

Markt und Intervention – Erste Folgerungen aus der aktuellen Krise

von Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, Zürich¹

This contribution analyses the current economic crisis at three levels. At the individual firm level, the focus is on retirement plans, in particular investments by pension funds and the securing of social plans. Special attention is devoted to restructuring procedures, with the author pointing out present shortcomings and possible improvements. Second, the consequences of the «new economy» are identified. Here, the focus is on the role of accounting. The topical example is how to account for goodwill in relation to acquisitions. Given that accounting is an area that has been essentially self-regulated, the author also discusses issues related to the recent adoption of the

Sarbanes-Oxley Act. Third, the contribution deals with the acceptability of the free market model. While firm failures are to be expected, the acceptability of such an outcome depends upon how failure is dealt with. Corporate law procedures applicable to liability suits have to be reconsidered, so that the causes of failure can be established rapidly. The current crisis does not require revolutionary change, but rather a series of targeted corrective measures. One should not wait to implement them, given that identified shortcomings have to do with areas that are critical for the acceptability of the free market model.

Inhaltsübersicht

- I. «Einzelschicksale»
 - A. Berufliche Vorsorge
 - 1. Investitionen der Pensionskasse
 - 2. Sicherung von Sozialplänen
 - B. Sanierungsverfahren
- II. Allokationsfunktion
 - A. Rechnungslegung
 - B. Selbstregulierung
- III. Akzeptanz
- IV. Ergebnis

Wir sind zur Zeit auf drei Ebenen der Wirtschaft mit Krisen konfrontiert: auf der Ebene einzelner Unternehmen, auf der Ebene der Allokationsfunktion der Märkte und auf der Ebene der Akzeptanz des liberalen Wirtschaftsmodells. Krisen rufen nach Reformen. Wo sollen diese ansetzen und, vor allem, ist dabei mehr, weniger oder anders als bisher in das freie Spiel der Märkte einzugreifen?

I. «Einzelschicksale»

Auf den ersten Blick stehen die unternehmerischen «Einzelschicksale» im Vordergrund: Der

Untergang des nationalen Heiligtums Swissair, das Fiasko der Swiss Dairy Food, das Scheitern des Propheten Ebner, die Schiefelage der ABB. Unternehmerische «Einzelschicksale» berühren, weil sie medial fassbar sind. Angestellte, die auf der Strasse stehen, haben ein Gesicht – gesamtwirtschaftliche Fragestellungen dagegen bleiben anonym.

Das Scheitern von Unternehmen ist ein Teil der marktwirtschaftlichen Realität, für sich allein also noch kein Grund zum Handeln und schon gar nicht für eine staatliche Intervention.² Dies hätte auch im Fall SAir gegolten – aus Prinzip, aber auch aus Überlegungen zur Ursache des Scheiterns. Ausschlaggebend war vor allem die ausgeprägte Regulierung und damit Politisierung des Luftverkehrs³, die einer rechtzeitigen Strukturbereinigung, wie sie sich in vielen anderen Branchen in den letzten 10 bis 20 Jahren abgespielt hat, entgegenstand. Mit seiner Intervention hat der Staat die Konsequenzen einer global interven-

² Zur Problematik des Marktversagens vgl. *Richard A. Brealey/Stewart C. Myers*, Principles of Corporate Finance, 7th ed., Boston 2003, S. 366 ff. sowie *Hans-Bernd Schäfer/Claus Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 3. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 2000, S. 78 ff.

³ Zu den verfassungsrechtlichen Grundlagen der Regulierung im Bereich des Luftverkehrs vgl. *Tobias Jaag/Georg Müller/Pierre Tschannen/Ulrich Zimmerli*, Ausgewählte Gebiete des Bundesverwaltungsrechts, 4. Aufl., Basel 2001, § 14, S. 86 ff.

¹ Meiner Assistentin lic. iur. *Larissa Marolda* danke ich für die wertvolle Unterstützung bei der Redaktion dieses Beitrags.

tionistischen Haltung gegenüber dem Luftverkehr aufgefangen – vorübergehend aufgefangen, denn die Beseitigung der Trümmer ist noch keine Beseitigung der Ursachen. Dass mit der Swiss Dairy Food⁴ ein weiterer breit beachteter unternehmerischer Total Schaden der letzten Jahre eine stark regulierte Branche⁵ getroffen hat, ist nur ein zusätzlicher Beleg für die potenzielle Instabilität und damit Gefährlichkeit überregulierter Systeme.

Von interventionistischen Sündenfällen abgesehen zeigten die letzten Jahre Handlungsbedarf für die Bereiche der beruflichen Vorsorge [A] und des Sanierungsverfahrens [B].

A. Berufliche Vorsorge

Zuerst können wir feststellen, dass sich das System der beruflichen Vorsorge⁶ auf der technischen Ebene und abgesehen von der sich abzeichnenden durch die demographische Entwicklung bedingten Finanzierungslücken bewährt hat. Das gilt insbesondere für die konsequente Trennung zwischen dem Unternehmen und seiner Vorsorgeeinrichtung.⁷ In den USA haben beispielsweise die Mitarbeiter von WorldCom nicht nur ihre Stelle⁸, sondern zugleich den grössten Teil ihrer beruflichen Vorsorge verloren.⁹ In der Schweiz dagegen haben sich etwa in den Fällen Swissair oder Swiss Dairy Food die negativen Auswirkungen des Unternehmensbankrotts auf die Vorsorgeeinrichtungen in Grenzen gehalten. Zwei Konsequenzen immerhin sind zu ziehen:

1. Investitionen der Pensionskasse

Pensionskassen können heute ihr Geld teilweise im Unternehmen selbst anlegen, in der Form von Beteiligungen oder als Kredit.¹⁰ Arbeitnehmer sind schon mit ihrem Humankapital konzentriert in der Unternehmung engagiert. Diese einseitige Anlage des Lebensportefeuilles schafft ein ausgeprägtes und legitimes Bedürfnis nach Risikoverminderung durch Diversifikation.¹¹ Investitionen der Vorsorgeeinrichtungen in das eigene Unternehmen laufen diesem Interesse diametral zuwider. Sie sollten deshalb konsequent ausgeschlossen werden.

2. Sicherung von Sozialplänen

Schwächen zeigen sich bei der Sicherung von Sozialplänen.¹² Einigt sich ein Unternehmen mit Arbeitnehmern beispielsweise auf eine Frühpensionierung, so wird es in der Regel eine Überbrückungsrente¹³ bereitstellen, die den Zeitraum bis zur Fälligkeit der normalen Pensionskassenleistungen abdeckt.¹⁴ Regelmässig geht dabei das Unternehmen selbst die Rentenverpflichtung ein, so auch in den Fällen SAir und Swiss Dairy Food. Fällt das Unternehmen später in Konkurs, so ist die Erfüllung der Rentenzusagen in Frage gestellt¹⁵, mit potenziell gravierenden persönlichen und sozialen Folgen. Im Fall der SAir sah sich denn am Schluss auch der Bund genötigt, die Mittel für die entsprechenden Zahlungen bereitzustellen.¹⁶ Überbrückungsrenten und andere langfristige Ver-

⁴ Vgl. NZZ vom 7. September 2002, S. 27.

⁵ Zur Milchwirtschaft vgl. Paul Richli/Georg Müller/Tobias Jaag, Wirtschaftsverwaltungsrecht des Bundes, 3. Aufl., Basel 2001, § 36, S. 198.

⁶ Vgl. Carl Helbling, Personalvorsorge und BVG: Gesamtdarstellung der rechtlichen, betriebswirtschaftlichen, organisatorischen und technischen Grundlagen der beruflichen Vorsorge in der Schweiz, 7. Aufl., Bern 2000, S. 63 ff. sowie Markus Moser, Die betriebliche Personalvorsorge als Führungsaufgabe: Was Sie als Stiftungsrat oder Mitglied eines paritätischen Verwaltungsorgans vom rechtlichen Umfeld wissen sollen, SZS/RSAS 46/2002, Bern 2002, S. 2 ff.

⁷ Vgl. Helbling (FN 5), S. 63 sowie Moser (FN 5), S. 7.

⁸ Vgl. NZZ vom 29. Juni 2002, S. 27.

⁹ Vgl. Kelly Greene/Rick Brooks, WorldCom Staffers Now Say 'It's No Different Than Enron', The Wall Street Journal vom 27. Juni 2002.

¹⁰ Vgl. Helbling (FN 5), S. 370; Moser (FN 5), S. 23 sowie Heinz Zimmermann, Pensionskassen Schweiz: neue Strategien für wachsende Leistungsansprüche: eine Analyse aus finanzmarkttheoretischer Sicht, Zürich 1992, S. 2 ff.

¹¹ Vgl. Helbling (FN 5), S. 371 sowie Dominique S. Ammann, Anlagestrategien für Pensionskassen, Diss. Basel 1989, S. 89 ff.

¹² Der Begriff «Sozialplan» ist in der schweizerischen Gesetzgebung unbekannt. Eine gesetzliche Pflicht zum Abschluss eines Sozialplanes bei Entlassungen besteht in der Schweiz nicht. Die Sozialpartner können aber im Gesamtarbeitsvertrag (GAV) die Aufstellung eines Sozialplans bei grösseren Entlassungen vereinbaren. Vgl. Madeleine Hub Schmid/Eva-Maria Troxler, Der Sozialplan unter der Lupe: Unterstützungsmassnahmen zur Wiederfindung von Arbeit, Zürich 1995, S. 24 ff.

¹³ Vgl. Helbling (FN 5), S. 122 ff.

¹⁴ Vgl. den Sozialplan der TA-Media AG, Ziff. 3.1 in: Hub Schmid/Troxler (FN 12), Anhang sowie Helbling (FN 5), S. 200.

¹⁵ Vgl. NZZ vom 17. Januar 2002, S. 19; NZZ vom 9. Oktober 2002, S. 14 sowie NZZ vom 27. September 2002, S. 13.

¹⁶ Vgl. NZZ vom 17. Januar 2002, S. 19.

bindlichkeiten aus Sozialplänen sollten deshalb zwingend über die Pensionskasse abgewickelt und damit konkurssicher ausgestaltet werden.¹⁷

B. Sanierungsverfahren

Nach heute geltendem Recht und vor allem nach heutiger Praxis kann und muss ein Unternehmen seine Bilanz deponieren, wenn es überschuldet ist, wenn also die Summe der Verbindlichkeiten die Summe der Aktiven übersteigt.¹⁸ Das ist sehr spät. Das Unternehmen wird zu diesem Zeitpunkt regelmässig nicht mehr in der Lage sein, die notwendigen liquiden Mittel für die Aufrechterhaltung des Betriebs bereitzustellen, und sei es nur, weil die negative Publizität im Zusammenhang mit der Überschuldung typischerweise zusätzliche Liquiditätsbedürfnisse schafft.¹⁹ Hinzu kommen verschiedene verfahrensmässige Schwierigkeiten:

- Die Nachlassstundung wird erst wirksam, wenn sie vom Richter (provisorisch) genehmigt wird.²⁰ Zwischen der Bekanntmachung der Überschuldung und der Gewährung der Nachlassstundung befindet sich das Unternehmen in einer Art Todeszone, in der es wenigstens in liquiditätsintensiven Branchen fast zwangsweise zu einem Zusammenbruch des Betriebs kommen muss.²¹
- Die Einleitung des Nachlassverfahrens ist praktisch mit einer Entmachtung des Managements verbunden.²² Intuitiv wird dies dem Publikum als

gerechte Strafe erscheinen. Zweckmässig ist es deswegen nicht: Die Sanierung des Unternehmens ist eine Führungsaufgabe,²³ die Vertrautheit mit dem Unternehmen und Branchenerfahrung voraussetzt. Die Einleitung des Sanierungsverfahrens darf deshalb nicht automatisch mit einer Zurückstufung des bestehenden Managements zum blossen Befehlsempfänger verbunden sein.²⁴

Unter geltendem Recht könnte der aktienrechtliche Konkursaufschub nach Artikel 725a OR Ausgangspunkt für einen früher einsetzenden und damit erfolversprechenderen Sanierungsprozess sein. Zeigen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, dass die Fortführungsfähigkeit des Unternehmens zwar nicht sofort, wohl aber kurz- bis mittelfristig in Frage gestellt ist, so müsste der Richter den Konkursaufschub vorsorglich anordnen können, verbunden mit der Bereitstellung eines Rahmens für eine geordnete Sanierung.²⁵ Trotz dieser Option sollte rasch eine grundlegende Neuordnung des schweizerischen Sanierungsrechts an die Hand genommen werden. Stichworte dazu sind:

- die Vorverlegung der Eröffnung eines Sanierungsverfahrens auf einen Zeitpunkt, in dem noch realistische Chancen für eine Aufrechterhaltung der Liquidität und damit der operativen Tätigkeit des Unternehmens bestehen;²⁶
- die Aufrechterhaltung der Führungsverantwortung des Managements, allenfalls unter personeller Ergänzung oder Veränderung;
- der Einbezug der Aktionäre²⁷ und
- die Beaufsichtigung des Sanierungsverfahrens durch eine richterliche oder verwaltungsrechtli-

operative Kompetenzen übertragen, die eigentlich durch VR und GL wahrzunehmen wären. Zur Funktion des Sachwalters vgl. *Amonn* (FN 20), § 54 N 28 ff. sowie *Spühler/Pfister* (FN 20), § 24, S. 113.

²³ Vgl. *Amonn* (FN 20), § 54 N 29.

²⁴ Vgl. *Glanzmann* (FN 19), S. 54–55 sowie *Böckli* (FN 18), N 1718.

²⁵ Die Massnahmen gemäss Sanierungsplan sollen geeignet sein, mit grosser Wahrscheinlichkeit den Wiederaufbau der Gesellschaft herbeizuführen. Vgl. dazu ZR 1995 Nr. 60 S. 185 f.

²⁶ Vgl. *Armand Rubli*, Sanierungsmassnahmen im Konzern aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 2002, S. 74.

²⁷ Durch das Vorverlegen der Eröffnung des Sanierungsverfahrens könnten die Aktionäre in einer ausserordentlichen Generalversammlung, die vom Verwaltungsrat einberufen oder von einer Aktionärsversammlung verlangt wird, über grundlegende Fragen zur Weiterführung des Unternehmens informiert werden, wodurch Transparenz gewährleistet wäre.

¹⁷ Anders die Situation in Deutschland, wo ein Gesetz über den Sozialplan im Konkurs- und Vergleichsverfahren die Behandlung eines Sozialplans im Konkurs- oder Vergleichsverfahren über das Vermögen des Unternehmens regelt. Vgl. *Gerhard Knorr*, Der Sozialplan im Widerstreit der Interessen, München 1995, S. 136 ff.

¹⁸ Art. 725 Abs. 2 OR; BGE 116 II 540 f E. 5a; *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 50 N 205 ff. sowie *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich 1996, N 1678 ff.

¹⁹ Vgl. *Lukas Glanzmann*, Die Pflichten des Verwaltungsrates und der Geschäftsführung in finanziellen Krisensituationen, in: Vito Roberto (Hrsg.), Sanierung der AG, Zürich/Basel/Genf 2003, S. 55–56.

²⁰ Art. 293 Abs. 3 SchKG; *Kurt Amonn*, Grundriss des Schuldbetreibungs- und Konkursrechts, 5. Aufl., Bern 1993, § 54 N 24 sowie *Karl Spühler/Susanne B. Pfister*, Schuldbetreibungs- und Konkursrecht II, 2. Aufl., Zürich 1999, § 24, S. 112 ff.

²¹ Vgl. *Glanzmann* (FN 19), S. 55 sowie NZZ vom 23. September 2002, S. 18.

²² Der Nachlassrichter kann dem Sachwalter nicht bloss eine Aufsichtsfunktion, sondern bedeutende strategische und

che Instanz mit weitreichenden Kompetenzen, insbesondere zur allfälligen Durchsetzung eines Interessenausgleichs zwischen den Gläubigern und den Aktionären.

Die Bedeutung des US-amerikanischen Chapter-11-Verfahrens²⁸ samt der dazugehörigen ausgedehnten Rechtsprechung als wichtiges Modell für ein zeitgemässes Sanierungsverfahren liegt dabei auf der Hand.

II. Allokationsfunktion

In der öffentlichen Debatte wird immer wieder auf die massive «Wertvernichtung» hingewiesen, zu der es in den letzten Jahren gekommen sei. Natürlich ist die Gesamtmarktkapitalisierung sämtlicher bedeutender Börsenplätze nach vorangehendem starkem Anstieg in letzter Zeit massiv zurückgegangen.²⁹ Ursache von Anstieg und Rückgang sind allerdings nicht die Schaffung und Vernichtung von Werten, sondern die zwischenzeitliche Verschiebung der Wertmassstäbe. Unter der Prämisse einer *new economy* herrschte vorübergehend die spekulative Sicht – bis zur abrupten Rückbesinnung auf überkommene Bewertungsgrundsätze.³⁰

Diese temporäre Verschiebung der Wertmassstäbe war und ist heute noch volkswirtschaftlich relevant, weil sie zur Fehlallokation von Ressourcen führte.³¹ Ein gut funktionierender Kapitalmarkt sorgt dafür, dass über das Kapital die Ressourcen der Realwirtschaft dort eingesetzt werden, wo sie den grössten Mehrwert schaffen. Diese Allokationsfunktion³² war

während des Gastspiels der *new economy* massiv gestört.³³ Wegen der Überbewertung einzelner Branchen investierten Anleger vorübergehend lieber in Unternehmen ohne Leistungsausweis, aber mit vermeintlich aussergewöhnlichen Perspektiven, als in solide, aber gerade deswegen unattraktiv erscheinende Gesellschaften.³⁴ Die resultierende Fehlallokation von Ressourcen dürfte historische Grössenordnungen erreicht haben und in ihrer globalen Dimension die bekannten, aber lokalen Vorläufer wie die South Sea Bubble³⁵ oder den Tulpenskandal³⁶ in den Schatten stellen.

Welche Konsequenzen sind aus dieser Erfahrung zu ziehen? Vorerst ist in Erinnerung zu rufen, dass die Börse Unternehmen gestützt auf eine Extrapolation³⁷ bewertet. Aus der Vergangenheit wird auf den möglichen Verlauf der künftigen Entwicklung geschlossen und daraus ein angemessener Preis für Aktien des Unternehmens abgeschätzt. Eine solche Extrapolation beruht auf Erfahrungen über die typische Aussagekraft vergangener Ergebnisse für die zukünftigen. Diese Erfahrungswerte wurden im Zusammenhang mit der *new economy* in Frage gestellt. Die Anleger

ökonomie). Da Güter und Dienste im Verhältnis zu den menschlichen Bedürfnissen knapp sind, müssen die Produktionsfaktoren so kombiniert werden, dass beste Ausnutzung gewährleistet ist. Vgl. *Claus Ott/Hans-Bernd Schäfer*, Allokationseffizienz in der Rechtsordnung, Berlin 1989, S. 23 ff.

³³ Als Beispiel für die Besinnung auf Altbewährtes vgl. Finanz und Wirtschaft vom 11. Januar 2003, S. 15.

³⁴ Vgl. *Robert J. Shiller*, Irrational Exuberance, Princeton (New Jersey) 2000, S. 213 ff.; *Brealey/Myers* (FN 1), S. 360 sowie Finanz und Wirtschaft vom 28. Dezember 2002, S. 24.

³⁵ Der sogenannte South Sea Bubble war der erste grosse Börsencrash in England 1720. Die South Sea Company wurde 1711 gegründet und erhielt 1713 das Recht, Sklaven an die spanischen Kolonien zu liefern. 1720 regte die Regierung Investoren an, Regierungsaktien für Anteile der South Sea Company zu handeln, so dass immer mehr Leute mit diesen Aktien spekulierten. Im Juli 1720, als die Firmenanteile auf einem in beträchtlichem Ausmass aufgeblähten, unrealistischen und unhaltbaren Niveau waren, brach das Vertrauen ein. Die Investoren verloren beträchtliche Mengen an Geld. Dennoch überlebte die Firma bis 1850.

³⁶ Im Jahre 1562 wurden die ersten Tulpen über den Seeweg nach Amsterdam importiert. Aufgrund des begrenzten Angebotes schossen die Preise in schwindelerregende Höhen. Bürger aus allen Gesellschaftsschichten beteiligten sich an der Spekulation. Im Jahr 1637 flog der auf immens hohen Kursen betriebene Tulpenschwindel auf, die Kurse stürzten in den Keller, und der Traum vom schnell verdienten Geld war für viele vorerst ausgeträumt.

³⁷ Vgl. *Brealey/Myers* (FN 1), S. 18 ff.

²⁸ Vgl. *Daniel Hunkeler*, Das Nachlassverfahren nach revidiertem SchKG, AISUF 158, Fribourg 1996, Rz. 310 ff. sowie *Lutz Häussermann*, Sanierung der Aktiengesellschaft gemäss Chapter 11 des amerikanischen Bankruptcy Code aus schweizerischer Sicht, Diss. Zürich 1986, S. 205 ff.

²⁹ Zum Einbruch und zum zögerlichen Wiederanstieg der Börsen vgl. Quartalsbericht der Schweizerischen Nationalbank, 12. Dezember 2002, S. 19 (<http://www.snb.ch/d/publikationen/publi.html>).

³⁰ Vgl. NZZ vom 14. Januar 2003, S. 26.

³¹ Unter der Allokation der Ressourcen wird die örtliche, zeitliche und verwendungsspezifische Zuteilung der knappen Ressourcen (Produktionsfaktoren) zur Erstellung von Gütern und Diensten verstanden. Vgl. *Rolf Dubs*, Volkswirtschaftslehre, 7. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 30.

³² Die Allokationstheorie versucht die optimale Aufteilung der Produktionsfaktoren und des Einkommens auf die verschiedenen Verwendungen zu erklären (Wohlfahrts-

wollten – wie es oft hiess – auf keinen Fall die «nächste Microsoft oder Cisco verpassen».³⁸ Die Erfahrungen mit einzelnen frühen und sehr erfolgreichen *new economy*-Unternehmen liessen den Eindruck entstehen, magere Erträge in der Gegenwart seien noch nicht notwendigerweise ein negatives Zeichen für die Perspektiven des Unternehmens. Aus heutiger Sicht erscheint dieser ungebremste Zukunftsglaube als naiv.³⁹ Wer sich allerdings vergegenwärtigt, wie stark das Internet und die dazugehörige Kommunikation über E-Mail den Berufsalltag verändert hat, dem wird klar, dass wir mitten in einer radikal verlaufenden technologischen Revolution gestanden haben und immer noch stehen. Dass diese Revolution mit hoher Wahrscheinlichkeit grosse Mehrwerte geschaffen hat, dürfte kaum in Frage gestellt werden. Dass es aber zugleich nur wenigen Unternehmen und auch diesen nur in beschränktem Masse gelang, die Hand auf diese Mehrwerte zu legen, war in diesem Umfang wohl nicht vorhersehbar.

A. Rechnungslegung

Die vorübergehende Verschiebung der Wertrelationen und die damit verbundene massive Fehlallokation von Ressourcen hätten sich letztlich also nur beschränkt vermeiden lassen. Immerhin zeigt die Erfahrung der letzten Jahre die zentrale Bedeutung der Bewertungsfunktion von Märkten und damit natürlich auch einer aussagekräftigen Rechnungslegung. Die Rechnungslegung ist seit langem und mit gutem Grund stark reguliert: Der Gesetzgeber⁴⁰ bzw. die Branchenorganisation⁴¹ intervenieren hier mit

dem Ziel der Sicherung einer einwandfreien Funktion des Marktes in den Fluss der Informationen vom Unternehmen zu den Investoren.

Dank solchen Interventionen etwa im Bereich der Regeln über die Bildung von Rückstellungen⁴² oder der Segmentberichterstattung⁴³ hat sich die Aussagekraft der Abschlüsse in den letzten Jahren stark verbessert. Gleichzeitig scheinen die Beteiligten aber auch der Versuchung zu erliegen, ein perfektes System zu entwickeln, in dem der Abschluss zuletzt nicht mehr nur die bewertungsrelevanten Faktoren rapportiert, sondern unmittelbar den Wert des Unternehmens⁴⁴ wiedergibt. Theoretisch wäre dies die Vollendung des Gedankens einer *true and fair view*⁴⁵ – praktisch erreichbar allerdings ist dieses Ziel nicht. Damit läuft man Gefahr, Erwartungen zu wecken, die nicht zu erfüllen sind. Weniger wäre deshalb auch hier manchmal mehr, jedenfalls im Sinn einer Beschränkung auf das wirklich Machbare.

Anschauungsmaterial bietet die Behandlung des Goodwill⁴⁶ im Zusammenhang mit Akquisitionen.⁴⁷

³⁸ Vgl. Finanz und Wirtschaft vom 6. November 1999, S. 43. Vgl. *Shiller* (FN 34), S. 231 ff.

⁴⁰ Allgemeine Grundsätze zur Rechnungslegung finden sich in Art. 959–964 OR. Das Aktienrecht konkretisiert und verschärft die allgemeinen Vorschriften zum einen durch Ausführungen zur ordnungsmässigen Rechnungslegung (Art. 662a OR), zum anderen durch inhaltliche Mindestvorschriften für Erfolgsrechnung, Bilanz und Anhang (Art. 663–663c OR). Vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (FN 18), § 51 N 27 ff. sowie *Böckli* (FN 18), N 791 ff. Der Bundesrat hat am 29. Januar 2003 beschlossen, den Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die Rechnungslegung und Revision (RRG) umfassend überarbeiten zu lassen und eine neue Regelung vorzulegen, die den Bedürfnissen der Unternehmer Rechnung trägt. Ergebnisse der Vernehmlassung sind verfügbar auf <http://www.ofj.admin.ch/themen/rrg/ve-ueb-d.pdf> und <http://www.ofj.admin.ch/themen/rrg/ve-ber.pdf>.

⁴¹ Richtlinien der Treuhand-Kammer, in: *Conrad Meyer, Revisionshandbuch der Schweiz*, Zürich 1992, Bd. I, S. 23 ff.

⁴² Rückstellungen, welche für Verpflichtungen gebildet werden, deren Höhe und Fälligkeit zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht bekannt sind. Sie sind Teil des Fremdkapitals. Beispiele sind Garantien für Gewährleistungen auf getätigten Umsätzen, Prozessrisiken, Steuernachforderungen oder Personalkosten. Zu Art. 669 Abs. 1 OR vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (FN 18), § 49 N 7, 65. Zu IAS 37 vgl. *Conrad Meyer*, Konzernrechnung, 3. Aufl., Zürich 2000, S. 42 ff. sowie *Peter Böckli*, Einführung in die IAS, Zürich 2000, N 473 ff.

⁴³ Darunter ist die Aufgliederung der Erfolgsrechnung nach Geschäftssparten und geographischen Märkten zu verstehen. IAS schreibt eine solche Aufgliederung vor. Vgl. *Böckli* (FN 18), N 812 h sowie *ders.* (FN 42), N 213 ff.

⁴⁴ Vgl. *Etienne Schön*, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Diss. Zürich 2000, S. 20 ff. sowie *Luzi Hail/Conrad Meyer*, Abschlussanalyse und Unternehmensbewertung, Zürich 2002, S. 97 ff.

⁴⁵ Für börsenkotierte Gesellschaften wird durch das Kotierungsreglement der Schweizer Börse (Art. 66 KR), das am 1. Oktober 1996 in Kraft getreten ist, die Ausrichtung auf eine «true and fair view», auf eine «den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende» Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, zwingend verlangt. Vgl. *Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser*, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 8. Aufl., Bern 1998, § 8 N 16, § 10 N 92; *Böckli* (FN 18), N 816 ff. sowie *Theo Guhl/Jean Nicolas Druey*, Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. Aufl., Zürich 2000, S. 890–891.

⁴⁶ Ist der Ertragswert grösser als der Substanzwert, so wird die Differenz als Goodwill bezeichnet. Dieser beinhaltet sämtliche immateriellen Vermögenswerte, die nicht bilanziert oder nicht bilanzierungsfähig sind. Vgl. *Jean-Paul Thommen*, Betriebswirtschaftslehre, 5. Aufl., Zürich 2002, S. 880 ff. sowie *Carl Helbling*, Bilanz- und Erfolgsana-

Nach der ältesten Methode⁴⁸ wird dieser direkt mit dem Eigenkapital verrechnet. Vorteil ist neben der Einfachheit die Gleichbehandlung akquirierten und selbst erarbeiteten Goodwills, Nachteil der resultierende Kapitalbedarf: eine Akquisition kann sich nach diesem Modell nur leisten, wer genügend kapitalisiert ist, um den Goodwill sofort zur Seite zu schieben. Diese Überlegungen führten in einem nächsten Schritt zur Aktivierung des Goodwill, verbunden mit einer anschliessenden Amortisation über die Erfolgsrechnung.⁴⁹ Eine Akquisition kann sich unter diesem Regime leisten, wer langfristig in der Lage ist, den Goodwill aus den Erträgen abzuschreiben. Vorteil dieser Methode ist die Deckung zwischen den Überlegungen zur finanziellen Tragbarkeit einer Akquisition und ihrer buchmässigen Behandlung sowie die Gleichbehandlung des akquirierten Unternehmens mit anderen erworbenen Vermögenswerten, Nachteil die auf lange Zeit andauernde Ungleichbehandlung zwischen akquiriertem und selbst erarbeitetem Goodwill sowie die Verzerrung der Erfolgsrechnung durch virtuelle Kosten. Zwischenschritte sollten dazu dienen, die Nachteile dieses Ansatzes aufzufangen, so der zusätzliche Ausweis des Betriebsgewinns ohne Goodwillamortisation (EBITA)⁵⁰ und die Aktivierung von Projekten etwa im Bereich Forschung und Entwicklung.⁵¹ Letzter Schritt ist nun der vollständige Verzicht auf eine Amortisation des Goodwill.⁵² Nach

diesem zur Zeit erst in den USA praktizierten Ansatz⁵³ bleibt akquirierter Goodwill so weit zeitlich unbegrenzt in den Büchern der Gesellschaft⁵⁴, als nicht ein periodischer *impairment test*⁵⁵ die Notwendigkeit einer Wertberichtigung ergibt. Vorteil dieser Methode ist, dass die Notwendigkeit korrigierender Massnahmen bei der Erfolgsrechnung entfällt, eignet sich der Betriebsbeitrag so doch wieder unmittelbar als Ausgangspunkt für die Unternehmensbewertung;⁵⁶ Nachteil ist ihre fehlende Praktikabilität. Praktisch wird es nämlich nicht möglich sein, akquirierten Goodwill über die Integration der akquirierten Unternehmung in die akquirierende Gruppe hinaus längerfristig isoliert zu verfolgen. Hinzu kommt die ohnehin bestehende, notorische Unsicherheit bei Bewertungen im Allgemeinen. Hier werden Erwartungen geweckt, die sich nicht halten lassen.

Tritt man nun einen Schritt zurück, so wird klar, dass mit der ganzen Entwicklung wenig erreicht wurde. Die Abschlüsse wurden nicht aussagekräftiger – im Gegenteil: Sie wurden zunehmend mit Wertungselementen und damit Unsicherheitsfaktoren belastet.⁵⁷ Zudem entstand – was in sich schon ein Hinweis auf eine fehllaufende Entwicklung ist – laufend neuer Korrekturbedarf. Weniger wäre eben mehr gewesen – und heute wäre zumindest der Mut gefragt, sich das Scheitern einzugestehen und sich auf einfachere, weniger ermessensabhängige und damit fehleranfällige Lösungen zurückzubedenken.⁵⁸ Dabei

lyse, 10. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1997, S. 119 ff. Der Goodwill wird nach handelsrechtlichen Aspekten als immaterielle Anlage i.S. von Art. 663a Abs. 2 OR behandelt. Vgl. Meyer (FN 42), S. 173 sowie Forstmoser/Meier-Hayoz//Nobel (FN 18), § 50 N 263.

⁴⁷ Als erworbener oder derivativer Goodwill bezeichnet. Vgl. Thommen (FN 46), S. 564; Helbling (FN 46), S. 120 sowie Böckli (FN 18), N 1020.

⁴⁸ Vgl. Peter Böckli, Das neue Aktienrecht, Zürich 1992, N 977; ders., (FN 18), N 985–987; ders., (FN 42), N 323 sowie Meyer (FN 42), S. 59 und 60.

⁴⁹ Vgl. Schön (FN 44), S. 66 ff.; Thommen (FN 46), S. 881; Böckli (FN 18), N 983 ff. sowie Carl Helbling, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998, S. 129.

⁵⁰ Earnings Before Interests, Taxes and Amortization vgl. Oskar Betsch/Alexander Groh/Lutz Lohmann, Corporate Finance, Frankfurt am Main 1998, S. 170 sowie Claudio Loderer, Handbuch der Bewertung, Zürich 2000, S. 682.

⁵¹ Vgl. Thommen (FN 46), S. 564 sowie Helbling (FN 46), S. 120.

⁵² Der International Accounting Standards Board (IASB) hat am 5. Dezember 2002 gestützt auf US-Standards Vorschläge zur Abschaffung der Goodwillamortisation und zum Impairment-Test gemacht. Vgl. <http://www.iasc.org.uk/cmt>.

⁵³ In Anlehnung an die Rechnungslegung nach US-GAAP hat das Financial Accounting Standards Board (FASB) die periodische Goodwill-Amortisation abgeschafft (<http://www.fasb.org/st/summary/stsum142.shtml>).

⁵⁴ SFAS 142 ist das Ergebnis eines Projekts des FASB (Financial Accounting Standards Board) und regelt die Bilanzierung und Berichterstattung des erworbenen Goodwills und anderer erworbener immaterieller Güter, wonach der Goodwill nicht mehr abgeschrieben wird. Vgl. Conrad Meyer/Franziska Spreiter, Die Rechnungslegung in der USA, Konzeptionelle und institutionelle Grundlagen, in: Der Schweizer Treuhänder (ST) 5/99, S. 509 ff.

⁵⁵ Der Impairment-Test soll jährlich mindestens einmal durchgeführt werden. Vgl. FN 53 sowie Böckli (FN 42), N 449.

⁵⁶ Zur Unternehmensbewertung vgl. Helbling (FN 46), S. 106 ff.; Schön (FN 44), S. 24 ff.; Thommen (FN 46), S. 885 sowie Rudolf Volkart, Aspekte der Unternehmensbewertung, in: ST 9/98, S. 865 ff.

⁵⁷ Vgl. Finanz und Wirtschaft vom 18. Juli 2001, S. 36.

⁵⁸ Neben einer radikalen Rückkehr zur direkten Goodwillverrechnung wäre zumindest ein System der Goodwillabschreibung über einen einheitlich kurzen Zeitraum von beispielsweise fünf Jahren in Betracht zu ziehen.

handelt es sich keineswegs um Formalien. Viele der krass überzahlten Akquisitionen vor allem im so genannten TMT-Bereich (Telecom-, Medien- und Technologiesektor) wären bei konservativerer Behandlung des Akquisitionsgoodwills schon ganz banal am fehlenden Eigenkapital der akquirierenden Gesellschaft gescheitert – was volkswirtschaftlich sicher kein Schaden gewesen wäre.

B. Selbstregulierung

Gerade der Bereich der Rechnungslegung ist traditionell eine Domäne der Selbstregulierung⁵⁹: Es sind in erster Linie die Revisionsgesellschaften, dann aber auch die Unternehmen, die bestimmenden Einfluss auf die Ausgestaltung der Rechnungslegungsgrundsätze nehmen können.⁶⁰ Zumindest der US-Gesetzgeber kam diesen Sommer mit dem Erlass des Sarbanes-Oxley Act zum Schluss, die unkontrollierte Selbstregulierung habe versagt.⁶¹ Einiges spricht für die Richtigkeit dieser Annahme, so insbesondere ein auffällig selektives Problembewusstsein. Die bereits erwähnte Behandlung des Akquisitions-Goodwill diene klar dazu, Akquisitionen auch durch und von wenig ertragsstarken Unternehmen zu ermöglichen. Sie war mit anderen Worten eine typische *new-economy*-Lösung. Wäre es wirklich um eine möglichst adäquate Erfassung der *new-economy*-Unternehmung gegangen, so hätte zwingend auch das Phänomen Verschiebung der Entschädigung des oberen, z.T. aber auch des ganzen Kaders von klassischen Lohnzahlungen hin zur Einräumung von Mitarbeiteroptionen angegangen werden müssen.⁶² Die entsprechenden Opportunitätskosten⁶³ wären als Personal-

aufwand⁶⁴ zu verbuchen. Der Verzicht auf eine angemessene Erfassung in der Rechnungslegung führte demgegenüber zu einer systematischen Falschdarstellung der realen Personalkosten.

Selbstregulierung sichert Marktnähe und damit praktikable und zweckmässige Lösungen, läuft aber auch Gefahr, von Partikularinteressen usurpiert zu werden. Glaubwürdig kann Selbstregulierung nur sein, wenn sie mit staatlicher Aufsicht kombiniert ist.⁶⁵ Das gilt auch für den Bereich der Rechnungslegung. Zu fordern ist zumindest für kotierte Gesellschaften ein aus Vertretern der Revisionsgesellschaften und der kotierten Unternehmen zusammengesetztes Gremium zur Festlegung und Durchsetzung der Rechnungslegungsgrundsätze, welches seinerseits der Überwachung durch die Eidgenössische Bankenkommission unterstellt ist.⁶⁶

III. Akzeptanz

Jedes System, das Erwartungen enttäuscht, ist potenziell gefährdet. Auch nach dem Kalten Krieg⁶⁷ befinden wir uns in einem Wettbewerb der Systeme, und in diesem kann das System Marktwirtschaft⁶⁸ gegenüber seinen «sozialeren» Konkurrenzmodellen⁶⁹ nur bestehen, wenn es im Allgemeinen die Erwartungen zumindest einer Mehrheit erfüllt. Dass das zur Zeit nur beschränkt der Fall ist, belegt schon der klare Stimmungswandel⁷⁰ und die Aufwertung der

möglichkeiten nicht gewählt wurde, bspw. die Kosten entgangener Verkäufe. Vgl. *Thommen* (FN 46), S. 269, 678.

⁶⁴ Zum betrieblichen Aufwand vgl. *Thommen* (FN 46), S. 579 ff.

⁶⁵ Der Sarbanes-Oxley Act dekretierte ein Revisorenaufsichtsorgan, namentlich das Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), welches der SEC (Securities and Exchange Commission) untersteht.

⁶⁶ Vgl. NZZ vom 7. Januar 2003, S. 21.

⁶⁷ Mit dem Ende der Sowjetunion im Jahre 1991 hat man sich der Illusion hingegeben, damit sei auch die zentrale marxistische These von den sich periodisch wiederholenden Konjunkturzyklen widerlegt. Seit Jahren wird die Dauer von Konjunkturzyklen beobachtet. Bislang ist es aber nicht gelungen, einen konstanten Rhythmus festzustellen. Vgl. *Dubs* (FN 31), S. 281 ff.; *Rüdiger Dornbusch*, *Keys to Prosperity: free markets, sound money, and a bit of luck*, Cambridge/Massachusetts 2000, S. 3 ff. sowie *Ralf Kirsten*, *Business cycles: market structure and market interaction*, Heidelberg 2000, S. 55 ff.

⁶⁸ Zum Modell der freien Marktwirtschaft vgl. *Dubs* (FN 31), S. 126 ff.

⁶⁹ Zur zentralen Planwirtschaft vgl. *Dubs* (FN 31), S. 119 ff.

⁷⁰ Vgl. *Finanz und Wirtschaft* vom 25. September 2002, S. 23.

⁵⁹ Anstrengungen der Selbstregulierung werden im Zusammenhang mit der Corporate Governance besprochen. Vgl. *Peter Forstmoser*, *Corporate Governance in der Schweiz – besser als ihr Ruf*, in: Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl (Hrsg.), *Corporate Governance*, Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, Zürich 2002, S. 16 ff.

⁶⁰ Vgl. *Hans Caspar von der Crone/Katja Roth*, *Der Sarbanes-Oxley Act und seine extraterritoriale Bedeutung*, *AJP* 2/2003, S. 131 ff. Der vollständige Gesetzestext ist unter anderem verfügbar auf <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>.

⁶¹ Vgl. *von der Crone/Roth* (FN 60), S. 139.

⁶² Vgl. *Christof Helbling*, *Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen in der Schweiz*, Diss. Zürich 1998, § 2, S. 10 ff.

⁶³ Unter Opportunitätskosten versteht man den Nutzenentgang, der sich daraus ergibt, dass die höchstbewertete Alternative aus den zur Verfügung stehenden Handlungs-

Politik gegenüber der Wirtschaft.⁷¹ Die marktwirtschaftliche Ordnung ist nicht mehr bedingungslos akzeptiert, sondern stärker in Frage gestellt, als dies in den letzten Jahren der Fall war.⁷²

Was ist in dieser Hinsicht zu tun? Wer Produkte oder Dienstleistungen verkauft, weiss, dass Fehler passieren und dass dies auch die Kunden wissen und akzeptieren, solange professionell mit Fehlern umgegangen wird. Was heisst das für unsere Wirtschaftsordnung? Niemand wird erwarten, dass Unternehmen nicht scheitern können. Kommt es dazu, so erwarten die Aktionäre, die Arbeitnehmer, die Gläubiger allerdings, dass rasch geklärt werden kann, ob das Scheitern auf unternehmerisches Missgeschick oder auf Pflichtverletzungen der Organe zurückzuführen ist. Selbst die Verantwortlichen haben letztlich ein legitimes Interesse an einem raschen Entscheid, vor allem natürlich, wenn sie ihre Aufgabe nach bestem Wissen und Gewissen erfüllt haben. Dazu müssen die bestehenden Verfahren der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit⁷³ überdacht und so ausgestaltet werden, dass sie Gewähr für eine schnelle und faire Klärung der Sachlage bieten. Zu denken ist an die Einführung eines einheitlichen, für die ganze Schweiz zuständigen Gerichts für aktienrechtliche Streitfälle bei kotierten Gesellschaften sowie eines Vorprüfungsverfahrens, das Elemente der heutigen Sonderprüfung unter Wahrung der Verfahrensrechte der potenziell Verantwortlichen mit einer ersten, summarischen Beurteilung der Sachlage verbindet.⁷⁴

Der Umgang mit Fehlleistungen ist nicht nur auf der Ebene des einzelnen Unternehmens, sondern auch auf der Ebene der Wirtschaftsordnung als Gan-

zes akzeptanzkritisch. Schwachstellen wie das Fehlen eines modernen Sanierungsrechts oder die ungenügende Regelung des Bereichs der Revision⁷⁵ sollten rasch und entschlossen angegangen werden. Der überkommene ordnungspolitische Verzögerungskampf wird dazu nicht genügen. Mit blossen Absichtserklärungen nämlich lässt sich einmal enttäushtes Vertrauen nicht zurückgewinnen. Gefragt ist vielmehr ein glaubwürdiges Bekenntnis, ein «*credible commitment*»⁷⁶ zur Kurskorrektur. So sehr man die *new economy* als ein US-amerikanisches Produkt verstehen will, so bemerkenswert ist heute, wie schnell und gezielt der US-amerikanische Gesetzgeber die Konsequenzen aus diesen Entwicklungen zieht.⁷⁷ Natürlich können wir uns der Illusion hingeben, die Zustände in der Schweiz liessen sich nicht mit denjenigen in den USA vergleichen – bis der Preis in der Form höherer Risikoprämien für schweizerische Unternehmen zu zahlen sein wird.

IV. Ergebnis

Gehen wir nun noch einmal zurück zur eingangs gestellten Frage, so können wir feststellen, dass die aktuellen Entwicklungen nicht nach revolutionären Änderungen, wohl aber nach gezielter «Modellpflege» rufen. Mit dieser allerdings sollte nicht zugewartet werden, denn die aufgezeigten Schwachstellen betreffen allesamt Bereiche, die für die Akzeptanz einer marktorientierten Wirtschaftsordnung kritisch sind.

⁷¹ Vgl. den Sorgenbarometer 2002, S. 3, Grafik S. 4 und S. 34 ff., verfügbar auf <http://www.gfs.ch/publset.html>.

⁷² Beispiel dafür ist die Ablehnung des Energiemarktgesetzes an der eidgenössischen Abstimmung vom 22. September 2002. Dieses Abstimmungsergebnis deutet auf die aktuelle Stimmung und den Wunsch, der Liberalisierungswelle ein Ende zu setzen. Vgl. die Aussagen von *Roland Bühner*, in: *Finanz und Wirtschaft* vom 28. September 2002, S. 24 sowie *NZZ* vom 9. November 2002, S. 43.

⁷³ Vgl. *Harald Bärtschi*, *Verantwortlichkeit im Aktienrecht*, SSHW 210, Zürich 2001, S. 21 ff.

⁷⁴ Vgl. *Hans Caspar von der Crone*, *Freiheit und Verantwortung in der Corporate Governance*, in: *Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl* (Hrsg.), *Corporate Governance*, Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, Zürich 2002, S. 76.

⁷⁵ Vgl. FN 60.

⁷⁶ Vgl. *Oliver E. Williamson*, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York/London 1985, S. 167 ff. Der Autor untersucht dabei die Verwendung von Nichtstandard-Vertragsverhandlungen zum Zwecke der Erreichung glaubhafter Vertragstreue. Er stellt fest, dass die Vertragspartner darum bemüht sind, im Vertrag Absicherungen einzubauen, die einen effizienteren Tausch begünstigen. Dabei befasst er sich ebenfalls mit alternativen Kontrollverfahren, damit die Einhaltung abgegebener Versprechen sachverständig und mit geringeren Kosten durchgesetzt werden können.

⁷⁷ Innett kürzester Zeit hat der amerikanische Senat den Sarbanes-Oxley Act geschaffen, der am 30. Juli 2002 in Kraft gesetzt wurde. Vgl. *von der Crone/Roth* (FN 60), S. 131.