur- und die Stakeholdertheorie. Der Forschung im Bereich Corporate Governance ist es jedoch bis dato nicht

gelungen, diese vermeintlich gegensätzlichen Theoriestränge zusammenzuführen. Es stellt sich die Frage, wie eine umfassende Stakeholderperspektive aus der Agenturtheorie governance-theoretisch dargestellt werden kann. *Alexander Brink* führt in dem Übersichtsbeitrag die Agentur- und Stakeholdertheorie zusammen, indem er die Frage, welche unternehmerische Anspruchsgruppe ein residuales Risiko trägt und somit einen begründeten Anspruch auf das unternehmerische Residuum hat, untersucht. Der Autor stellt auf Basis der Theorie spezifischer Investitionen, der Teamproduktionstheorie und der Theorie unvollständiger Verträge eine Erweiterung der Unternehmenstheorie vor, indem er einen besonderen Fokus auf die Stakeholdergruppe der Mitarbeiter legt. *Alexander Brink* zeigt, dass die Anspruchsgruppen immer dann legitime Ansprüche auf das Residuum haben, wenn sie ihre spezifischen Investitionen nicht durch die Mechanismen Eigentum, Kontrolle oder Versprechen des Boards absichern können.

In Anbetracht der täglichen Informationen über Unternehmensinsolvenzen und andere Krisen ist es nicht nötig, die Bedeutung von Risikomanagement in Organisationen besonders zu betonen. Der Beitrag von *Gudela Grote* diskutiert das Risikomanagement in Organisationen aus der in der bisherigen Forschung seltener behandelten Perspektive des Managements von Unsicherheit und nicht von Risiko. Unsicherheit wird hier als «neutrale» Quelle von Risiko angesehen. Anders als in vielen Abhandlungen über Unsicherheit und Risiko werden sowohl die Reduktion als auch der Erhalt oder sogar die Erhöhung von Unsicherheit als potentiell erfolgreiche Strategien einbezogen. Da Risiko und Unsicherheit nicht vollständig eliminiert und auch als Chance angesehen werden können, spielt die Bereitschaft, das nötige Risiko einzugehen, eine wichtige Rolle bei der Unternehmensführung. *Gudela Grote* beschreibt den Entscheidungsprozess des Unsicherheitsmanagements und unterstützt den Entscheidungsträger bei der Wahl zwischen den erwähnten Strategien. Als das übergeordnete Ziel bei der Entscheidungsfindung wird eine adäquate Balance zwischen Stabilität und Flexibilität der Geschäftsprozesse angestrebt. Das Risikomanagement eines Eisenbahnunternehmens dient als Illustration für den gewählten Fokus auf das Management von Unsicherheit.

Die hohe wissenschaftliche Qualität unserer Zeitschrift kann nur mithilfe engagierter Gutachterinnen und Gutachter sichergestellt werden. Am Ende dieses Heftes sind alle Gutachterinnen und Gutachter aufgeführt, die in 2010 mindestens einen Aufsatz für «Die Unternehmung» begutachtet haben. An dieser Stelle möchte ich mich im Namen der Herausgeber bei allen Gutachterinnen und Gutachtern für ihr Engagement bei der Unterstützung unseres Begutachtungsprozesses herzlich bedanken. Es ist bereits eine schöne Tradition unserer Zeitschrift, jedes Jahr ein qualitativ besonders hochwertiges Gutachten auszuzeichnen. Den diesjährigen «Reviewer Award 2010» verleihen wir *Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.*

Der «Best Paper Award 2010», mit dem wir einen Aufsatz von hoher wissenschaftlicher Güte und Tragweite auszeichnen möchten, geht dieses Jahr an *Prof. Dr. Heribert Gierl* für seinen Aufsatz «Werbung mit Knappheitssignalen: Die Rolle des Typs des Signals, der Produktkategorie und der Sachargumente» (Heft 2/2010). Die Gründe für die Wahl dieses Aufsatzes sind in der Laudatio von *Prof. Dr. Manfred Bruhn* (Seite 3-4) ausführlich dargelegt.

Im Namen der Herausgeber wünscht Ihnen eine anregende Lektüre

Ihr *Dieter Pfaff*