
POLICY PLATFORM | White Paper

Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht

Theodor Baums
Institute for Law and Finance

Überarbeitete Version Juli 2010

Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht

Theodor Baums

- I. Einführung**
- 2. Begriff, Typen und Messung von Risiken**
 - 1. Risiko, Ungewissheit, Gefahr**
 - 2. Typologie**
 - a) Rechtsrisiken und ökonomische Risiken**
 - b) Die Unterscheidung zwischen einzelprojektbezogenen und bestandsbezogenen Risiken**
 - c) Einzelprojektbezogene Risiken**
 - d) Bestandsbezogene Risiken**
 - 3. Messung von Risiken**
 - a) Einzelprojektbezogene Risiken**
 - b) Bestandsbezogene Risiken**
- 3. Investitionsentscheidungen, Risikoübernahme und Vorstandspflichten**
 - 1. Der Rahmen für die Inkaufnahme einzelprojektbezogener Risiken**
 - 2. Ökonomische Entscheidungsregeln, Methoden der Risikomessung und Auslegung des § 93 Abs. 1 AktG**
 - a) Allgemeines**
 - b) Zum Postulat der messbaren Unternehmenswertsteigerung**
 - c) Keine verbindlichen Methoden der Risikomessung**

3. Risikovermeidung, Risikominderung und Risikovorsorge

- a) **Allgemeines**
- b) **„Übergroße“ und „unvertretbare“ Risiken**
- c) **„Klumpenrisiken“**

IV. Abwehr der Überschuldung

1. Ausfallrisiken und Eigenkapital

- a) **Allgemeines**
- b) **Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Gläubigern bei Risikoübernahme**
- c) **Risikostatus und Funktion des Eigenkapitals**

2. Ermittlung der Risikotragfähigkeit im Bankaufsichtsrecht

3. Überschuldungsgefahr im Aktienrecht

- a) **Kein Risikostatus mit Quantifizierung aller wesentlichen Risiken**
- b) **Bestandsgefährdende Entwicklungen**
- c) **Übernahme existenzbedrohender Risiken**
- d) **Außenhaftung wegen bewusster oder bedenkenloser Gläubigerschädigung**

V. Abwehr der Zahlungsunfähigkeit

1. Begriff des Liquiditätsrisikos

2. Gründe und Arten von Liquiditätsrisiken

3. Steuerung von Liquiditätsrisiken

4. Rechtspflichten des Vorstands

- a) **Bankaufsichtsrecht**
- b) **Aktienrecht**
- c) **Fristenkongruente Finanzierung („Goldene Finanzierungsregel“)?**

VI. Delegation unternehmerischer Entscheidungen und Risikomanagement

- 1. Allgemeines**
- 2. Vorstandspflichten bei Delegation risikobehafteter Entscheidungen**
 - a) Keine Änderung des allgemeinen Pflichtenrahmens durch Delegation**
 - b) Nicht delegierbare Geschäfte und Residualpflichten des Vorstands**
- 3. Das Früherkennungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG**
 - a) Zielsetzung und Aufgaben**
 - b) „Integriertes Risikomanagement“**
 - c) Elemente eines Früherkennungssystems**

Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht

Theodor Baums*

I. Einführung

Das Eingehen von Risiken gehört zum Wesen unternehmerischer Tätigkeit. Der sachgerechte Umgang mit Risiken ist daher seit jeher Gegenstand aktienrechtlicher Normen, auch wenn der Begriff des „Risikos“ und die heute weit entwickelten wirtschaftswissenschaftlichen Konzepte zur Messung und zum Management von Risiken den älteren aktienrechtlichen Vorschriften noch unbekannt sind. Zu den Kernelementen des überkommenen aktienrechtlichen Risikosteuerungssystems gehören die lange vor der Einführung der „Business Judgement Rule“ (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) von der Rechtsprechung entwickelten Pflichten der Geschäftsleitung bei mit Risiken behafteten Entscheidungen;¹ die aus der Leitungsverantwortung des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG) abzuleitenden Überwachungs- und Bestandssicherungspflichten; die insbesondere auch auf bestandsgefährdende Entwicklungen abzielende Berichtspflicht des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat (§ 90 AktG); und nicht zuletzt auch die Pflicht zur Rechnungslegung, die sich auf die „Lage“ der Gesellschaft und damit auch auf ihre Chancen und Risiken bezieht.

In den letzten Jahren hat sich der Begriff des „Risikos“ zu einem auch explizit verwendeten Zentralbegriff des Aktienrechts einschließlich des Rechts der Rechnungslegung und Abschlußprüfung entwickelt.² Den Auftakt bildete 1998 das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), das den Vorstand verpflichtet, ein Überwachungssystem einzurichten, damit bestandsgefährdende Risiken (der Gesetzgeber spricht hier allerdings von bestandsgefährdenden „Entwicklungen“, nicht von „Risiken“) rechtzeitig erkannt werden (§ 91 Abs. 2 AktG). § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG in der Fassung des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Aktienrechts (UMAG) vom 16. 6. 2005 sichert dem Vorstand, der sich an die dort genannten Anforderungen hält, einen Haftungsfreiraum, wenn er unternehmerische, risikobehaftete Entscheidungen trifft, und sich die Risiken später verwirklicht

* Der Verfasser dankt den Herren Prof. Dr. Siekmann und Dr. Florstedt, Goethe-Universität Frankfurt, für hilfreiche Anregungen.

¹ Grundlegend BGHZ 135, 244 ff.; zuvor bereits BGHZ 69, 207, 213; BGHZ 134, 392, 398 f.; aus der Rspr. des RG etwa RG WarnRspr. 26 (1934), Nr. 190; RG DR 1939, 2164, 2165; weitere Nachweise dazu bei Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 93 Rz. 4b.

² Zur internationalen Entwicklung s. die Beiträge in van Daelen/Van der Elst (Hrsg.), Risk management and corporate governance: interconnections in law, accounting and tax, 2010.

haben. Das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) vom 25. 5. 2009 schließlich stellt dem Aufsichtsrat frei (vgl. § 107 Abs. 3 Satz 2 AktG), einen Prüfungsausschuß zu bilden, der sich u. a. „mit der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems, des Risikomanagementsystems und des internen Revisionsystems“ befaßt. Ebenfalls dem BilMoG verdankt sich der neue § 171 Abs. 1 Satz 2 AktG. Danach hat der Abschlußprüfer dem Aufsichtsrat oder dessen Prüfungsausschuß über „wesentliche Schwächen des internen Kontroll- und des Risikomanagementsystems bezogen auf den Rechnungslegungsprozeß zu berichten.“

Flankiert werden diese gesetzlichen Vorschriften durch Vorgaben des Corporate Governance-Kodex, den börsennotierte Gesellschaften seit 2002 zu beachten haben. Sie beziehen sich auf die Pflicht des Vorstands, für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen zu sorgen (Ziff. 4.1.4 DCGK); den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über die für das Unternehmen bedeutsame Risikolage, das Risikomanagement und die Compliance zu informieren (Ziff. 3.4 DCGK); auf die Beratung des Aufsichtsratsvorsitzenden mit dem Vorstand u. a. über das Risikomanagement des Unternehmens (Ziff. 5.2 DCGK) sowie auf die Einrichtung eines Prüfungsausschusses und dessen Aufgaben in Bezug auf Risikomanagement und Compliance (Ziff. 5.3.2 DCGK).

Begleitend zu dieser aktienrechtlichen Entwicklung sind in den letzten Jahren die handelsrechtlichen Vorschriften zur externen Berichterstattung über Risiken und Risikomanagementsysteme und deren Prüfung ausgebaut worden.³ Sie werden durch einschlägige Rechnungslegungs- und Prüfungsstandards ergänzt.⁴

Die angedeutete Entwicklung wird aus mehreren Quellen gespeist. Äußere Anlässe für Änderungen des Aktienrechts, der Rechnungslegung und Abschlußprüfung sind häufig Zusammenbrüche großer Unternehmen und Bilanzierungsskandale. Auf solche Vorgänge können auch die erwähnten Rechtsnormen, die sich mit der Steuerung von Risiken befassen, zurückgeführt werden.⁵ Eine Schrittmacherfunktion und inhaltliche Einflüsse sind gewiß den

³ Vgl. nur §§ 285 Ziff. 20, 27; 289 Abs. 1 Sätze 4, 5, Abs. 2 Ziff. 2. a), b), Abs. 5; 314 Abs. 1 Ziff. 2., Ziff. 12. b), Ziff. 15. a), b), Ziff. 19; 315 Abs. 1 Sätze 5, 6, Abs. 2 Ziff. 2. a), b); 317 Abs. 2 Satz 2, Abs. 4; 321 Abs. 4 Satz 2 HGB sowie die zahlreichen Sonderbestimmungen für Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen in den §§ 340 ff. HGB.

⁴ Vgl. die Deutschen Rechnungslegungsstandards DRS 5, DRS 5-10 und DRS 5-20 (Risikoberichterstattung); ferner IFRS 7 (Finanzinstrumente: Angaben) sowie mehrere IDW-Prüfungsstandards, insbesondere IDW PS 340 „Die Prüfung des Risikofrüherkennungssystems nach § 317 Abs. 4 HGB“ (Stand: 25. 6. 1999; Abdruck: WPg 1999, 658 ff.).

⁵ Die Kette reicht von Unternehmensschief lagen und -zusammenbrüchen Anfang der neunziger Jahre (Metallgesellschaft; Schneider; Balsam-Procendo; zu dieser Vorgeschichte

Erfahrungen und dem regulatorischen Umgang mit Risikomessung und Risikosteuerung im Aufsichtsrecht für Banken⁶ und Versicherungen⁷ zuzuschreiben. Aber auch in der betrieblichen Praxis von Unternehmen, die nicht der Bank- oder Versicherungsaufsicht unterliegen, sind seit längerem Verfahren und Systeme entwickelt worden, die sich ihrerseits auf die eingehende Befassung der Wirtschaftswissenschaften mit der Identifikation, Messung und Bewältigung von Risiken stützen. An sie konnten Gesetzgeber und Kodexkommission anknüpfen.

Die folgenden Überlegungen gehen einigen in diesem Zusammenhang sich stellenden Grundfragen nach. Der nächste Abschnitt (II.) befasst sich mit verschiedenen Begriffen und Typen von Risiken und weist auf gebräuchliche Meßverfahren hin. Als auch rechtlich bedeutsam erweist sich die Unterscheidung von einzelprojektbezogenen und bestandsbezogenen Risiken. Einzelprojektbezogene Risiken werden in das Risiko-Chancen-Kalkül einbezogen, das angestellt wird, um die Vorteilhaftigkeit einzelner Investitionen, ihren Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung, zu beurteilen. Abschnitt III. erörtert Pflichten des Vorstands in diesem Zusammenhang. Die Abschnitte IV. (Abwehr der Überschuldung) und V. (Abwehr der Zahlungsunfähigkeit) befassen sich dagegen mit der Steuerung von Risiken, um den Fortbestand der Gesellschaft zu sichern, also mit dem Beitrag von Risiken zur Bestandsgefährdung der Gesellschaft („bestandsbezogene Risiken“). Der letzte Abschnitt (VI.) ist Fragen gewidmet, die sich bei Delegation risikobehafteter Entscheidungen und Tätigkeiten ergeben.

des KonTraG insbesondere *Seibert*, in: Festschrift Bezenberger, 2000, S. 427, 428) über den Holzmann-Fall (vgl. dazu den Auftrag an die Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drucks. 14/7515, S. 3), die Fälle WorldCom, Enron und Parmalat, den Zusammenbruch zahlreicher Unternehmen des Neuen Marktes bis zur gegenwärtigen Finanzmarktkrise.

⁶ Vgl. nur die §§ 25a KWG, 33 WpHG sowie ergänzend die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk“ für Kreditinstitute, BaFin – Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14. 8. 2009. Letzten Endes zielen aber sämtliche materiellen und Eingriffsnormen des Bankaufsichtsrechts auf die Einhegung geschäftlicher Risiken ab.

⁷ S. die §§ 64a, 81 Abs. 1 Satz 5, 104e Abs. 4, 104s VAG sowie ergänzend die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk“ für Versicherungsunternehmen, BaFin-Rundschreiben 3/2009 (VA) vom 22. 1. 2009. Vgl. dazu die Beiträge in Dreher/Wandt (Hrsg.), Solvency II in der Rechtsanwendung, 2009.

II. Begriff, Typen und Messung von Risiken

1. Risiko, Ungewißheit, Gefahr

In der Umgangssprache bezeichnet man mit Risiko den möglichen Eintritt eines nachteiligen Ereignisses.⁸ Die Betriebswirtschaftslehre legt den Anleitungen für an der Unternehmenswertsteigerung orientierte Entscheidungen, also insbesondere Investitionsentscheidungen, die für ihre Zwecke weiterentwickelte allgemeine Entscheidungstheorie⁹ zugrunde. Sie versteht Risiko als einschätzbare, mit einer bestimmten (niedrigen oder hohen) Wahrscheinlichkeit eintretende, aber noch nicht eingetretene Abweichung von einem mit einer Aktion verfolgten Ziel.¹⁰ Ist das mit einer Investition angestrebte Ziel, eine Rendite von 10% auf das eingesetzte Eigenkapital zu erreichen, dann kann dieses Ziel nach unten verfehlt oder nach oben übertroffen werden. Der technische Begriff des (einzelprojektbezogenen) Risikos als zu erwartende Schwankung oder Streuung der möglichen Ergebnisse um das angestrebte Ziel umfasst also nicht nur negative, sondern auch positive Abweichungen oder Chancen.¹¹ Der Grund dafür, daß sich solche Streuungen oder Abweichungen vom Planziel ergeben können, liegt primär in Mängeln der Information des Entscheiders über sämtliche das angestrebte Ziel bestimmenden Bedingungen.

In der Entscheidungslehre werden Entscheidungen unter Risiko von *Entscheidungen unter Ungewißheit* getrennt; beide faßt man als „Entscheidungen unter Unsicherheit“ zusammen. Entscheidungen unter Risiko liegen nur dann vor, wenn die Wahrscheinlichkeiten des Eintritts von Zielabweichungen berechnet oder zumindest geschätzt werden können. Das ist für die Messung von Risiken (dazu unten 3.) bedeutsam. Der Fall der Ungewißheit ist dagegen dadurch gekennzeichnet, daß dem Eintritt eines möglichen Ereignisses keine Wahrscheinlichkeit zugeordnet werden kann. Die wissenschaftliche Entscheidungslehre hat Regeln dazu entwickelt, wie auch bei Ungewißheit eine rationale Entscheidung getroffen werden kann.¹² Aus rechtlicher Sicht darf in Bezug auf diese Fallgruppe der Entscheidung unter Ungewißheit folgendes festgehalten werden: Läßt sich durch Einsatz angemessener Informationsaufwendungen die Eintrittswahrscheinlichkeit der möglichen, auch der möglichen nachteiligen, Ergebnisse einer

⁸ Henssler, Risiko als Vertragsgegenstand, 1994, S. 3.

⁹ S. nur Laux, Entscheidungstheorie, 7. Auflage 2007.

¹⁰ S. etwa Bamberg/Coenenberg, Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 13. Auflage 2006, S. 76 ff.; Sinn, Economic Decisions Under Uncertainty, 2. Auflage 1989 (1. Aufl. 1977 u. d. T. „Ökonomische Entscheidungen bei Ungewißheit“); grundlegend Frank H. Knight, Risk, Uncertainty and Profit, 1921.

¹¹ Anschaulich dazu Drukarczyk, Finanzierung, 10. Auflage 2008, S. 157 ff.

¹² Übersicht bei v. Zwehl, Entscheidungsregeln, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, 5. Auflage 1993, S. 920, 928.

unternehmerischen Entscheidung nicht näher bestimmen, liegt aber jedes mögliche nachteilige Ergebnis noch im tolerierbaren Bereich¹³, anders formuliert, darf der Vorstand „vernünftigerweise annehmen, zum Wohle der Gesellschaft zu handeln“ (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG), dann handelt er bei Entscheidung unter Ungewißheit nicht pflichtwidrig. Nicht nur Entscheidungen unter Risiko, sondern auch Entscheidungen unter Ungewißheit können von der Schutzvorschrift des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG gedeckt sein.

Eine weitere Abgrenzung unterscheidet das Risiko von der „Gefahr“. Gefahr beschreibt eine Lage, in der bei ungehindertem Ablauf des Geschehens ein Zustand oder Verhalten mit hinreichender Wahrscheinlichkeit zu einem unerwünschten Zustand, zum Beispiel zu einem Schaden, zu einer Gesetzesverletzung usw., führt.¹⁴ Wie erwähnt, umfaßt der technische Begriff des Risikos als zu erwartende Schwankung oder Streuung der möglichen Ergebnisse um das angestrebte Ziel nicht nur negative, sondern auch positive Abweichungen oder Chancen. Außerdem wird keine „hinreichende“ Wahrscheinlichkeit einer Abweichung (eines Schadens, eines Gewinns) gefordert; die Wahrscheinlichkeit einer Abweichung kann sehr klein, und gleichwohl der Schaden (oder Gewinn) sehr hoch und deshalb in Betracht zu ziehen sein.

2. Typologie

a) Rechtsrisiken und ökonomische Risiken

Eine erste Einteilung unterscheidet zwischen Rechtsrisiken und rein ökonomischen Risiken. Unter Rechtsrisiko wird hier nur die mögliche Verletzung staatlicher Rechtsnormen verstanden.¹⁵ Dabei geht es zum einen um die allgemeine Frage, welcher Aufwand geboten ist, um eigene denkbare Normverletzungen zu erkennen und zu vermeiden,¹⁶ zum anderen um die Verantwortung des Vorstands dafür, bei arbeitsteiliger Organisation Rechtsverletzungen im Unternehmen durch Mitarbeiter mittels geeigneter

¹³ Versuch einer näheren Bestimmung dieses hinnehmbaren Bereichs unten III. – V.

¹⁴ S. etwa *L. Krause*, Das Risiko und Restrisiko im Gefahrstoffrecht, NVwZ 2009, 496, 497. Im Polizei- und Ordnungsrecht wird im Einzelnen zwischen „abstrakter“ und „konkreter“ Gefahr unterschieden. „Konkrete“ Gefahr setzt eine hinreichende Wahrscheinlichkeit der Verletzung eines polizeilich geschützten Rechtsguts voraus; „abstrakte Gefahr“ einen Sachverhalt oder ein Verhalten, das nach allgemeiner Lebenserfahrung oder nach Erkenntnissen fachkundiger Stellen typischerweise gefährlich ist.

¹⁵ Zu den Besonderheiten der Verletzung von *Vertragspflichten* der Gesellschaft durch Geschäftsleiter etwa *Schneider*, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 905, 910 ff.

¹⁶ Allgemein zur „Legalitätsbindung“ des Vorstands *Paefgen*, Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG, 2002, S. 17 ff.; *Bayer*, in: Festschrift K. Schmidt, 2009, S. 85 ff.; zuletzt *Thole* ZHR 173 (2009), 504 ff.

Vorkehrungen in dem gebotenen Maße zu unterbinden.¹⁷ In beiden Fällen wird zwar keine uneingeschränkte Risikovermeidung gefordert: Der Vorwurf, persönlich Rechtsnormen verletzt zu haben, setzt in der Regel einen Schuldvorwurf voraus, der z. B. in Fällen eines unvermeidbaren Verbotsirrtums ausscheidet.¹⁸ Auch die Pflicht des Vorstands zur „Legalitätskontrolle“ besteht nicht uneingeschränkt, ungeachtet der Schwere der drohenden Rechtsverletzung und des Vermeidungsaufwands.

Gleichwohl besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Risiko einer Normverletzung und „rein ökonomischen“ Risiken, etwa der zu erwartenden Abweichung künftiger Rückflüsse aus einer Investition von einem Erwartungswert. Ein solches ökonomisches oder unternehmerisches Risiko kann im Rahmen eines Risiko-Chancen-Kalküls, wenn dieses bestimmten Anforderungen und Nebenbedingungen genügt, ohne weiteres hingenommen werden. Oberstes Gebot ist insoweit nicht Risikovermeidung, sondern – im Regelfall – die Steigerung des Unternehmenswerts. Risiken können und sollen dabei durchaus in Kauf genommen werden und sind in gewissem Umfang sogar unvermeidlich.¹⁹ Dagegen zielt das Gebot der Beachtung von Rechtsnormen gerade darauf ab, Verstöße auszuschließen und das Risiko von Normverstößen tunlichst zu minimieren. Zwingende Rechtsnormen formulieren in der Regel *abwägungsfeste Vorgaben* und legen so äußere Grenzen unternehmerischer Entscheidungen fest.²⁰ Die Inkaufnahme der Verletzung von Rechtsnormen ist nicht durch ein bloßes Nützlichkeitskalkül wie bei der Abwägung der wirtschaftlichen Chancen und Risiken eines Investitionsprojekts zu rechtfertigen.²¹ Risikotoleranz oder gar „Risikoappetit“ haben in Bezug auf Verstöße gegen zwingende Rechtsnormen grundsätzlich auszuschließen. Das besagt nicht, daß die denkbaren wirtschaftlichen Folgen von Rechtsverstößen nicht in eine Gesamtrisikoaanalyse des Unternehmens einbezogen und hierfür auch Rechtsrisiken quantifiziert werden können.²² Die nachfolgenden Ausführungen befassen sich nicht mit dem Risiko der Verletzung gesetzlicher Normen, sondern ausschließlich mit der rechtlichen Bedeutung ökonomischer Risiken.

¹⁷ Zur Pflicht des Vorstands, eine Compliance-Organisation einzurichten, Nachweise bei *Hauschka*, in: ders. (Hrsg.), *Corporate Compliance*, 2007, S. 8; *Winter*, in: *Festschrift Hüffer*, 2010, S. 1103 ff.; *Kremer/Klahold ZGR* 2010, 113 ff.; *Dreher ZGR* 2010, 496, 519 f.

¹⁸ Eingehender dazu *Schneider* (Fn. 15), S. 909 f.; *Bayer* (Fn. 16), S. 92 f.; je m. Nachweisen.

¹⁹ Einzelheiten dazu unten III.

²⁰ *Lohse*, *Unternehmerisches Ermessen*, 2005, S. 297; s. auch noch unten III. 1.

²¹ Dazu m. Nachweisen *Thole ZHR* 173 (2009), 504, 512 ff.

²² Vgl. für das Bankaufsichtsrecht § 269 Abs. 1 Satz 2 SolvabilitätsVO; *Schierenbeck/Lister/Kirmße*, *Ertragsorientiertes Bankmanagement*, Bd. 2, 9. Auflage 2008, S. 487 ff.

b) Die Unterscheidung zwischen einzelprojektbezogenen und bestandsbezogenen Risiken

Die Unterscheidung verschiedener Risikotypen und die Bildung verschiedener Kategorien wirtschaftlicher Risiken erklären sich aus den verschiedenen damit verfolgten Zwecken. Grundlegend ist die Unterscheidung zwischen *einzelprojektbezogenen* und *bestandsbezogenen* Risiken. Dabei handelt es sich nicht um eine dichotomische Unterscheidung und Gruppierung von Risiken, die sich gegenseitig ausschließen, sondern um die Betrachtung von Risiken aus verschiedenen Blickwinkeln. Bei der Frage nach den einzelprojektbezogenen Risiken geht es darum, in welchem Maß eine mit einer einzelnen unternehmerischen Maßnahme, insbesondere mit einer Investition, erwartete Unternehmenswertsteigerung verfehlt werden kann. Anders formuliert: Lohnt sich das Projekt trotz des mit ihm verbundenen Risikos? Wie ist die Unsicherheit oder Volatilität des Ergebnisses im Rahmen des anzustellenden Risiko-Nutzen-Kalküls zu berücksichtigen? Lohnen sich Aufwendungen zur Risikominderung oder Risikovorsorge? Die Betrachtung von Risiken unter dem Gesichtspunkt der Bestandsgefährdung fragt dagegen nach dem Beitrag von Ausfallrisiken oder Liquiditätsrisiken zur Gefahr der Überschuldung oder der Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft. Anders formuliert: Darf sich die Gesellschaft das betreffende Risiko mit Rücksicht auf die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger der Gesellschaft leisten? Läßt die Risikotragfähigkeit der Gesellschaft dies zu? Sind insoweit Aufwendungen zur Risikominderung oder Risikovorsorge geboten?

Ein mit einer einzelnen Investition verbundenes Risiko mag im Grenzfall, wenn es eintritt, sogar den Fortbestand der Gesellschaft in Frage stellen, es kann aber unter dem Gesichtspunkt der Bestandsgefährdung auch ohne Bedeutung sein. Allerdings ist der Vorstellung entgegenzutreten, daß unter „bestandsbezogenen Risiken“ nur Großrisiken zu verstehen wären, die je für sich geeignet sind, den Fortbestand der Gesellschaft aufs Spiel zu setzen. Unter die bestandsbezogenen Risiken sind vielmehr alle Risiken zu fassen, die einzeln oder in ihrer Aggregation den Fortbestand der Gesellschaft in Frage stellen. Daher soll hier bewußt nicht der Begriff des „bestandsgefährdenden“, sondern der Begriff des „bestandsbezogenen“ Risikos verwendet werden. Maßgebend für die Betrachtung von bestandsbezogenen Risiken ist aber immer deren Auswirkung – einzeln oder aggregiert – auf die Gesellschaft insgesamt, nicht auf die Vorteilhaftigkeit eines Einzelprojekts.

Ferner wäre auch die Vorstellung nicht richtig, daß jedes Risiko, das aus Gründen des Bestandsschutzes, d. h. seines Beitrags zur Gefahr der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft, vermieden werden muß, immer auch ein Risiko darstellt, das bei isolierter Betrachtung der betreffenden Maßnahme unter dem Gesichtspunkt der Wertgenerierung zu

einem negativen Wertbeitrag führt und deshalb auch aus diesem Grund nicht übernommen werden darf. So kann zum Beispiel eine Investition unter Ertragsgesichtspunkten trotz des mit ihr verbundenen Risikos isoliert betrachtet lohnend erscheinen,²³ sich aber gleichwohl im konkreten Einzelfall verbieten, weil sich durch sie das Risikopotential in unvertretbarem Maße über die Risikotragfähigkeit²⁴ des Unternehmens hinaus erhöht.

Eine weitere Unterscheidung zwischen einzelprojektbezogener und bestandsbezogener Betrachtung von Risiken ergibt sich ebenfalls aus dem mit dieser Differenzierung verfolgten Zweck. Die Frage nach der Höhe und der Rechtfertigung der Übernahme einzelprojektbezogener Risiken stellt sich immer nur dann, wenn eine unternehmerische Maßnahme ergriffen, z. B. eine einzelne bestimmte Investition getätigt oder ein Vertrag gekündigt werden soll. Dagegen werden potentiell, einzeln oder in ihrer Aggregation, bestandsgefährdende Risiken in regelmäßigen Zeitabständen und gerade auch in Bezug auf bereits getätigte Investitionen, z. B. in Hinsicht auf den Bestand an erworbenen Forderungen oder Wertpapieren, ermittelt²⁵ und geben dann gegebenenfalls Anlaß zu bestandssichernden Maßnahmen.

c) Einzelprojektbezogene Risiken

Unter einzelprojektbezogenen Risiken sind nach allem also zu erwartende und einschätzbare Abweichungen von einem mit einer unternehmerischen Entscheidung (zum Beispiel einer Investition; einer Finanzanlage) verfolgten Ziel zu verstehen. Bei der Frage nach „einzelprojektbezogenen“ Risiken geht es darum, ob ein *einzelnes* zu beurteilendes (Investitions-)Projekt einen Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung leistet, oder ob umgekehrt die einschätzbaren Risiken einen negativen Nettobarwert²⁶ des Projekts ergeben. Eine Einschätzung der jeweiligen einzelprojektbezogenen Risiken ist auch dann erforderlich, wenn die Vorteilhaftigkeit mehrerer Investitionsalternativen beurteilt werden soll.

Wie in Bezug auf einzelne Projekte kann auch die Frage gestellt werden, ob das *Unternehmen insgesamt* (oder auch ein zu erwerbendes Unternehmen insgesamt) in einem bestimmten Zeitraum voraussichtlich die Kapitalkosten übersteigende Überschüsse erzielen wird oder nicht. Auch dies erfordert die

²³ Näher zur Beurteilung von Investitionsprojekten am Maßstab der Wertgenerierung unten III.

²⁴ Zu den Begriffen „Risikopotential“ und „Risikotragfähigkeit“ unten IV.

²⁵ Vgl. für das Bankaufsichtsrecht unten IV. 2.; für Aktiengesellschaften im Allgemeinen besteht dagegen de lege lata keine Pflicht zum Erstellen eines periodischen Risikostatus mit Quantifizierung der wesentlichen Risiken; s. unten IV. 3. a).

²⁶ Zum Begriff und zur Berechnung des Nettobarwerts s. Fn. 35 und den dazu gehörenden Text.

Einbeziehung von Risiken, eine Einschätzung der Höhe und der Wahrscheinlichkeit denkbarer negativer oder positiver Entwicklungen.²⁷

d) Bestandsbezogene Risiken

Die Analyse, Messung und Steuerung einzelner oder in ihrer Aggregation potentiell bestandsgefährdender Ausfallrisiken und Liquiditätsrisiken steht im Mittelpunkt der Vorschriften des Bank- und Versicherungsaufsichtsrechts. Auch wenn sich diese Vorschriften nicht unmittelbar auf das allgemeine Unternehmensrecht übertragen lassen, können die dort anzutreffenden Distinktionen und Vorkehrungen doch allgemeines Interesse beanspruchen. Die von der BaFin erlassenen „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ der Banken (MaRisk (BA)) und der Versicherungsunternehmen²⁸ dienen der Steuerung von Risiken durch die Geschäftsleitung des jeweiligen Instituts und deren aufsichtsrechtlichen Überwachung im Dienste der allgemeinen Ziele der Wirtschaftsaufsicht in diesen Bereichen.²⁹ Zu diesem Zweck bestimmen die MaRisk (BA) folgendes (Ziff. AT 2.2):

„Die Anforderungen des Rundschreibens beziehen sich auf das Management der für das Institut wesentlichen Risiken. Zur Beurteilung der Wesentlichkeit hat sich die Geschäftsleitung regelmäßig und anlaßbezogen einen Überblick über die Risiken des Instituts zu verschaffen (Gesamtrisikoprofil). Die Risiken sind auf der Ebene des gesamten Instituts zu erfassen, unabhängig davon, in welcher Organisationseinheit die Risiken verursacht wurden. Grundsätzlich sind zumindest die folgenden Risiken als wesentlich einzustufen:

- *Adressenausfallrisiken (einschließlich Länderrisiken),*
- *Marktpreisrisiken,*
- *Liquiditätsrisiken und*
- *operationelle Risiken.*

Mit wesentlichen Risiken verbundene Risikokonzentrationen sind zu berücksichtigen.“

²⁷ Zur Einschätzung der Überschüsse, ihrer Schwankung um einen erwarteten Wert und zum Begriff der Kapitalkosten noch unten unter 3. a).

²⁸ Oben Fn. 6.

²⁹ Dazu näher *Rittner/Dreher*, Europäisches und deutsches Wirtschaftsrecht, 3. Auflage 2008, §§ 31, 32.

Die Unterscheidung zwischen Adressenausfallrisiken³⁰ und Marktpreisrisiken³¹ einerseits und operationellen Risiken³² andererseits bezieht sich vor allem auf die Herkunft der jeweiligen Risiken (unternehmensexterne und -interne Risikofaktoren). Grundsätzlich sollen die wesentlichen Risiken quantifiziert werden (vgl. Ziff. AT 4.1.4 MaRisk (BA)). Auf der Grundlage des so erstellten Gesamtrisikoprofils ist sicherzustellen, daß die wesentlichen Risiken des Unternehmens durch das Risikodeckungspotential laufend abgedeckt sind und damit die *Risikotragfähigkeit*³³ gegeben ist (Ziff. AT 4.1.1 MaRisk (BA)). Ähnliche Unterscheidungen verschiedener Risikotypen und entsprechende Vorgaben enthalten die Mindestanforderungen für Versicherungsunternehmen.³⁴

3. Messung von Risiken

In den Wirtschaftswissenschaften sind mehrere Verfahren entwickelt worden, um Risiken quantifizieren zu können.

a) Einzelprojektbezogene Risiken

Will man den Nettobarwert³⁵ einer Investition berechnen und dabei auch die Unsicherheit hinsichtlich der erwarteten Ergebnisse berücksichtigen, so müssen zunächst in einem ersten Schritt die künftigen Rückflüsse (*cash flows*) möglichst

³⁰ Insbesondere das Risiko der Verschlechterung der Bonität und das Risiko der Zahlungsunfähigkeit eines Geschäftspartners, z. B. eines Kreditschuldners. Zu Definition und Arten s. *Hannemann/Schneider/Hanenberg*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), 2. Auflage 2008, S. 527 f.

³¹ Unter Marktpreisrisiko wird das Risiko von Verlusten bilanzwirksamer und außerbilanzieller Positionen aufgrund von Veränderungen der Marktpreise verstanden (insbesondere Kursrisiken von Wertpapieren, Zinsänderungsrisiken, Währungsrisiken); vgl. *Hannemann/Schneider/Hanenberg* (Fn. 30), S. 553 f.

³² § 269 Abs. 1 SolvabilitätsVO definiert operationelles Risiko als „die Gefahr von Verlusten, die infolge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren und Systemen, Menschen oder infolge externer Ereignisse eintreten. Diese Definition schließt Rechtsrisiken ein.“

³³ Dazu eingehender unten IV. 2.; zu den Liquiditätsrisiken gesondert unten V.

³⁴ Vgl. oben Fn. 7.

³⁵ Nettobarwert (*net present value*) = auf den Investitionszeitpunkt abgezinster Kapitalwert der künftigen Rückflüsse aus einer Investition abzüglich des für das Projekt aufzuwendenden Investitionsbetrages; s. nur *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 9. Auflage 2008, S. 142 ff.; *Volkart*, Corporate Finance. Grundlagen von Finanzierung und Investition, 4. Auflage 2008, S. 282 ff. Zur alternativen oder ergänzenden Berechnung der Projektrendite mittels des internen Ertragsatzes („*internal rate of return*“; IRR) *ders.*, S. 285 ff. – Zu den Besonderheiten der Kalkulation im Bankkreditgeschäft *Schierenbeck*, Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 1, 8. Auflage 2003.

genau bestimmt werden. In ihre Berechnung gehen die möglichen, mit ihren Wahrscheinlichkeiten gewichteten günstigen und ungünstigen Ergebnisse ein. Das kann auf der Basis in die Zukunft fortgeschriebener Erfahrungswerte mit geschätzten Zu- und Abschlägen, mit Hilfe der Annahme unterschiedlicher Szenarien, Sensitivitäts- und Breitbandanalysen, aber auch, in geeigneten Fällen, mit Hilfe computersimulierter Prognosen geschehen.³⁶ Ergibt sich dadurch eine Normalverteilung der Einzelerwartungen, dann kann zur Messung des Risikos, also der *Unschärfe des prognostizierten Erwartungswerts*, die sog. *Standardabweichung* oder *Volatilität*, die als Streuungsmaß die Streuung der Einzelerwartungen beschreibt, verwendet werden. Je höher die Standardabweichung ist, desto größer ist das Risiko.³⁷ Wegen der Komplexität und des Aufwands insbesondere der Simulation von Prognosen greift die Praxis in einfacheren Fällen allerdings häufig auf Faustregeln zurück, die das Risiko von Investitionsvorhaben auf der Basis historischer Erfahrungen und subjektiver Einschätzungen berücksichtigen oder sogar auf eine Einschätzung des Risikos ganz verzichten.³⁸

In einem zweiten Schritt muß dann, um zum Nettobarwert oder (Netto-) Gegenwartswert des geplanten Projekts zu gelangen, der so errechnete Erwartungswert mit dem Kapitalkostensatz³⁹ abdiskontiert und der investierte Betrag abgezogen werden. Dieser Kapitalkostensatz bestimmt sich nach den Renditeforderungen der Eigen- und Fremdkapitalfinanziers des Unternehmens, das die Investition tätigt. In den Kapitalkostensatz geht daher als Zuschlag (zum Zinssatz für das Fremdkapital und zur Risikoprämie als Vergütung für die Übernahme des allgemeinen Marktrisikos von Eigenkapitalanlagen) das *systematische* Risiko des betreffenden Unternehmens (als *Beta-Koeffizient*⁴⁰) ein.⁴¹ Dagegen wird das *unsystematische* (diversifizierbare) Risiko des betreffenden Unternehmens, für das der Markt keine Vergütung fordert, nicht

³⁶ Einzelheiten bei *Brealey/Myers/Allen* (Fn. 34), S. 271 ff.; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Auflage 2009, S. 253 ff.; *Volkart* (Fn. 34), S. 300 ff.

³⁷ Dazu etwa *Schierenbeck/Wöhle*, Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 17. Auflage 2008, S. 447 ff.; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Auflage 2009, S. 124 ff. – Zu geeigneten Risikomaßen für Investitionsprogramme mit mehreren Investitionsprojekten *Franke/Hax* (Fn. 36), S. 273 ff.

³⁸ *Schierenbeck/Wöhle* (Fn. 37), S. 445 ff.; *Volkart* (Fn. 34), S. 296 ff.

³⁹ „WACC“ = *weighted average cost of capital*.

⁴⁰ *Ross/Westerfield/Jordan*, Essentials of Corporate Finance, 6. Auflage 2008, S. 350 ff.

⁴¹ S. nur *Brealey/Myers/Allen* (Fn. 34), S. 483 ff.; 530 ff.; *Ross/Westerfield/Jordan* (Fn. 40), S. 381 ff.; *Volkart* (Fn. 35), S. 351 ff.; zur Abschätzung von Beta-Größen für nicht-börsengehandelte Aktien *Volkart* (Fn. 34), S. 242; zur Abschätzung von Eigenkapitalkostensätzen mittels eines einfachen Risikokomponentenansatzes als Alternative zum *Capital Asset Pricing Model* ders., S. 352.

einbezogen.⁴² Auch insoweit erfordert die praktische Umsetzung u. U. Korrekturen, etwa wenn sich der projektrelevante Kapitalkostensatz vom durchschnittlichen Kapitalkostensatz des Unternehmens unterscheidet.⁴³

b) Bestandsbezogene Risiken

Zur Quantifizierung des möglichen Verlusts einer Vermögensposition wird nicht die Volatilität des erwarteten Ergebnisses, sondern lediglich das *Ausfallrisiko* betrachtet. Hierfür kann man sich verschiedener Methoden bedienen.⁴⁴ Diese Methoden versuchen, sowohl die *Quantität* (die Höhe des Schadens bei Eintritt des Risikos) als auch die *Intensität* (die Eintrittswahrscheinlichkeit) von Ausfallrisiken zu erfassen. Zum Beispiel läßt sich der mögliche Ausfall eines Großkunden durch die Eintrittswahrscheinlichkeit und die zu erwartende Schadenshöhe spezifizieren. In geeigneten Fällen wird auf der Basis einer Normalverteilung der *Value at Risk* (VaR) bestimmt.⁴⁵ Dabei handelt es sich um ein „einseitiges“ Risikomaß, das nur mögliche negative Planabweichungen oder Ausfallrisiken („*down side risk*“) berücksichtigt.⁴⁶ Der Value at Risk ist der geschätzte maximale Wertverlust einer Vermögensposition, z. B. eines Kredit- oder eines Wertpapier-Portfolios, der innerhalb eines festgelegten Zeitraums mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit („Konfidenzniveau“) eintreten kann. Zum Beispiel besagt ein VaR von 20 eines Kredit- oder Wertpapierportfolios bei einem Konfidenzniveau von 99%, daß mit einer Wahrscheinlichkeit von 99% der maximale Verlust nicht höher als 20 sein wird. Aus der Aggregation der einzelnen Risikopositionen läßt sich – unter Berücksichtigung der Wechselwirkungen („Korrelationen“) zwischen den Einzelrisiken – das Risikopotential des gesamten Unternehmens, einer Bank zum Beispiel, bestimmen⁴⁷ und den vorhandenen Risikodeckungsmassen (Eigenkapital)

⁴² S. *Ross/Westerfield/Jordan* (Fn. 39), S. 348 f. – Das „unsystematische“ Risiko der Eigenkapitalbeteiligung (Aktie) unterscheidet sich vom „systematischen“ Risiko dadurch, daß es nur die Beteiligung an dem betrachteten Unternehmen, nicht die ganze Branche, betrifft (Beispiele: Managementfehler; Ausstehen einer bestimmten behördlichen Erlaubnis für den Betrieb einer Großanlage; sonstige unternehmensspezifischen Bedingungen). Das „unsystematische“ Risiko kann anders als das „systematische“ Risiko durch branchenübergreifende Diversifikation (fast) komplett eliminiert werden.

⁴³ *Volkart* (Fn. 35), S. 244 f., 303, 352, 355 f., 402 ff.; vgl. auch S. 365 f. zum Einfluß des Risikos zum einen auf die erwarteten künftigen Rückflüsse (*cash flows*) und zum anderen auf den Kapitalkostensatz.

⁴⁴ Überblick etwa bei *Gleißner*, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2008, S. 106 ff.

⁴⁵ Dazu etwa *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 15 ff., 76 ff.

⁴⁶ S. dazu etwa *Gleißner* (Fn. 44), S. 111, 128 f.; *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 16 ff.

⁴⁷ *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 21 f., 85 f.

gegenüberstellen.⁴⁸ Value at Risk-Analysen sind heute auch in Nichtfinanzunternehmen anzutreffen, z. B. in Bezug auf Währungs- und Zinsrisiken oder auf Marktrisiken finanzieller Vermögenswerte.⁴⁹

III. Investitionsentscheidungen, Risikoübernahme und Vorstandspflichten

Der folgende Abschnitt befaßt sich mit den Pflichten des Vorstands in Bezug auf *einzelprojektbezogene* Risiken. Dabei wird der einfacheren Darstellung halber angenommen, daß der Vorstand die risikobehaftete Entscheidung selbst trifft; die Pflichten des Vorstands bei Delegation risikobehafteter Entscheidungen werden später gesondert (unten VI.) erörtert. Im Folgenden ist zunächst (unter 1.) an den allgemeinen Rahmen für die Inkaufnahme einzelprojektbezogener Risiken zu erinnern. In weiteren Abschnitten (unten 2., 3.) wird dann untersucht, ob sich die ökonomischen Entscheidungsregeln für den Umgang mit einzelprojektbezogenen Risiken ohne weiteres in Rechtspflichten ausmünzen lassen, und welchen Beitrag die wirtschaftswissenschaftliche Entscheidungslehre zur Präzisierung des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG leisten kann.

1. Der Rahmen für die Inkaufnahme einzelprojektbezogener Risiken

Der äußere Rahmen, innerhalb dessen sich der Vorstand bei der Übernahme einzelprojektbezogener Risiken zu bewegen hat, wird durch gesetzliche Vorschriften, die Regeln der Satzung und bindende Vorgaben einer Geschäftsordnung (§ 77 Abs. 3 AktG) oder des Aufsichtsrats (etwa gemäß § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG), ferner von behördlichen Anforderungen, Sicherheitsstandards und dergleichen festgelegt.

(a) Für die Inkaufnahme einzelprojektbezogener Risiken besonders bedeutsam ist zunächst der gemäß § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG in der Satzung festzulegende *Unternehmensgegenstand*.⁵⁰ Ist Gegenstand und historischer Geschäftskern einer Bank die Förderung der gewerblichen Wirtschaft, insbesondere des deutschen Mittelstands, und investiert der Vorstand dieser Bank annähernd die gleiche Summe wie in das gesamte Mittelstandsgeschäft in strukturierte Wertpapiere mit überseeischen *underlyings*, um die Eigenkapitalrendite zu steigern, dann stellt sich die Frage, ob diese Geschäftsausweitung und die Übernahme der damit verbundenen Risiken noch vom Unternehmensgegenstand gedeckt ist.⁵¹

⁴⁸ S. dazu noch unten IV.; zu den Besonderheiten von Liquiditätsrisiken unten V.

⁴⁹ S. die Beispiele aus der Unternehmenspraxis bei *Volkart* (Fn. 34), S. 913; *Schäfer/Zeller* BB 2009, 1706 Fn. 1.

⁵⁰ S. nur *Hüffer* (Fn. 1), § 93 Rz. 4 f. m. w. Nachweisen.

⁵¹ Dazu jüngst OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 30 f. (betr. IKB) m. Anm. *Florstedt* AG 2010, 315 ff.

Auch bei der Übernahme von Risiken durch Spekulation, z. B. mittels Derivaten, begrenzt der in der Satzung genannte Unternehmensgegenstand den Handlungsspielraum des Vorstands.⁵² Diese Schranke ist unabhängig davon zu beachten, ob eine geplante Investition ex ante betrachtet einen positiven Nettobarwert aufweist und nach aller Voraussicht zur Unternehmenswertsteigerung beitragen würde. Freilich kann die Satzung dem Vorstand Spekulation gestatten, auch das Eingehen von Geschäften, die mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einem Verlust führen. In der Regel sind aber Geschäfte, bei denen die Gefahr des Verlustes wahrscheinlicher ist als die Aussicht auf einen Gewinn, dem Vorstand auch dann nicht gestattet, wenn bei positivem Ausgang ein hoher Gewinn anfällt, so daß der vom Vorstand eingeschätzte Nettobarwert des Geschäfts insgesamt positiv ist.⁵³ Die Festlegung des Unternehmensgegenstands in der Satzung soll sicherstellen, daß sich der Vorstand nur in den Tätigkeitsbereichen mit den damit verbundenen Risiken bewegt, für die sich die Aktionäre entschieden haben. Außerdem gibt der Unternehmensgegenstand interessierten (Eigenkapital-) Investoren die Branche an, in der die Gesellschaft tätig ist, und vermittelt diesen damit eine für ihre Anlageentscheidung bedeutsame Information.⁵⁴

(b) Eine weitere Schranke der Übernahme einzelprojektbezogener Risiken, z. B. bei einer Investitionsentscheidung, stellt die gebotene *Rücksichtnahme auf die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger* der Gesellschaft dar. Sie gehört zum berechtigten Kern des Gebots an Vorstand und Aufsichtsrat, das „Unternehmensinteresse“ zu wahren, bei unternehmerischen Entscheidungen auf den langfristigen Erhalt des Unternehmens bedacht zu sein.⁵⁵ Der Vorstand darf nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen verstärken oder potentiell insolvenzauslösende Risiken übernehmen, auch dann nicht, wenn die Risikoübernahme sich für sich betrachtet „rechnet“. Zwar ist richtig, daß bereits bei der Berechnung des Nettobarwerts einer Investition die anzusetzenden Kapitalkosten und damit die von den Eigen- und Fremdkapitalgebern geforderten Risikoprämien berücksichtigt werden.⁵⁶ Eine korrekte, dies beachtende Berechnung ist aber nicht in jedem Fall gewährleistet,⁵⁷ und besonders bei dünner Eigenkapitaldecke können Eigenkapitalgeber und

⁵² BGHZ 119, 305, 332 f; anders wohl noch RG WarnRspr. 26 (1934), Nr. 190; eingehend dazu mit Unterscheidung zwischen Hedging und Spekulation mittels Derivaten *Sernetz*, *Derivate und Corporate Governance*, 2006, S. 182 ff.; *Säcker NJW* 2008, 3313 ff.

⁵³ Vgl. dazu auch die st. Rspr. des BGH in Strafsachen; *BGH NJW* 1975, 1234, 1236 m. w. Nachweisen; *BGH wistra* 1982, 148, 150.

⁵⁴ *M. Koch*, *Diversifizierung und Vorstandskompetenzen*, 2001, S. 127 ff.

⁵⁵ Dazu m. Nachweisen *Hüffer* (Fn. 1), § 76 Rz. 13 – 15; *Baums*, in: *Festschrift Huber*, 2006, S. 657, 664 ff., 666 f.

⁵⁶ Vgl. oben Text zu Fn. 39.

⁵⁷ Dazu näher unten 2. c).

Manager Anreize zu Risikoübernahmen auf Kosten der Gläubiger der Gesellschaft haben.⁵⁸

Es ist daher, wenn ein potentiell insolvenzauslösendes Risiko eingegangen werden soll oder eine Bestandsgefährdung bereits besteht, nicht nur zu fragen, ob sich die unternehmerische Maßnahme, z. B. eine Investition, für sich betrachtet „rechnet“, ob sie einen positiven Nettobarwert hat. Sondern es ist zu prüfen, ob die in Aussicht genommene Maßnahme mit Rücksicht auf die Risikotragfähigkeit einschließlich der Liquiditätslage des Unternehmens auch vertretbar ist. Darf sich die Gesellschaft das betreffende Projekt mitsamt seinem einschätzbaren Ausfall- oder Liquiditätsrisiko auch leisten, oder werden dadurch bestandsgefährdende Entwicklungen in nicht hinnehmbarer Weise begründet oder verstärkt? Einzelheiten dazu sind später zu erörtern.⁵⁹

2. Ökonomische Entscheidungsregeln, Methoden der Risikomessung und Auslegung des § 93 Abs. 1 AktG

a) Allgemeines

Auch wenn sich der Vorstand innerhalb des unter 1. abgesteckten Rahmens hält, ist er bei der Übernahme einzelprojektbezogener Risiken nicht vollständig frei. Als Organ der Gesellschaft ist er vielmehr an deren Gesellschafts- oder „Verbandszweck“ gebunden.⁶⁰ Verbandszweck der Aktiengesellschaft ist, sofern die Satzung nicht etwas anderes vorsieht, die Gewinnerzielung⁶¹ oder, wenn man sich von diesem bilanziell vorgeprägten Begriff lösen möchte, die Unternehmenswertsteigerung.

Die zusätzliche Steigerung des Unternehmenswerts, die mittels einer Investition erzielt werden kann, wird heute in der Unternehmenspraxis in relevanten Fällen in der Regel mit Hilfe der möglichst genauen Bestimmung ihres Nettobarwerts (*net present value*; NPV⁶²) ermittelt.⁶³ In die Berechnung des Nettobarwerts geht

⁵⁸ S. unten IV. 1. b).

⁵⁹ Unten 3. sowie eingehend unten IV.; V.

⁶⁰ Dazu allgemein K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Auflage 2002, § 4.

⁶¹ S. dazu Duden, in: Recht und Rechtsleben in der sozialen Demokratie. Festschrift für Kunze, 1969, S. 127 ff.; weiterführend Huber, in: Albach/Sadowski (Hrsg.), Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen, 1976, S. 139, 144 ff.

⁶² Vgl. Fn. 35.

⁶³ S. nur Volkart (Fn. 34), S. 284; dort auch S. 285 ff. zur alternativen oder ergänzenden Berechnung der Projektrendite mittels des internen Ertragssatzes („*internal rate of return*“).

das („einzelprojektbezogene“) Risiko der Investition ein.⁶⁴ Allerdings finden sich, wie bereits oben erwähnt, in der Unternehmenspraxis auch einfacher zu handhabende Methoden zur Beurteilung von Investitionsvorhaben, die die mit der Investition verbundenen möglichen Ergebnisschwankungen nicht, nicht explizit oder nur in grober Abschätzung mit einbeziehen.⁶⁵ Wird dagegen die Investition mittels einer möglichst genauen Bestimmung ihres Nettobarwerts beurteilt, gegebenenfalls ergänzt um eine Berechnung des internen Ertragsatzes (*internal rate of return*; IRR⁶⁶), dann gelten nach der betrieblichen Investitionslehre die folgenden zwei einfachen Entscheidungsregeln⁶⁷: Die erste Regel lautet, daß ein Projekt, eine Investition, nur durchgeführt werden sollte, wenn sein NPV größer oder mindestens gleich null ist.⁶⁸ Ist also der Nettobarwert negativ, decken m. a. W. die erwarteten Rückflüsse nicht die Investitionssumme einschließlich der anzusetzenden Kapitalkosten ab, sollte die Investition unterbleiben. Die zweite Regel betrifft den Fall, daß zwei oder mehrere Alternativen zur Auswahl stehen. Hier ist grundsätzlich das Projekt mit dem höheren NPV vorzuziehen.⁶⁹

Aus rechtlicher Sicht stellen sich insoweit zwei Fragen. Muß einer Methode der Investitionsrechnung, die das einzelprojektbezogene Risiko explizit und möglichst genau berücksichtigt, der Vorzug gegeben werden, besteht insoweit sogar eine entsprechende Verpflichtung des Vorstands? Und können die angeführten Entscheidungsregeln auch rechtlich Geltung beanspruchen? Beide Fragen sind zu verneinen, wie im Folgenden ausgeführt werden soll.

b) Zum Postulat der meßbaren Unternehmenswertsteigerung

Ausgangspunkt für die rechtliche Beurteilung ist § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG. Danach liegt eine Pflichtverletzung nicht vor, wenn „das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“ Zunächst einmal ist nicht jede unternehmerische Entscheidung eine Investitionsentscheidung mit Risiken in dem hier interessierenden Sinne. Sodann ist nicht jede unternehmerische Entscheidung isoliert zu betrachten und

⁶⁴ Zur Berücksichtigung des Risikos bei der Berechnung des NPV oben II. 3. a).

⁶⁵ Darstellung etwa bei Volkart (Fn. 34), S. 296 ff.; Schierenbeck/Wöhle (Fn. 37), S. 445 ff.

⁶⁶ Dazu oben Fn. 35.

⁶⁷ Es gibt weitere Entscheidungsregeln, s. etwa Volkart (Fn. 34), S. 287 f. Zum Beispiel ist bei Risikoaversion eine Investitionsalternative mit niedrigerer Standardabweichung vorteilhafter als eine Alternative mit gleichem Erwartungswert, aber höherer Standardabweichung (Perridon/Steiner/Rathgeber [Fn. 37], S. 110). Darauf ist hier nicht einzugehen.

⁶⁸ Volkart (Fn. 35), S. 283.

⁶⁹ Volkart (Fn. 35), S. 287.

isoliert dem strikten Postulat der meßbaren Unternehmenswertsteigerung zu unterwerfen. Auch eine mit Aufwand verbundene unternehmerische Maßnahme, die keinen konkret meßbaren positiven Nettobarwert hat, kann pflichtgemäß sein, wenn der Vorstand „vernünftigerweise annehmen durfte, zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“⁷⁰ Bezogen auf Investitionsentscheidungen läßt sich allerdings wohl doch festhalten, daß, wenn keine besonderen Gründe vorliegen, ein Projekt mit bereits ex ante angenommenem negativem Nettobarwert zu unterbleiben hat. Praktisch wird es sich in solchen Fällen allerdings häufig um ein Problem der zutreffenden Projektabgrenzung handeln.⁷¹ Steht der Vorstand einer Bank vor der Alternative, entweder den bereits bestehenden und ausgeschöpften Kreditrahmen zugunsten eines in Schieflage geratenen Unternehmens zu erweitern und dadurch letztlich doch noch das Gesamtengagement zu retten, oder aber das bisher schon eingesetzte Kapital gleich zu verlieren, darf er auch ein unter anderen Umständen nicht vertretbares Ausfallrisiko eingehen.⁷²

c) Keine verbindlichen Methoden der Risikomessung

Die Inanspruchnahme des „safe harbour“ des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG setzt nach einer strengen Formulierung des BGH zwar voraus, daß der Vorstand die verfügbaren Informationsquellen tatsächlicher und rechtlicher Art auszuschöpfen, auf dieser Grundlage die Vor- und Nachteile der bestehenden Handlungsoptionen sorgfältig abzuschätzen und den erkennbaren Risiken Rechnung zu tragen hat.⁷³ § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG schreibt aber nicht die Anwendung einer bestimmten betriebswirtschaftlichen Methode der Investitionsrechnung vor. Sämtliche Methoden weisen Beschränkungen und spezifische Fehlergefahren auf, die ergänzende Rechnungen oder die Anwendung alternativer Methoden erforderlich machen können.⁷⁴ Keiner dieser Methoden gelingt es, die Unsicherheit der Zukunft völlig auszuräumen. Sie

⁷⁰ Man denke nur an soziale Aufwendungen, Spenden und dergleichen; dazu m. Nachweisen *Hopt*, in: AktG, Großkommentar, Bd. 3, 4. Auflage, Stand 1999, § 93 Rz. 120 f.; *Hefermehl/Spindler*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, Bd. 3, 2004, § 93 Rz. 31 ff.

⁷¹ Beispiel: Vergabe eines hohen ungesicherten Kredits eines Herstellers an ein in wirtschaftliche Schwierigkeiten geratenes Zulieferunternehmen, das keine Sicherheiten mehr stellen kann. Hier darf nicht nur isoliert auf das Kreditvolumen und die zu erwartende Ausfallrate gesehen werden.

⁷² KG ZIP 2005, 1866, 1867 (betr. Berliner Bankgesellschaft).

⁷³ BGH WM 2008, 1688, 1689; *Goette*, in: Geiss u. a. (Hrsg.), Festschrift aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens von BGH, Bundesanwaltschaft und Rechtsanwaltschaft beim BGH, 2000, S. 123, 140 f. m. w. Nachweisen; vgl. auch aus der strafrechtlichen Judikatur BGHSt 46, 30 ff.

⁷⁴ Vgl. nur *Volkart* (Fn. 34), S. 300, 303 ff.; s. auch *dens.*, S. 245 zur Ermittlung der Kapitalkostensätze bei Berechnung des NPV.

führen allenfalls zu einer vertretbaren Erwartung, nicht zu einem „richtigen“ Ergebnis. Auf der anderen Seite sind sie aber als Anleitung zu einem geordneten, rationalen Umgang mit Risiken und deren Abschätzung unentbehrlich. Die Notwendigkeit einer Investitionsrechnung und die gegebenenfalls hierfür einzusetzende Methode richten sich nach der Bedeutung der in Frage stehenden Maßnahme, der Eignung der betreffenden Methode im konkreten Fall und dem mit ihrem Einsatz verbundenen Aufwand.

In einfachen Fällen kann auf Faustregeln und einfache Methoden zurückgegriffen werden. Bei vom Investitionsvolumen oder der zu vermutenden besonderen Risikoträchtigkeit her gesehen für das betreffende Unternehmen bedeutsamen Projekten sind dagegen anspruchsvollere und hierfür geeignete Methoden anzuwenden, die eine präzisere Einschätzung des Erwartungswerts und des Risikos ermöglichen. Die im Einzelfall gebotene Methode der Investitionsrechnung gehört sowohl zu der rechtlich geforderten „angemessenen Information“, über die der Vorstand bei unternehmerischen Entscheidungen verfügen muß, um in den Genuß des „safe harbour“ des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG zu kommen, als auch zur Sorgfalt eines „ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters“ (§ 93 Abs. 1 Satz 1 AktG), die jedes Vorstandsmitglied bei unternehmerischen Entscheidungen anzuwenden hat.⁷⁵ Welche Information „angemessen“ ist, welche Sorgfalt dem Vorgehen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters entspricht, hängt aber jeweils von den Umständen, bei Investitionen insbesondere von ihrer Bedeutung für das Unternehmen insgesamt, ab.⁷⁶

Auch der Zuschnitt des Geschäftsbetriebs und besondere Erfahrungen mit bestimmten Geschäften und deren Risiken sind zu berücksichtigen. Besondere Kenntnisse, z. B. eines Finanzdienstleisters hinsichtlich der Berechnung der Risiken bestimmter Finanzprodukte, müssen erforderlichenfalls auch eingesetzt werden.

Entsprechende Erwägungen gelten auch für den Aufwand, der betrieben werden muß, um zu einer möglichst genauen Einschätzung des mit dem Projekt verbundenen Risikos zu gelangen. Ob unterschiedliche Szenarien durchgerechnet, Sensitivitäts- und Bandbreitenanalysen angestellt oder gar computersimulierte Berechnungen der Eintrittswahrscheinlichkeiten

⁷⁵ Sind die Anforderungen des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG nicht erfüllt, besagt dies zwar nicht, daß per se pflichtwidriges Verhalten anzunehmen wäre; vgl. *Hüffer* (Fn. 1), § 93 Rz. 4c. Gleichwohl wird der Vorstand, der nicht auf der Grundlage „angemessener Information“ entscheidet, damit in der Regel zugleich gegen die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters verstoßen.

⁷⁶ Ebenso für § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG *Hopt/Roth*, in: *AktG, Großkommentar* (Fn. 70), Stand 2006, § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF, Rz. 47.

vorgenommen werden müssen,⁷⁷ läßt sich nur in Abhängigkeit von der Bedeutung der Investition für das Unternehmen, gemessen am Investitionsvolumen und an der zu vermutenden besonderen Risikoträchtigkeit, bestimmen. Läßt sich weiterer Aufwand zur Einschätzung der Risiken, z. B. der Verschlechterung oder des Wegfalls der künftigen Zahlungsfähigkeit eines Kreditschuldners, nicht rechtfertigen, kann die fehlende „angemessene“ Information hierüber auch dadurch ersetzt werden, daß der Kreditschuldner eine Sicherheit stellt, die geeignet ist, die Ungewissheit über seine künftige Zahlungsfähigkeit auszugleichen. In diesem Fall wird die gebotene „angemessene“ Information über die künftige Zahlungsfähigkeit des Kreditschuldners gewissermaßen durch die Information über den Wert des Sicherungsobjekts und die dadurch vermittelte Sicherheit substituiert.

3. Risikovermeidung, Risikominderung und Risikovorsorge

a) Allgemeines

Ein rationaler Umgang mit Risiken beschränkt sich nicht auf ihre Identifikation und die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts. In Betracht zu ziehen sind auch Strategien, wie Risiken vermieden oder vermindert werden können: durch Unterlassen des betreffenden Projekts („*Risikovermeidung*“); durch „*Risikozerfällung*“ oder „*Risikolimitierung*“ (Beispiele: betragsmäßige Beschränkung des Volumens aller Kredite an einen einzelnen Schuldner; Vorgabe von Limiten an die Handelsabteilung eines Finanzdienstleisters); durch „*Risikodiversifikation*“ (Streuung eines Wertpapier- oder Kreditportfolios⁷⁸); durch „*Risikotransfer*“ (Versicherung; Verkauf eines Forderungsportfolios; Abwälzen von Kreditrisiken auf Dritte mittels Kreditderivaten; Schließen offener Positionen bei Termingeschäften durch Gegengeschäfte usw.); durch „*Risikovorsorge*“ (Bildung von Rückstellungen). Die Frage, ob und welche dieser Strategien aus rechtlicher Sicht gewählt werden muß, ist, wie die Identifikation und Messung von Risiken, an den Kriterien des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG zu orientieren,⁷⁹ es sei denn, daß spezielle rechtliche Vorgaben bestehen, die beachtet werden müssen (wie z. B. bei der Bildung von Rückstellungen). Ist der für Maßnahmen der Risikominderung oder Risikovorsorge notwendige Aufwand höher als der durch ihr Nichtergreifen möglicherweise eintretende Verlust, dann müssen diese Maßnahmen nicht ergriffen werden. Insgesamt ist also auch hier zu fragen, ob der Vorstand bei der Wahl der von ihm

⁷⁷ Einzelheiten zu diesen Methoden bei *Brealey/Myers/Allen* (Fn. 34), S. 271 ff.; *Franke/Hax* (Fn. 36), S. 253 ff.; *Volkart* (Fn. 34), S. 300 ff.

⁷⁸ Zur Risikoreduktion mittels Diversifizierung etwa *Brealey/Myers/Allen* (Fn. 34), S. 186 ff.

⁷⁹ S. dazu insbesondere die Rechtsprechung zur Vergabe von Krediten ohne zureichende Bonitätsprüfung und ohne Sicherheitsleistung; Nachweise dazu bei *Fleischer*, in: ders. (Hrsg.), *Handbuch des Vorstandsrechts*, 2006, § 7 Rz. 65.

eingeschlagenen Strategie annehmen durfte, zum Wohl der Gesellschaft zu handeln. Im Folgenden soll insoweit nur auf zwei Handlungsgebote näher eingegangen werden, die in der juristischen Literatur erörtert werden.

b) „Übergroße“ und „unvertretbare“ Risiken

(a) In der Literatur findet sich die Aussage, daß Entscheidungen, mit denen ein „übergroßes Risiko verbunden ist, vom Privileg der Business Judgment Rule nicht erfaßt“ würden.⁸⁰ Dem ist, wenn man den voranstehenden Überlegungen folgt, in dieser Fassung nicht zuzustimmen. Ist der Nettobarwert einer Investition, der auf der Grundlage „angemessener Information“ einschließlich der im konkreten Fall zu fordernden vertretbaren Einschätzung der Risiken ermittelt wurde, positiv, dann darf die Investition grundsätzlich auch getätigt werden. Unter dem Gesichtspunkt der Unternehmenswertsteigerung stellt sich dann nur mehr die Frage, ob sich Aufwendungen für Maßnahmen der Risikoverminderung „lohnen“, d. h. voraussichtlich zu einer Steigerung des Projektwerts führen, die die Aufwendungen für die Risikominderung übertrifft. Eine uneingeschränkte Pflicht zur Risikominderung oder Risikovorsorge besteht aber nicht.

Allgemeine Voraussetzung für all dies ist freilich, daß sich die Investition einschließlich des mit ihr in Kauf genommenen Risikos in dem oben unter 1. bezeichneten Rahmen hält. Das bedeutet zweierlei. Zunächst einmal muß das betreffende Geschäft vom Unternehmensgegenstand gedeckt sein. Die Satzung kann dem Vorstand zwar Spekulation gestatten, auch das Eingehen von Geschäften, die mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einem Verlust führen. Geschäfte dagegen, bei denen die Gefahr des Verlustes wahrscheinlicher ist als die Aussicht auf einen Gewinn, sind dem Vorstand in der Regel auch dann nicht gestattet, wenn bei positivem Ausgang ein hoher Gewinn anfällt, so daß der vom Vorstand eingeschätzte Nettobarwert des Geschäfts insgesamt positiv ist.⁸¹ Ferner darf der Vorstand nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen verstärken oder potentiell insolvenzauslösende Risiken übernehmen.⁸²

Die beiden verschiedenen Evaluationsgesichtspunkte: Erstens, „lohnt“ sich die – vom Unternehmensgegenstand gedeckte – Investition für sich betrachtet; hat sie einen positiven Nettobarwert? Zweitens, ist die in Aussicht genommene

⁸⁰ So *Krieger/Sailer*, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, Bd. I, 2008, § 93 Rz. 13 m. w. Nachweisen; *Schäfer/Zeller* BB 2009, 1706, 1708 li. Sp. - Noch weitergehend *Semler*, in: Semler/Peltzer (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Vorstandsmitglieder, 2005, § 1 Rz. 211: der Vorstand müsse *alle* Risiken von der Gesellschaft abwenden.

⁸¹ Dazu oben Text zu Fn. 53.

⁸² Eingehender dazu unten IV.; V.

Maßnahme auch mit Rücksicht auf die Risikotragfähigkeit einschließlich der Liquiditätslage des betreffenden Unternehmens vertretbar, kann sich die Gesellschaft das betreffende Projekt mitsamt seinem einschätzbaren Risiko in diesem Sinne auch leisten, oder werden dadurch bestandsgefährdende Entwicklungen in nicht hinnehmbarer Weise in Gang gesetzt oder verstärkt? können zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Zwar ist richtig, daß bereits bei der Berechnung des Nettobarwerts einer Investition die anzusetzenden Kapitalkosten und damit die von den Eigen- und Fremdkapitalgebern geforderten Risikoprämien berücksichtigt werden.⁸³ Eine korrekte, dies beachtende Berechnung ist aber nicht in jedem Fall gewährleistet,⁸⁴ und besonders bei dünner Eigenkapitaldecke können Eigenkapitalgeber und Manager Anreize zu Risikoübernahmen auf Kosten der Gläubiger der Gesellschaft haben.⁸⁵

Es ist daher, wenn ein potentiell insolvenzauslösendes Risiko eingegangen werden soll oder eine Bestandsgefährdung bereits besteht, nicht nur zu fragen, ob sich die unternehmerische Maßnahme, z. B. eine Investition, für sich betrachtet „rechnet“, ob sie einen positiven Nettobarwert hat. Sondern es ist zu prüfen, ob die in Aussicht genommene Maßnahme mit Rücksicht auf die Risikotragfähigkeit einschließlich der Liquiditätslage des Unternehmens auch vertretbar ist. Darf sich die Gesellschaft das betreffende Projekt mitsamt seinem einschätzbaren Ausfall- oder Liquiditätsrisiko auch leisten, oder werden dadurch bestandsgefährdende Entwicklungen in nicht hinnehmbarer Weise begründet oder verstärkt? Einzelheiten dazu sind später zu erörtern.⁸⁶

(b) Ähnliche Bedenken bestehen gegenüber der auf den ersten Blick sicher plausiblen Forderung, daß „unverantwortliche“ oder „unvertretbare“ Entscheidungen nicht getroffen werden dürfen.⁸⁷ Bei diesen Formulierungen, die älteren, vor Einführung des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG erlassenen Urteilen entnommen sind, handelt es sich nicht um besondere Kontrollmaßstäbe, sondern um Umschreibungen desselben Tatbestands, den heute § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG positiv gewendet formuliert, nämlich, ob das Vorstandsmitglied „vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener

⁸³ Vgl. oben Text zu Fn. 39.

⁸⁴ Dazu näher oben 2. c).

⁸⁵ S. unten IV. 1. b).

⁸⁶ Unten IV.; V.

⁸⁷ Eingehend dazu m. Nachweisen *Hopt/Roth*, in: AktG, Großkommentar (Fn. 76), § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rz. 32 ff.; kritisch zum Kriterium der „(Un-)Vertretbarkeit“ einer unternehmerischen Entscheidung aus strafrechtlicher Sicht (§ 266 StGB) *Becker/Walla/Endert* WM 2010, 875 ff.

Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“⁸⁸ Für die hier betrachteten unternehmerischen Entscheidungen, nämlich risikobehaftete Investitionen, bedürfen diese Generalklauseln aber der Präzisierung und Differenzierung, wie dies hier mit der Unterscheidung zwischen der Übernahme „einzelprojektbezogener“ Risiken und Chancen einerseits und den noch (unten unter IV., V.) zu erörternden Verhaltenspflichten in Bezug auf bestandsgefährdende Entwicklungen der Gesellschaft andererseits vorgeschlagen wird.

c) „Klumpenrisiken“

In Literatur⁸⁹ und Rechtsprechung⁹⁰ wird besondere Sorgfalt bei der Übernahme von „Klumpenrisiken“ angemahnt. Gemeint ist damit der Fall, daß große Teile eines Vermögens aus nur einem einzigen oder wenigen Gegenständen bestehen, oder wenn viele Einzelinvestments, z. B. Kredite oder Wertpapiere, in ihrer Wertentwicklung hoch positiv korreliert sind. Im Bankaufsichtsrecht finden sich spezielle Vorschriften zur Zerfällung von Klumpenrisiken bei Großkrediten;⁹¹ und die 2009 neu gefassten Mindestanforderungen für das Risikomanagement von Banken (MaRisk (BA)) sehen ausdrücklich die Berücksichtigung von „Risikokonzentrationen“ vor.⁹²

In das allgemeine Aktienrecht (§ 93 Abs. 1 AktG) lassen sich diese speziellen Vorgaben aber nicht übertragen. Zunächst einmal muß gesehen werden, daß der in der Satzung enthaltene und historisch gewachsene Unternehmensgegenstand in aller Regel eine Konzentration auf eine bestimmte Branche und faktisch u. U. sogar auf einen einzigen zentralen Vertragspartner vorsieht.⁹³ Ein „Klumpenrisiko“ ist insoweit durch die Festlegung auf eine Branche, eine Region, ein spezifisches Geschäftsmodell, eine bestimmte Technologie bereits vorgegeben. Man denke nur an einen Autozulieferer mit einer ausschließlichen Bindung an einen Hersteller, an eine Projektgesellschaft o. ä. Nur innerhalb dieses vom Unternehmensgegenstand vorgegebenen Rahmens kann und muß sich der Vorstand die Frage stellen, ob er bei seinen Investitions-, Anlage- und Refinanzierungsentscheidungen „Klumpenrisiken“ eingehen darf, oder ob er Risiken durch Verteilung auf mehrere Vertragspartner oder Anlageobjekte streuen und überdies auf positive Risikokorrelationen achten muß. Insoweit

⁸⁸ In diesem Sinne auch *Lutter* ZIP 2007, 841, 845 sub 3.; *Hopt/Roth*, in: AktG, Großkommentar (Fn. 76), § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rz. 32.

⁸⁹ *Lutter* ZIP 2009, 197, 199; *Fleischer/Schmolke* ZHR 173 (2009), 649 ff.

⁹⁰ Jüngst OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 32 re. Sp.

⁹¹ Dazu etwa *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 125 ff.

⁹² Vgl. AT 2.2; AT 4.2.2; AT 4.3.2.3; BTR 1.1 MaRisk (BA).

⁹³ Zum Unternehmensgegenstand als verbindlichem allgemeinem Rahmen für die Übernahme von Risiken bereits oben III. 1.

kann es bei den oben angedeuteten Regeln bewenden: Unter dem Gesichtspunkt der Unternehmenswertsteigerung stellt sich nur die Frage, ob sich der Mehraufwand für Maßnahmen der Risikozerfällung und -diversifikation „lohnt“, d. h. voraussichtlich zu einer Steigerung des Werts der Investition oder Anlage führt. Feste Beträge wie die Obergrenzen für Großkredite (vgl. §§ 13 ff. KWG), die Anlagebeschränkungen des Investmentrechts (§§ 60 ff, 73 Abs. 1 InvG) und feste Relationen, etwa des Anlagebetrages im Verhältnis zur Bilanzsumme o. ä., sind schon deshalb nicht hierher zu übertragen, weil solche Beträge nichts über das mit dem betreffenden Investment verbundene Risiko besagen⁹⁴ und allenfalls als grobe Methode einer Risikolimitierung brauchbar sind.

Gerade in Bezug auf „Klumpenrisiken“ gilt es allerdings, den oben unter 1. bezeichneten allgemeinen Rahmen zu beachten, nämlich, daß der Vorstand nicht sorgfaltswidrig potentiell insolvenzauslösende Risiken übernehmen oder bestandsgefährdende Entwicklungen verstärken darf.⁹⁵ Ferner kann die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters (§ 93 Abs. 1 AktG) dem Vorstand der Gesellschaft, der risikobehaftete Entscheidungen nicht selbst trifft, sondern auf Mitarbeiter delegiert, gebieten, durch die Vorgabe von Limiten, die Zuteilung von Budgets und dergleichen für eine auf die Verhältnisse der Gesellschaft abgestellte und vertretbare Begrenzung von Klumpenrisiken zu sorgen.⁹⁶ Entscheidungen, die für die Gesellschaft von maßgeblicher Bedeutung sein können, darf der Vorstand nicht delegieren;⁹⁷ hierzu mag im Einzelfall auch die Übernahme von Klumpenrisiken gehören.

IV. Abwehr der Überschuldung

Im Folgenden ist näher auf den bereits mehrfach angedeuteten allgemeinen Rahmen für unternehmerische Entscheidungen unter Risiko einzugehen, nämlich die hierbei gebotene Rücksichtnahme auf die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger der Gesellschaft. Dabei geht es zunächst um die Abwehr der Überschuldung der Gesellschaft. Rechtsfragen der Liquiditätssteuerung zwecks Abwehr einer Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft werden gesondert behandelt (unten V.).

⁹⁴ S. auch die zutreffenden Ausführungen zum Zusammenhang zwischen Umfang und Risiko des Devisenterminhandels der Herstatt-Bank in BGHZ 75, 120, 126: „Auch ein riesiger Devisenumsatz ... (besagt) allein noch nichts über die Größe des eingegangenen Risikos.“. Kritisch zur entsprechenden Anwendung der erwähnten spezialgesetzlichen Normen im Aktienrecht auch *Florstedt AG* 2010, 315, 320 Fn. 65; *Dreher ZGR* 2010, 496, 503 Fn. 31.

⁹⁵ Dazu näher im Folgenden unter IV.; V.

⁹⁶ Zu den Pflichten des Vorstands bei Delegation risikobehafteter Entscheidungen unten VI. 2.

⁹⁷ Unten VI. 2. b).

Zuerst wird unter 1. dargestellt, daß sich die Übernahme von Risiken im Einzelfall zwar für die Eigenkapitalgeber einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung der Gesellschafter ex ante betrachtet durchaus „lohlen“ kann, die Gläubiger der Gesellschaft hierdurch aber Verluste erleiden, wenn die Risiken sich realisieren und die Gesellschaft infolgedessen insolvent wird. Damit stellt sich die Frage nach Schutzmechanismen insbesondere zugunsten derjenigen Gläubiger, die sich gegen eine solche Risikoübernahme zu ihrem Nachteil nicht durch vertragliche Vorkehrungen schützen können oder denen solche individuellen Verhandlungen erspart werden sollen.

Wegen des besonderen öffentlichen Interesses daran, den Zusammenbruch „systemrelevanter“ Kreditinstitute zu vermeiden,⁹⁸ hat der Gesetzgeber für diesen Bereich besondere Schutzvorkehrungen getroffen, die das Eingehen von Risiken zu Lasten ihrer Gläubiger (Fremdkapitalanleger) tunlichst ausschließen sollen. Das ist unter 2. zu skizzieren. Im Kern geht es – neben pauschaleren Ansätzen der Risikolimitierung – darum, daß zunächst die wesentlichen Risiken so weit wie möglich quantifiziert und in einem laufend fortzuschreibenden Risikostatus zusammengestellt werden sollen. Sodann ist zu fragen, ob die „Risikotragfähigkeit“ für das so ermittelte Risikopotential gegeben ist. Die Risikotragfähigkeit des Kreditinstituts wird durch sein verfügbares Eigenkapital bestimmt.

Solche Pflichten zur weitgehenden Quantifizierung von Risiken, zum Erstellen eines Gesamtrisikoprofils des Unternehmens oder Konzerns und zum Abgleich mit seiner Risikotragfähigkeit sind dem allgemeinen Aktienrecht unbekannt. Aber auch dort stellt sich die Frage, ob der Vorstand der Aktiengesellschaft bei der Übernahme von Risiken die Risikotragfähigkeit der Gesellschaft im Interesse ihrer Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger im Auge behalten muß, und welche Maßnahmen er zu ergreifen hat, um eine Gefährdung des Fortbestands der Gesellschaft tunlichst zu unterbinden. Darauf ist unter 3. einzugehen.

⁹⁸ Zu den Zielen der Bankregulierung etwa v. *Weizsäcker*, in: *Kapitalmärkte und Finanzierung* (Schriftenreihe des Vereins für Socialpolitik n. F. Bd. 165), 1987, S. 71 ff.; Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft „Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise“, 2010, S. 7 ff.

1. Ausfallrisiken und Eigenkapital

a) Allgemeines

Den Fremdkapitalgebern und sonstigen Gläubigern einer Aktiengesellschaft droht im Fall der Überschuldung⁹⁹ ein Teilausfall oder sogar ein Totalverlust ihrer Ansprüche. Die Überschuldung kann auf einer Vielzahl von Gründen und auf deren Zusammenwirken beruhen: auf mangelndem Geschäftserfolg, der auf Fehlentscheidungen des Managements oder auf äußere, nicht vorhersehbare oder nicht vermeidbare Entwicklungen zurückzuführen sein mag; auf der marktbedingten Entwertung von Aktiva; auf nachteiligen Eingriffen eines Mehrheitsaktionärs u. a. m. An dieser Stelle ist nur die Übernahme von Ausfallrisiken bei unternehmerischen Entscheidungen als Schritt auf dem Weg in die Überschuldung von Interesse.

Realisieren sich Ausfallrisiken, dann mindern sie den Jahresüberschuß (oder begründen oder erhöhen einen Jahresfehlbetrag) und damit das Eigenkapital der Gesellschaft. Das Eigenkapital der Gesellschaft hat die Funktion, eintretende Risiken abzufangen, nicht auf die Forderungen der Gläubiger durchschlagen zu lassen; es dient als „Puffer“. Ist aufgrund des Eintritts von Risiken das gesamte Eigenkapital verbraucht, bestehen aber noch weitere Gläubigerforderungen, die aus dem noch vorhandenen Restvermögen der Gesellschaft nicht befriedigt werden können, dann ist die Gesellschaft überschuldet, es sei denn, daß ausnahmsweise eine positive Fortführungsprognose gestellt werden kann (vgl. § 19 Abs. 2 Satz 1 InsO). Das bedeutet aber, daß bei unternehmerischen Entscheidungen nicht nur zu bedenken ist, ob sich das Projekt oder die Maßnahme „lohnt“, ob sich dadurch die Eigenkapitalrendite verbessert.¹⁰⁰ Sondern es muß spätestens dann, wenn eine Bestandsgefährdung bereits besteht oder droht, auch geprüft werden, ob die berechtigten Interessen der Fremdkapitalgeber und Gläubiger an der Erfüllung ihrer Ansprüche bei Fälligkeit die Übernahme des betreffenden Risikos gestatten, ob die Gesellschaft sich das Projekt einschließlich des mit ihm verbundenen Risikos auch leisten darf.

Im Folgenden (unter b) ist zunächst näher darauf einzugehen, daß diese beiden Perspektiven der Betrachtung von Risiken zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen können. Zwar ist richtig, daß bereits bei der Berechnung des Nettobarwerts einer Investition die anzusetzenden Kapitalkosten und damit die von den Eigen- und Fremdkapitalgebern geforderten Risikoprämien berücksichtigt werden.¹⁰¹ Eine korrekte, dies beachtende Berechnung ist aber

⁹⁹ Zur Abwehr der Zahlungsunfähigkeit als Aufgabe der Risikosteuerung siehe gesondert unten V.

¹⁰⁰ Dazu eingehend oben unter III.

¹⁰¹ Vgl. oben Text zu Fn. 39.

nicht in jedem Fall gewährleistet,¹⁰² und besonders bei dünner Eigenkapitaldecke können Eigenkapitalgeber und Manager Anreize zu Risikoübernahmen auf Kosten der Gläubiger der Gesellschaft haben.¹⁰³ - In einem weiteren Schritt (unten c) soll dann gefragt werden, ob jedenfalls aus theoretischer Sicht, durch Ermittlung des bereits bestehenden „Risikopotentials“ und Abgleich mit der „Risikotragfähigkeit“ einer Gesellschaft, Regeln für die Übernahme von Ausfallrisiken abgeleitet werden können.

b) Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Gläubigern bei Risikoübernahme

Fraglos sind auch die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger, insbesondere solche mit längerfristigen Bindungen an eine Gesellschaft, an einer Unternehmenswertsteigerung ihrer Schuldnerin interessiert. Da in diesem Sinne „lohnende“ Projekte immer auch die Übernahme von Risiken bedeuten, nehmen die Gläubiger der Gesellschaft im Grundsatz auch diese Risiken in Kauf, sofern sie nicht vermeidbar sind. Das bedeutet aber nicht, daß Eigenkapitalgeber und Gläubiger immer ein gleichgerichtetes Interesse hätten, was die Übernahme von einzelprojektbezogenen Risiken betrifft.

Es gehört zu den Grundeinsichten des Kapitalgesellschaftsrechts, daß die allseits beschränkte Haftung der Gesellschafter in der Kapitalgesellschaft Anreize zur Übernahme von Risiken zum Nachteil der Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger der Gesellschaft setzen kann. Je dünner die Eigenkapitaldecke des Schuldners im Verhältnis zum verfügbaren Gesamtkapital ist, desto stärker wird der Anreiz zu wertvernichtenden Investitionen.¹⁰⁴ Insbesondere bei greifbarer Bestandsgefährdung des Unternehmens haben die Eigenkapitalgeber und die Manager Anreize, „alles auf eine Karte zu setzen“ und Projekte mit hohen potentiellen Erträgen, aber auch hohen Risiken zu unternehmen. Stellen sich die Erträge ein, so profitieren hiervon abzüglich der fixen Zahlungen auf das

¹⁰² Vgl. Oben III. 2. c).

¹⁰³ S. sogleich unter b).

¹⁰⁴ *Milgrom/Roberts*, Economics, Organization and Management, 1992, S. 495 f.; *Brealey/Myers/Allen* (Fn. 34), S. 510; *Klein/Coffee*, Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles, 10. Auflage 2007, S. 271 ff.; vgl. bereits *Jensen/Meckling*, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), 305, 334 ff. (Teilabdruck in: Posner/Scott [Hrsg.], Economics of Corporation Law and Securities Regulation, 1980, S. 39 ff.); kritisch aber unter Hinweis auf empirische Beobachtungen *Barondes* George Mason Law Rev. 7 (1998), 45, 59 ff. Nachweise zur deutschen Literatur bei *Fleischer* ZGR 2004, 437, 446 ff.; *Drygala* ZGR 2006, 587, 595 ff.; s. a. bereits *Adams*, Eigentum, Kontrolle und Beschränkte Haftung, 1991, S. 35 ff.; ferner *Baums*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 955, 987 ff. Aus der Rspr. dazu BGHZ 122, 333, 336; BGH NJW 1979, 2104 f.; RG JW 1938, 862, 864 f.

Fremdkapital die Anteilseigner; realisiert sich das Ausfallrisiko, dann tragen maßgeblich die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger den Verlust. Unter solchen Voraussetzungen werden u. U. Projekte mit hohen Ertragsaussichten, wegen des hohen Ausfallrisikos aber niedrigem Erwartungswert solchen Projekten vorgezogen, die bei geringeren Ertragsaussichten, aber auch niedrigem Ausfallrisiko einen höheren Erwartungswert aufweisen. Unter Umständen werden sogar Projekte mit negativem Erwartungswert gewählt.¹⁰⁵

Fremdkapitalgeber können sich hiergegen schützen, indem sie das Ausfallrisiko oder das Risiko einer Bonitätsverschlechterung des Kredit- oder Anleiheschuldners ex ante einschätzen und gegebenenfalls eine Finanzierung verweigern. Sie können ferner einen risikoadjustierten Zins berechnen¹⁰⁶, Sicherheiten fordern und gläubigerschützende Kredit- oder Anleihebedingungen („covenants“¹⁰⁷) vereinbaren. Insbesondere zum Schutz derjenigen Gläubiger, denen diese Schutzmechanismen nicht zu Gebote stehen, aber auch ergänzend zu den vertraglichen, ex ante getroffenen Vorkehrungen der Fremdkapitalgeber treten die zwingenden Vorschriften des Kapitalgesellschaftsrechts über die Aufbringung und Erhaltung des Mindestkapitals bzw. des in der Satzung festgelegten Nennkapitals hinzu, ferner über die Bildung und Verwendung gesetzlicher Rücklagen, die vom Vorsichtsprinzip geprägte Ermittlung des ausschüttbaren Bilanzgewinns usw. Sämtliche Instrumente und Vorkehrungen zielen darauf ab, die Erfüllung der Gläubigeransprüche tunlichst sicherzustellen und das Eingehen von Risiken auf ihre Kosten auszuschließen.

Allerdings adressieren jedenfalls die gesetzlichen Regeln¹⁰⁸ weder speziell den gebotenen Gläubigerschutz bei dünner Eigenkapitaldecke, noch sind bisher explizit an die Geschäftsleitung gerichtete allgemeine Gebote entwickelt worden, daß und wie sie bei der Übernahme unternehmerischer Risiken bei bestehender oder drohender Bestandsgefährdung gerade die Gläubigerinteressen zu berücksichtigen hat.

¹⁰⁵ Vgl. die Beispiele bei *Brealey/Myers/Allen* (Fn. 34); *Klein/Coffee* (Fn. 104), S. 271 f.

¹⁰⁶ Dazu eingehend *Schierenbeck* (Fn. 34), S. 311 ff.; *Volkart* (Fn. 34), S. 824 ff. Der risikoadjustierte Zins stellt eine Vergütung allerdings nur für die bei seiner Berechnung einbezogenen Standardrisiken dar, die die erwarteten Verluste abdecken soll, nicht dagegen für unerwartete Risiken, *Schierenbeck* (Fn. 34), S. 304 ff.; zu den unerwarteten Risiken *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 154 ff.

¹⁰⁷ Dazu m. w. Nachweisen *Baums* (Fn. 104), S. 955, 978 ff.; monografisch jüngst *Servatius*, Gläubigereinfluß durch Covenants, 2008.

¹⁰⁸ Zur Forderung einer bestimmten Eigenkapitalquote in Kredit- oder Anleihebedingungen und der Kündigung aus wichtigem Grund bei Unterschreiten dieser Quote *Baums* (Fn. 104), S. 989.

c) Risikostatus und Funktion des Eigenkapitals

Jedenfalls theoretisch läßt sich ein solches Konzept entwickeln, und es ist im Bereich des Bankaufsichtsrechts, wie noch (unten 2.) zu zeigen sein wird, auch bereits praktisch in anspruchsvoller Weise umgesetzt.

Zunächst muß hierfür ein *Risikostatus* der Gesellschaft einschließlich der von ihr gehaltenen Beteiligungen erstellt werden. Das erfordert in einem ersten Schritt die Identifikation tunlichst aller Risiken, deren Eintritt sich nicht nur unwesentlich nachteilig auf das Eigenkapital der Gesellschaft auswirken würde.¹⁰⁹ Diese Risiken sind dann, zweitens, nach der potentiellen Schadenshöhe und ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit zu quantifizieren.¹¹⁰ In einem dritten Schritt ist der Gesamtrisikoumfang zu ermitteln; dazu müssen die Wechselwirkungen zwischen den Risiken (Korrelationen; Diversifikationseffekte) berücksichtigt werden.¹¹¹

Dem so ermittelten Gesamtrisiko ist das vorhandene *Eigenkapital*¹¹² gegenüberzustellen. Das Eigenkapital dient, wenn sich Risiken eigenkapitalmindernd realisieren, als Verlustpuffer zum Schutz der Fremdkapitalgeber und Gläubiger der Gesellschaft. Im Vorfeld gibt es die *Risikotragfähigkeit* des Unternehmens vor; es gibt, anders formuliert, an, welche potentiell eigenkapitalmindernden Risiken das Unternehmen tragen kann, ohne die berechtigten Interessen der Gläubiger zu verletzen.

Stellt man nun in einem Vergleich das ermittelte Gesamtrisikovolumen dem vorhandenen Eigenkapital gegenüber, dann wird deutlich, wieweit die vorhandene Risikodeckungsmasse, das Eigenkapital, bereits „belegt“ ist, und in welchem Umfang noch Risikodeckungsmassen verfügbar sind. Der Risikostatus zeigt also an, ob und welche weiteren Risiken (unter Berücksichtigung ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit und von Verbundeffekten) sich die Gesellschaft noch leisten kann, bis das vorhandene Eigenkapital – bei Realisation der Ausfallrisiken – aufgezehrt ist.

Würde man die Ansicht vertreten, daß der Vorstand über das vorhandene Gesamtrisikovolumen hinaus, sobald dieses die Höhe des Eigenkapitals erreicht

¹⁰⁹ Beispielhaft und eingehend zu einer solchen Risikoanalyse *Gleißner* (Fn. 44), S. 45 ff. mit Hinweisen auf in der Praxis anzutreffende Verfahren und Meßmethoden einschließlich der hierfür auf dem Markt angebotenen Software.

¹¹⁰ Zur Quantifizierung von Ausfallrisiken oben II. 3. b).

¹¹¹ S. *Gleißner* (Fn. 44), S. 135 ff.

¹¹² Einschließlich aller Komponenten wie gezeichnetes Kapital, Kapital- und Gewinnrücklagen, Gewinnvortrag und Jahresüberschuß (= Buchwert des Eigenkapitals) sowie stille Reserven. Einzubeziehen wären gegebenenfalls hybride Finanzierungsinstrumente (Nachrangkapital) und Haftungszusagen Dritter.

hat, weitere Ausfallrisiken nicht übernehmen darf, dann stellte die Höhe des vorhandenen Eigenkapitals einer Gesellschaft eine äußere, rechtlich bestimmte Schranke für die Übernahme von potentiell eigenkapitalmindernden Risiken dar. Deren Wirksamkeit und Beachtung setzten allerdings voraus, daß die Höhe des Gesamtrisikovolumentens in einer für die Anknüpfung von Rechtsfolgen hinreichend sicheren Weise ermittelt werden kann und ermittelt werden muß. Wie zunächst im Folgenden unter 2. und 3. zu zeigen ist, besteht eine Verpflichtung, einen solchen Risikostatus aufzustellen und laufend für die Zwecke des operativen Geschäfts fortzuschreiben, zwar im Bankaufsichtsrecht, nicht aber nach allgemeinem Aktienrecht. Für das allgemeine Aktienrecht wird daher (unter 3.) der Frage nachzugehen sein, wie anders die berechtigten Interessen der Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger einer Gesellschaft vor der Übernahme „übermäßiger“, der Eigenkapitaldecke der Gesellschaft nicht angemessener Risiken geschützt werden können.

2. Ermittlung der Risikotragfähigkeit im Bankaufsichtsrecht

(a) Im Bankaufsichtsrecht ist, wie angedeutet, das vorgestellte Konzept umgesetzt. Nach § 10 Abs. 1 Satz 1 KWG müssen Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute im Interesse der Erfüllung der Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern „angemessene“ Eigenmittel haben. Die Anforderungen an die angemessene Eigenkapitalausstattung oder „Solvabilität“ finden sich in der SolvabilitätsVO. Gemäß § 2 SolvabilitätsVO bestimmen sich die Eigenkapitalanforderungen nach den vom Institut übernommenen Risiken (Adreßrisiken, Marktrisiken und das operationelle Risiko einschließlich Rechtsrisiken¹¹³). Im Einzelnen legt die SolvabilitätsVO die für die Bestimmung der angemessenen Eigenmittelausstattung einzubeziehenden Geschäfte, die anzuwendenden Verfahren und Berechnungsmethoden fest.

Ergänzend sind die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ der Banken (MaRisk (BA)) zu beachten.¹¹⁴ Die MaRisk (BA) geben vor, daß die Geschäftsleitung eines Instituts sich regelmäßig und anlaßbezogen einen Überblick über die wesentlichen Risiken des Instituts bzw. der gesamten Institutsgruppe zu verschaffen hat („Gesamtrisikoprofil“; AT 2.2 MaRisk (BA)). Die einzubeziehenden Risikopositionen werden üblicherweise mit Hilfe des *Value at Risk*-Meßkonzepts¹¹⁵ ermittelt und zum *Value at Risk* des Gesamtinstituts – unter Berücksichtigung von Wechselwirkungen (Korrelationen; Diversifikationseffekte) – zusammengefaßt.¹¹⁶ Verfügt ein Institut nicht über geeignete Verfahren zur Quantifizierung einzelner Risiken, so

¹¹³ Zur Steuerung der Liquiditätsrisiken im Bankaufsichtsrecht s. gesondert unten V. 4. a).

¹¹⁴ Vgl. bereits oben II. 2. d).

¹¹⁵ Dazu bereits oben II. 3. b).

¹¹⁶ Dazu etwa *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 16 ff.

ist für diese ein plausibler Risikobetrag zu schätzen (AT 4.1.4 MaRisk (BA)). Um seltene, aber aufgrund ihrer Extremwerte hohe Verlustrisiken ebenfalls zu erfassen, sind regelmäßige Stresstests durchzuführen und bei der Beurteilung der Risikotragfähigkeit zu berücksichtigen (AT 4.3.2 MaRisk (BA)).

Auf der Grundlage des so ermittelten Gesamtrisikopotentials des Instituts ist sicherzustellen, daß die wesentlichen Risiken durch das „Risiko-deckungspotential“ laufend abgedeckt sind und damit die „Risikotragfähigkeit“ gegeben ist (AT 4.1 MaRisk (BA)). Das Risikodeckungspotential einer Bank und damit ihre Risikotragfähigkeit werden durch ihre Eigenmittel bestimmt.¹¹⁷ Selbst im Maximalbelastungsfall darf das Gesamtrisiko die verfügbaren Eigenmittel nicht übersteigen.¹¹⁸

Mit Hilfe des so ermittelten Risikopotentials sollen also die mindestens erforderlichen Eigenmittel bestimmt werden. Umgekehrt zeigt der Abgleich mit den tatsächlich vorhandenen Eigenmitteln, ob und wie weit diese das bereits vorhandene Risikopotential oder Gesamtrisiko abdecken und für die Übernahme weiterer Risiken zur Verfügung stehen. Letzten Endes limitieren die zur Verfügung stehenden Eigenmittel die (weitere Ausdehnung der) Geschäftstätigkeit des Instituts, wenn es diesem weder gelingt, das Eigenkapital zu erhöhen, noch, es zu „entlasten“, indem Risiken vermieden, vermindert, diversifiziert oder auf Dritte abgewälzt werden.¹¹⁹ Beschreibungen des Risikomanagementsystems einschließlich der Techniken der Absicherung und Minderung von Risiken sind jährlich offenzulegen (§ 26 a KWG i. V. mit §§ 319 ff SolvabilitätsVO).

(b) Insgesamt stellen die weitgehende Quantifizierung von Risiken und die Ermittlung der Risikotragfähigkeit eines Instituts bzw. einer Institutsgruppe und damit die Berechnung eines „angemessenen“ Eigenkapitals ein außerordentlich komplexes Unterfangen mit erheblichen Anforderungen an den Gesetzgeber, die Aufsicht und die betroffenen Institute selbst dar. Mit Rücksicht darauf überlassen der Gesetzgeber und die Kreditwesenaufsicht in diesem Bereich vieles, insbesondere die Wahl der Methoden zur Beurteilung der Risikotragfähigkeit (vgl. AT 4.1.5 MaRisk (BA)), der Verantwortung des Instituts und seiner Geschäftsleiter.

Der gesamte Ansatz ist allerdings, wie die gegenwärtige Finanzmarktkrise hat offenbar werden lassen, nicht unproblematisch. Zunächst einmal enthielt das Regelwerk selbst offenkundige Lücken, die denn auch ausgenutzt worden sind

¹¹⁷ Eingehend dazu und zum bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbegriff *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 16 ff.

¹¹⁸ *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 33.

¹¹⁹ Zu diesen Strategien der Risikobegrenzung etwa *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 21), S. 39 f.

und zur Schieflage von Instituten beigetragen haben.¹²⁰ Hinsichtlich des Value at Risk-Ansatzes ist kritisch angemerkt worden, daß die Banken in der Vergangenheit sehr hohe mögliche Verluste unterbewertet haben, sofern deren Verlustwahrscheinlichkeit als äußerst klein eingestuft wurde.¹²¹ In der Finanzmarktkrise eingetretene systemische Risiken wie der Zusammenbruch des Interbanken-Geldmarkts waren in den von der Aufsicht gebilligten institutseigenen Risikomodellen offenbar gar nicht erfaßt.¹²² Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft spricht in seinem unlängst vorgelegten Gutachten sogar von der „Illusion über die Meßbarkeit von Risiken“.¹²³

Wegen des weitreichenden Versagens dieses auf Basel II beruhenden Risikosteuerungsansatzes erwägt der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, in Zukunft ergänzend hierzu nach Schweizer Vorbild eine *Leverage Ratio*-Regel einzuführen, die die Mindestkapitalausstattung unabhängig vom Risiko der Bank fest schreibt.¹²⁴ Bei der *Leverage Ratio* handelt es sich um einen nicht risikogewichteten Höchstwert für die Anlagen der Banken im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital. Dieser Ansatz mag wegen der Einfachheit seiner Beachtung und Überwachung sehr viel Charme besitzen, kann aber wohl nur im Zusammenwirken mit risikobezogenen Eigenkapitalanforderungen eingesetzt werden, auf die daher nicht zu verzichten ist. Eine gesetzlich vorgeschriebene *Leverage Ratio* allein könnte zu Fehlanreizen Anlaß geben, nämlich tendenziell risikoärmere Anlagen durch risikoreichere zu ersetzen.

¹²⁰ Hier ist nur an die vielfach kritisierte Lücke in der Risikobegrenzung vor der Einführung von Basel II (in diesem Punkt am 1. 1. 2008) zu erinnern, daß unterjährige Liquiditätszusagen nicht durch Eigenkapital unterlegt werden mußten (vgl. *Florstedt AG* 2010, 315, 316 Fn. 9). Die Zusage einer solchen nicht mit Eigenkapital unterlegten, revolvingierenden Liquiditätsfazilität in zweistelliger Milliardenhöhe hat maßgeblich zur Schieflage der IKB beigetragen; vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 31 li. Sp. Ob die BaFin solche Umgehungsstrategien hätte unterbinden können und müssen, oder das Aufsichtsrecht insoweit ebenfalls Lücken aufwies, ist eine weitere Frage. Hinzu kommen die Mängel in der bilanziellen Abbildung solcher Risiken und damit der Information der Investoren hierüber; dazu *Hoffmann/Lüdenbach* DB 2007, 2213 ff.; *Gerdes/Wolz* Finanz Betrieb 2009, 264, 266 ff. – Zur Frage, ob auch nach allgemeinem Aktienrecht ein solches existenzbedrohendes Risiko übernommen werden darf, vgl. im Folgenden unter 3.

¹²¹ Vgl. *Rudolph* ZGR 2010, 1, 46 m. Nachweisen.

¹²² *Meyer zu Selhausen*, in: Schäfer u. a. (Hrsg.), *Risikomanagement und kapitalmarkt-orientierte Finanzierung*. Festschrift Rudolph, 2009, S. 495 ff.

¹²³ Gutachten (Fn. 98), S. 22 f.

¹²⁴ Bank for International Settlement, Basel Committee on Banking Supervision, *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*, Consultative Document, Dez. 2009, S. 60 ff.

3. Überschuldungsgefahr im Aktienrecht

Dem Aktienrecht sind Pflichten zur periodischen oder anlaßbezogenen Erstellung eines Risikostatus mit Quantifizierung aller wesentlichen Risiken und einer darauf abgestützten Risikotragfähigkeitsprüfung unbekannt. Ziel des aktienrechtlichen Gläubigerschutzsystems ist nicht die Orientierung der Eigenkapitalquote am Gesamtrisikopotential der Gesellschaft, um tunlichst das Durchschlagen aller denkbaren Risiken auf die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger zu vermeiden. Das aktienrechtliche Gläubigerschutzsystem ist insoweit vielmehr verhaltensbezogen oder *anreizorientiert*. Aktionäre und Leitungsorgane sollen davon abgehalten werden, Risiken vornehmlich zu Lasten der Gläubiger einzugehen. Dazu gehört zunächst die Einrichtung eines Früherkennungssystems, damit bestandsgefährdende Entwicklungen rechtzeitig erkannt werden, um darauf dann reagieren zu können (näher unten a). Hieran knüpfen weitere Verhaltenspflichten an. Der Vorstand darf nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen verstärken (dazu unten b) oder potentiell insolvenzauslösende Risiken übernehmen (dazu unten c). Bei bewußter oder bedenkenloser Gläubigerschädigung durch Übernahme insolvenzauslösender Risiken kommt eine Außenhaftung der Vorstandsmitglieder den geschädigten Gläubigern gegenüber in Betracht (unten d).

a) Kein Risikostatus mit Quantifizierung aller wesentlichen Risiken

Die unterschiedlichen Ansätze des bankaufsichtsrechtlichen und des aktienrechtlichen Gläubigerschutzsystems lassen sich bereits an der Vorschrift des § 91 Abs. 2 AktG ablesen. § 91 Abs. 2 AktG sieht nur vor, daß der Vorstand „geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten (hat), damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“ Ein periodischer (und, falls angezeigt, ein anlaßbezogener) Risikostatus, also die systematische Erfassung und Quantifizierung der wesentlichen Ausfallrisiken eines Unternehmens oder Konzerns mittels hierfür geeigneter Verfahren und Meßmethoden, sowie eine darauf abgestützte Prüfung der Risikotragfähigkeit würde zwar den Anforderungen des § 91 Abs. 2 AktG genügen. § 91 Abs. 2 AktG geht aber nicht davon aus, daß die hierfür notwendigen Methoden und Verfahren von allen (auch kleinen, nicht börsennotierten) Gesellschaften beherrscht und angewandt werden müssen.¹²⁵ Die Vorschrift beschränkt sich vielmehr bewußt auf ein

¹²⁵ Vgl. hierzu auch den IDW-Prüfungsstandard „Die Prüfung des Risiko-früherkennungssystems nach § 317 Abs. 4 HGB“ (IDW PS 340; Stand: 25. 6. 1999; Abdruck: WPg 1999, 658 ff.). – Der Deutsche Rechnungslegungsstandard DRS 15 zum Risikobericht gemäß § 315 Abs. 1 Satz 5 HGB (vgl. auch § 289 Abs. 1 Satz 4 HGB) fordert eine Berichterstattung über Risiken, die für die Adressaten des Konzernlageberichts bedeutsam sein könnten; eine Zusammenfassung solcher Risiken zu

Minimalprogramm. Sie formuliert die *Aufgabe* („damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden“) und beschränkt sich darauf, dem Vorstand als *Mittel*, um diese Aufgabe zu erfüllen, das Ergreifen „geeigneter Maßnahmen“ aufzuerlegen, „insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten.“ Und zwar sollen die Maßnahmen interner Überwachung darauf ausgerichtet sein, daß bestandsgefährdende Entwicklungen frühzeitig, also zu einem Zeitpunkt erkannt werden, in dem noch geeignete Maßnahmen zur Sicherung des Fortbestandes der Gesellschaft ergriffen werden können.¹²⁶

Gefordert ist also nicht das Erstellen eines Gesamtrisikoprofils mit Aufnahme und Quantifizierung sämtlicher, auch mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit eintretender *Risiken* und ein Abgleich mit dem Risikodeckungspotential der Gesellschaft nach dem Vorbild des Bankaufsichtsrechts. Sondern es geht nur um das frühzeitige Erkennen von bestandsgefährdenden *Entwicklungen*, d. h. von äußeren, bereits eingetretenen Sachverhalten sowie von noch nicht abgeschlossenen Vorgängen, die eine Gefahr für den Fortbestand der Gesellschaft, also für die Vermögensdeckung der Verbindlichkeiten (Gefahr der Überschuldung) oder für die Zahlungsfähigkeit (Gefahr der Illiquidität) der Gesellschaft darstellen.¹²⁷ Selten vorkommende und zugleich nicht vermeidbare Risiken, wie z. B. der Absturz eines Flugzeuges auf die Fabrik,¹²⁸ rechnen nicht zu den bestandsgefährdenden „Entwicklungen“ im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG. Ziel des Früherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG ist es, dem Vorstand zu ermöglichen, rechtzeitig Maßnahmen zur Abwehr der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft ergreifen zu können.

Risikokategorien; die ausdrückliche Bezeichnung bestandsgefährdender Risiken als solche; sowie eine Quantifizierung von Risiken lediglich dann, wenn dies möglich, wirtschaftlich vertretbar und für die Adressaten relevant ist. Empirische Angaben zu den Risikoberichten nach DRS bilanzierender Konzerne bei *Gleißner/Berger/Rinne/Schmidt* Finanz Betrieb 2005, 343 ff.

¹²⁶ Vgl. RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 15 re. Sp.; zum GmbH-Recht insoweit bereits BGH NJW-RR 1995, 669 re. Sp.- Eingehend zum Früherkennungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG unten VI. 3.

¹²⁷ In der Begründung des RegE KonTraG heißt es insoweit zwar weitergehend, offenbar angelehnt an § 264 Abs. 2 HGB, es gehe um Entwicklungen, „die sich auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft oder des Konzerns wesentlich auswirken“ (BT-Drucks. 13/9712, S. 15 li. Sp.; so auch *Hüffer* [Fn. 1] § 93 Rz. 6). Der Wortlaut des § 91 Abs. 2 AktG („Fortbestand der Gesellschaft“) spricht aber für eine engere Auslegung; ebenso *Seibert* (Fn. 5), S. 427, 437; *Mertens/Cahn*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Band 2/1, 3. Auflage 2010, § 91 Rz. 23; *Spindler*, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 985, 989 f.; je m. w. Nachweisen; ebenso auch der IDW-Prüfungsstandard PS 340 (Fn. 125) sub I. (5).

¹²⁸ Beispiel nach *Seibert* (Fn. 5), S. 427, 437.

b) Bestandsgefährdende Entwicklungen

(a) Der Vorstand darf nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen verstärken oder potentiell insolvenzauslösende Risiken übernehmen. Diese Pflicht gehört zum berechtigten Kern des Gebots an den Vorstand, das „Unternehmensinteresse“ zu wahren, bei unternehmerischen Entscheidungen auf den langfristigen Erhalt des Unternehmens bedacht zu sein.¹²⁹ Insoweit ist zu unterscheiden, ob im Zeitpunkt der Übernahme des Risikos, einer Investition oder Anlageentscheidung, bereits eine Bestandsgefährdung bestand und erkennbar war oder nicht.

Zeichnet sich bereits eine Bestandsgefährdung ab, dann muß der Vorstand bestandssichernde Maßnahmen in Betracht ziehen, wie sich aus dem oben dargelegten Zweck des § 91 Abs. 2 AktG ergibt. In dieser Lage der Gesellschaft ist auch bei der Übernahme weiterer Risiken, die die Bestandsgefährdung verstärken können, besondere Sorgfalt geboten.

Als „Bestandsgefährdung“ kann eine Lage der Gesellschaft bezeichnet werden, in der die Möglichkeit der Insolvenz naheliegt, anders formuliert, wenn der Eintritt der Insolvenz (Überschuldung¹³⁰) in absehbarer Zukunft eher wahrscheinlich als unwahrscheinlich ist, falls die nachteilige Entwicklung nicht aufgehalten wird. Eine „Krise“ der Gesellschaft¹³¹ braucht aber noch nicht zu bestehen. Auch ein Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals (vgl. § 92 Abs. 1 AktG) ist nicht zu fordern, bedeutet aber mit Sicherheit eine Bestandsgefährdung.

(b) Ist die bestandsgefährdende Lage dem Vorstand bekannt, muß er bei der Übernahme weiterer Ausfallrisiken, z. B. im Rahmen einer Investitions- oder Anlageentscheidung, im Hinblick auf die Bestandsgefährdung der Gesellschaft gesondert und sorgfältig prüfen, ob die Übernahme dieser Risiken noch tolerierbar ist. Ein schlichtes Kalkül, ob sich die Investition isoliert betrachtet „lohnt“, u. U. sogar ohne Berücksichtigung des mit ihr verbundenen Risikos,¹³² genügt in dieser Lage der Gesellschaft nicht mehr. Ist nach der eigenen Einschätzung des Vorstands wahrscheinlich, oder hätte er bei sorgfältiger

¹²⁹ Dazu m. Nachweisen Hüffer (Fn. 1), § 76 Rz. 13 – 15; Baums, in: Festschrift Huber, 2006, S. 657, 664 ff., 666 f.

¹³⁰ Zur Zahlungsunfähigkeit s. gesondert unten V.

¹³¹ „Krise“ im Sinne des inzwischen aufgehobenen § 32a Abs. 1 GmbHG; dazu etwa Goette Die GmbH, 2. Auflage 2002, § 4 II. Auch der Zeitpunkt, in dem der Vorstand sich durch Aufstellung eines Vermögensstatus einen Überblick über den Vermögensstand zwecks Feststellung einer Überschuldung verschaffen muß (vgl. BGHZ 126, 181, 199), liegt später als die vom Gesetzgeber bewußt früh angesetzte „bestandsgefährdende Entwicklung“ im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG. Enger insoweit Roth, Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands, 2001, S. 250 ff.

¹³² Dazu oben III.

Prüfung für wahrscheinlich halten müssen, daß sich das Ausfallrisiko realisiert und dadurch die Überschuldung ausgelöst wird, darf der Vorstand dieses Risiko nicht übernehmen, es sei denn, daß jede andere Alternative mit der gleichen oder höherer Wahrscheinlichkeit gleichfalls die Insolvenz auslösen und voraussichtlich zu größeren Schäden für die Gläubiger der Gesellschaft führen würde.

(c) Ist der Vorstand dagegen auf der Grundlage angemessener Information (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) zu der Einschätzung gelangt, daß sich das mit einer Investition verbundene Ausfallrisiko wahrscheinlich nicht realisieren wird, handelt er bei Übernahme dieses Ausfallrisikos nicht pflichtwidrig. Die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters kann aber gebieten, zur Vermeidung einer Insolvenz risikovermeidende und -mindernde Aufwendungen zu tätigen, und zwar wegen der bereits bestehenden Bestandsgefährdung, die tunlichst nicht durch riskante Geschäfte noch verstärkt werden darf, auch dann, wenn sie sich nicht „lohnen“, d. h. wenn der Aufwand hierfür höher ist als der damit verbundene Anstieg des Erwartungswerts des Projekts oder Geschäfts. Ferner müssen zur Vermeidung einer Insolvenz u. U. Alternativinvestitionen mit niedrigerem Risiko vorgezogen und dafür auch niedrigere Erwartungswerte in Kauf genommen werden.¹³³ Die zunehmende Insolvenznähe wegen dünner Eigenkapitaldecke erfordert zunehmende Rücksicht auf die Gläubigerinteressen und damit zunehmende Risikoaversion. Bei konkreter Bestandsgefährdung gewinnt das Sicherheits- oder Bestandserhaltungsinteresse gegenüber dem Ziel der Maximierung des Unternehmenswerts zunehmend an Gewicht.

(d) Dieselbe Verantwortung trifft den Vorstand, dem die Bestandsgefährdung der Gesellschaft nicht bekannt war, der sie aber hätte erkennen müssen, d. h. sie fahrlässig nicht erkannt hat, etwa weil ein funktionsfähiges System gemäß § 91 Abs. 2 AktG nicht eingerichtet war.

c) Übernahme potentiell insolvenzauslösender Risiken

(a) Andere Fragen stellen sich, wenn eine bestandsgefährdende Entwicklung oder Lage der Gesellschaft bisher nicht besteht oder nicht erkennbar ist, und der Vorstand ein potentiell insolvenzauslösendes Risiko übernimmt. Als „potentiell insolvenzauslösend“ soll ein Risiko bezeichnet werden, das bei sorgfältiger Beurteilung ex ante im Fall seines Eintritts die Überschuldung¹³⁴ der Gesellschaft herbeiführen wird, weil für die Übernahme dieses Risikos die erforderliche Risikotragfähigkeit nicht gegeben ist; anders formuliert, weil die zur Abdeckung der Verluste erforderlichen Eigenmittel der Gesellschaft nicht

¹³³ Ähnlich auch *Roth* (Fn. 131), S. 245.

¹³⁴ Zur Zahlungsunfähigkeit s. unten V.

ausreichen, wenn sich das Risiko realisiert. Das kann sowohl dann der Fall sein, wenn die *Wahrscheinlichkeit* des Eintritts eines Verlusts hoch ist, und der zu erwartende Verlust das freie, zur Abdeckung dieses Verlusts verfügbare Eigenkapital nur geringfügig übersteigt, als auch dann, wenn der bei Eintritt des Risikos zu erwartende *Ausfallbetrag* sehr viel höher ist als das verfügbare Eigenkapital, und der Eintritt dieses Verlusts vernünftigerweise nicht ausgeschlossen werden kann. Ist der Eintritt des Ausfallrisikos erst zu einem späteren Zeitpunkt zu erwarten, kommt es auch für die Einschätzung der Risikotragfähigkeit, des Vorhandenseins ausreichender Eigenmittel der Gesellschaft, auf diesen späteren Zeitpunkt einschließlich der bis dahin zu erwartenden Entwicklung an.

Potentiell insolvenzauslösende Risiken in diesem Sinne darf der Vorstand nicht übernehmen, wenn die Existenzbedrohung nicht durch Maßnahmen der Risikominderung oder -vorsorge zuverlässig ausgeschaltet werden kann.¹³⁵ Der Vorstand darf in solchen Fällen „vernünftigerweise nicht annehmen, zum Wohl der Gesellschaft zu handeln“ (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG). Eine vorwerfbare Pflichtverletzung setzt allerdings Verschulden, jedenfalls also Erkennbarkeit und Vermeidbarkeit voraus.

(b) Etwas anderes gilt aber für die Übernahme von Risiken, für die nach sorgfältiger Beurteilung *ex ante* die Risikotragfähigkeit noch gegeben war, auch wenn bei negativem Ausgang ein außerordentlich hoher Ausfall drohte oder die Wahrscheinlichkeit des errechneten hohen Gewinns außerordentlich gering war.¹³⁶ Weist eine geplante Investition nach der vertretbaren Einschätzung des Vorstands trotz des mit ihr verbundenen Risikos einen positiven Nettobarwert auf, und ist hierfür nach der ebenfalls vertretbaren Einschätzung des Vorstands auch die Risikotragfähigkeit der Gesellschaft noch gegeben, der Eintritt einer Überschuldung bei Realisierung des Risikos also nicht anzunehmen, dann darf das Projekt oder die Investition auch unternommen werden. In Anbetracht der Größe des Risikos oder der Wahrscheinlichkeit seines Eintritts kann die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters aber gebieten, mögliche Maßnahmen zur Risikominderung oder Risikovorsorge zu treffen.

¹³⁵ Insofern ist der überwiegenden Auffassung in der Literatur zuzustimmen, die annimmt, der Vorstand dürfe keine Risiken eingehen, „durch die die Existenz der Gesellschaft aufs Spiel gesetzt“ werde; *Lutter*, in: Festschrift Canaris, Band II, 2007, S. 245, 246; *ders.* ZIP 2007, 841, 844; *Paefgen AG* 2004, 245, 255; *Mertens/Cahn* (Fn. 127), § 93 Rz. 24; w. Nachweise bei *Redeke* ZIP 2010, 160 ff.; a. A. *Hopt/Roth* (Fn. 76), § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rz. 36; *Roth* (Fn. 131), S. 97 ff. - Dazu, daß riskante Anlageentscheidungen (Spekulationsgeschäfte), bei denen die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes höher ist als die Aussicht auf einen erwarteten hohen Gewinn, trotz eines positiven Nettobarwerts in der Regel schon nicht vom Unternehmensgegenstand gedeckt sind, oben III. 1.

¹³⁶ Ähnlich auch *Hopt/Roth*, a. a. O.

d) Außenhaftung wegen bewußter oder bedenkenloser Gläubigerschädigung

Den Gläubigern der Gesellschaft, die infolge einer Überschuldung der Gesellschaft einen Schaden erlitten haben, haftet ein hierfür verantwortliches Vorstandsmitglied unter den Voraussetzungen des § 826 BGB unmittelbar. Das erfordert objektiv sittenwidriges Verhalten und subjektiv mindestens bedingten Vorsatz, auch hinsichtlich eines Schadens der Gläubiger. Auch bedenkenlose Leichtfertigkeit kann den Vorwurf sittenwidrigen Verhaltens begründen. Das mag etwa zutreffen, wenn ein Risiko übernommen wurde, das bereits bei seiner Übernahme eine hohe, auf der Hand liegende Eintrittswahrscheinlichkeit und überdies einen Umfang hatte, der erkennbar nicht mehr von den vorhandenen Eigenmitteln abgedeckt wurde, so daß von vorneherein von einer einseitigen Risikoverlagerung zu Lasten der Gläubiger auszugehen war.¹³⁷ Aus rechtsvergleichender Perspektive sind die Parallelen und die Unterschiede zu den „fiduciary duties of directors in the vicinity of insolvency“ des US-amerikanischen Rechts,¹³⁸ zum „wrongful trading“ und den „directors´ duties for the benefit of creditors“ des englischen Rechts¹³⁹ sowie zur „responsabilité civile des dirigeants envers la société en difficulté“ des französischen Rechtskreises¹⁴⁰ von Interesse; dem kann hier nicht nachgegangen werden.

V. Abwehr der Zahlungsunfähigkeit

1. Begriff des Liquiditätsrisikos

Zu den „bestandsbezogenen“ Risiken¹⁴¹ gehören auch Liquiditätsrisiken. Ein Unternehmen ist liquide, wenn es seinen Zahlungsverpflichtungen termingerecht und betragsgenau nachkommen kann; Zahlungsunfähigkeit oder Illiquidität dagegen ist Insolvenzgrund (§ 17 Abs. 2 InsO).¹⁴² Liquiditätsrisiken sind

¹³⁷ So auch für die Haftung des GmbH-Geschäftsführers *Ulmer*, in: Hachenburg, GmbHG, Großkommentar (Hrsg. Ulmer), 3. Band, 8. Auflage 1997, § 64 Rz. 64 m. Nachweisen zur Rechtsprechung im GmbH-Recht.

¹³⁸ Dazu *Roth* (Fn. 131), S. 173 ff.

¹³⁹ Darstellung und Nachweise dazu bei *Habersack/Verse* ZHR 168 (2004), 174 ff., 199 ff.; *Roth* (Fn. 131), S. 181 ff.

¹⁴⁰ Dazu *Habersack/Verse* ZHR 168 (2004), 174, 202 ff.; *Roth* (Fn. 131), S. 197 ff.; zuletzt *Redenius-Hoevermann*, La responsabilité des dirigeants dans les sociétés anonymes en droit français et droit allemand, 2010, S. 167 ff.

¹⁴¹ Allgemein dazu oben II. 2. b) - d).

¹⁴² Zur Feststellung der Zahlungsunfähigkeit und zur Abgrenzung von der bloßen Zahlungsstockung und unbeachtlichen geringfügigen Liquiditätslücken etwa *Godefroid/Witting* FLF 2008, 126 ff. m. Darstellung der höchstrichterlichen Rechtsprechung; vgl. auch IDW Prüfungsstandard „Beurteilung eingetretener oder drohender Zahlungsunfähigkeit bei Unternehmen“ vom 6. 3. 2009 (IDW PS 800).

demnach Risiken, die einzeln oder in ihrem Zusammenwirken dazu beitragen können, die Zahlungsfähigkeit, das Zahlungsvermögen der Gesellschaft und damit ihren Fortbestand in Frage zu stellen. Ist zu einem bestimmten Termin eine Zahlung von 100 geschuldet, und hält das Unternehmen liquide Mittel von genau 100 vor, dann bezeichnet Liquiditätsrisiko die einschätzbare, mit einer bestimmten (niedrigen oder hohen) Wahrscheinlichkeit eintretende, aber eben noch nicht eingetretene Abweichung von dem Ziel, der Verpflichtung zur Zahlung von 100 zum Zahlungstermin betragsgenau nachkommen zu können.

Eine Variation dieses Beispiels zeigt, weshalb die oben unter IV. behandelten Risiken der Überschuldung und Liquiditätsrisiken sich überschneiden können, aber nicht müssen. Hält die Gesellschaft keine liquiden Mittel von 100 vor, um ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, sondern steht ihr ihrerseits eine zum selben Termin oder früher fällig werdende Forderung gegen einen Dritten ebenfalls in Höhe von 100 zu, dann kann dessen Insolvenz sowohl die Überschuldung (wenn weiteres Aktivvermögen fehlt) wie die Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft auslösen. Ist der Dritte aber solvent, und bestreitet er nur die Forderung der Gesellschaft gegen ihn, ohne daß die Forderung abgeschrieben werden müßte, hat sich nur das Liquiditätsrisiko verwirklicht. Wegen der – bis auf weiteres gegebenen – Nichtliquidierbarkeit der Forderung der Gesellschaft tritt u. U. deren Zahlungsunfähigkeit, aber keine Überschuldung ein.

Das bedeutet aber, daß Liquiditätsrisiken anders gesteuert werden müssen. Die Risikotragfähigkeit der Gesellschaft bestimmt sich, was Liquiditätsrisiken betrifft, nicht nach ihrem Eigenkapital, sondern nach dem Verhältnis des *Zahlungsvermögens* der Gesellschaft zu ihren fälligen Zahlungsverpflichtungen zu einem bestimmten Zeitpunkt.¹⁴³ (Mit „Zahlungsvermögen“ sind nicht nur greifbare Aktiva, sondern auch mögliche Kapitalaufnahmen gemeint; „Vermögen“ ist im Sinne eines „Könnens“ oder einer „Fähigkeit“ zu verstehen.) Es müssen also zunächst einmal die voraussichtlichen Zahlungsverpflichtungen zu einem bestimmten Zeitpunkt oder für eine bestimmte Periode in der Zukunft bestimmt werden. Sodann muß für denselben Zeitpunkt oder Zeitraum das Zahlungsvermögen der Gesellschaft ermittelt, und dieses den dann fälligen Zahlungsverpflichtungen gegenüber gestellt werden.

Liquiditätsrisiken können sich demnach sowohl in einer Erhöhung der erwarteten Zahlungsverpflichtungen als auch in einer Verminderung des angenommenen Zahlungsvermögens niederschlagen. Im Folgenden sind zunächst (unter 2.) kurz verschiedene Gründe und Arten von Liquiditätsrisiken zu schildern. Unter 3. ist in einem knappen Überblick auf die Steuerung von Liquiditätsrisiken aus betriebswirtschaftlicher Sicht hinzuweisen. Der letzte

¹⁴³ S. nur *Drukarczyk* (Fn. 11), S. 36.

Abschnitt geht dann nach einem Seitenblick auf die bankaufsichtsrechtlichen Vorkehrungen zur Liquiditätssteuerung (unten 4. a)) auf die allgemeinen aktienrechtlichen Pflichten des Vorstands insoweit ein (unten 4. b)). In diesem Zusammenhang sind auch die Bedeutung und Tauglichkeit der in der juristischen Literatur gelegentlich als Instrumente der Liquiditätsrisikosteuerung berufenen Finanzierungsregeln zu erörtern (unten 4. c)).

2. Gründe und Arten von Liquiditätsrisiken

Einzelne Liquiditätsrisiken können sich, wie erwähnt, sowohl in einer Erhöhung der erwarteten Zahlungsverpflichtungen als auch in einer Verminderung des angenommenen Zahlungsvermögens niederschlagen. Berechnungen der Zahlungsverpflichtungen und des Zahlungsvermögens (Liquiditätspläne) werden in der Regel für in der Zukunft liegende Perioden oder Zeitpunkte angestellt.¹⁴⁴ Das kann dazu führen, daß in dieser Periode oder zu diesem Zeitpunkt fällig werdende Verbindlichkeiten in der Rechnung nicht erfaßt sind, weil sie noch nicht entstanden oder nicht bekannt sind; z. B. Gewährleistungspflichten oder ein massenhafter Abruf von Sichteinlagen bei einem Kreditinstitut („Abrufisiko“; in seiner extremen Form „bank run“).

Auch die Einschätzung des künftigen Zahlungsvermögens, also der Fähigkeit des Unternehmens, zu einem bestimmten Zeitpunkt ausreichende Zahlungsmittel bereitstellen zu können, ist mit Unsicherheiten behaftet. So mag eine erwartete Anschlußfinanzierung scheitern („Refinanzierungs-“ oder Substitutionsrisiko“; „funding risk“); oder die Kapitalbindung in illiquiden Aktiva mag sich ungeplant verlängern („Terminrisiko“, z. B. ein Schuldner zahlt nicht am Zahlungstermin; ein Wertpapier ist aus Marktgründen derzeit nicht verkäuflich).¹⁴⁵

Neben diese *originären* Liquiditätsrisiken treten *derivative*, d. h. aus Erfolgsrisiken sich ableitende Liquiditätsrisiken. Zum Beispiel ist der Ausfall eines Kreditkunden einer Bank zunächst die Verwirklichung eines Erfolgsrisikos mit Auswirkung auf den Jahresüberschuß und damit auf das Eigenkapital der Bank. Damit verwirklicht sich aber zugleich ein Liquiditätsrisiko, weil die Freisetzung des in der Kreditforderung gebundenen Kapitals entfällt. Derselbe Effekt stellt sich ein, wenn ein Unternehmen eine in Kredit- oder Anleihebedingungen („covenants“) festgelegte Eigenkapitalquote unterschreitet,¹⁴⁶ und dies zur sofortigen Fälligkeit der Verbindlichkeit und zum Abzug der Mittel führt.

¹⁴⁴ S. etwa Schierenbeck/Wöhle (Fn. 37), S. 571 ff.

¹⁴⁵ Systematisierung der Gründe für Liquiditätsrisiken etwa bei Schierenbeck/Lister/Kirmße (Fn. 22), S. 7, 521.

¹⁴⁶ Dazu bereits oben Fn. 108.

3. Steuerung von Liquiditätsrisiken

(a) Der erste Schritt zum rationalen Umgang mit Risiken ist deren *Identifikation*. Liquiditätsrisiken werden mit Hilfe von speziellen Finanzplänen, den Liquiditätsplänen, erfaßt.¹⁴⁷ Kurz- und mittelfristige Liquiditätspläne gliedern die für die Planungsperiode erwarteten und geplanten Ein- und Auszahlungen nach Zahlungen aus dem operativen Bereich, dem Investitions- und dem Finanzierungsbereich. Diese Angaben werden in der Regel bereits im Liquiditätsplan selbst um die notwendigen Ausgleichs- und Anpassungsmaßnahmen ergänzt, die sich naturgemäß unterscheiden, je nachdem ob sich ein positiver oder negativer Saldo ergibt (z. B. Erhöhung des Kontokorrents, weitere Kreditaufnahmen, Eigenkapitalerhöhung einerseits; Kreditrückführung oder Anlage in liquiden Mitteln andererseits). Mittelfristige Liquiditätspläne werden laufend entsprechend den aktuellen Entwicklungen angepaßt und fortgeschrieben.

Festzuhalten ist, daß Liquiditätspläne nicht nur dazu beitragen sollen, den Eintritt einer Illiquidität auszuschließen, sondern auch darauf angelegt sind, die für operative Zwecke, etwa Investitionsentscheidungen, erforderlichen Mittel so anzulegen und bereitzustellen, daß sie rechtzeitig in dem erforderlichen Umfang zur Verfügung stehen. Aus diesem Grund wird der Begriff des Liquiditätsrisikos häufig auch in einem weiteren Sinne als hier verwendet gebraucht, nämlich im Sinne eines Risikos, für irgendwelche betrieblichen Zwecke (also nicht nur zur Insolvenzabwehr) benötigte Zahlungsmittel nicht oder nur zu erhöhten Kosten beschaffen zu können. – Liquiditätspläne sollen zugleich einer *ertragsorientierten* Steuerung des Liquiditätsrisikos dienen, also eine rationale Entscheidung dazu unterstützen, in welchem Umfang Finanzmittel rentabel als jederzeit verfügbare Liquiditätsreserve oder als in einem überschaubaren Zeitraum liquidierbares Anlagevermögen oder sogar auf längere Frist angelegt werden können.

(b) In der Literatur erörterte Verfahren der *Messung* von Liquiditätsrisiken betreffen zum einen die Wahrscheinlichkeit des Eintritts bzw. Ausfalls einzelner Einnahmen und Ausgaben, die von externen, nicht mit Sicherheit beeinflussbaren Faktoren abhängen.¹⁴⁸ Z. B. mag ein Gegenstand des Aktivvermögens wegen des Verfalls der Marktpreise nur gegen erhebliche Abschläge in Geld umgesetzt werden können. Oder es mag auf der Passivseite eine Kreditkündigung aus wichtigem Grund mit entsprechenden Zahlungspflichten drohen, weil dem Jahresabschluß nur ein eingeschränkter Bestätigungsvermerk erteilt worden ist, und die Kreditbedingungen für diesen Fall ein Kündigungsrecht der Bank

¹⁴⁷ Aus der Literatur dazu etwa *Schierenbeck/Wöhle* (Fn. 37), S. 571 ff.; *Perridon/Steiner/Rathgeber* (Fn. 37), S. 664 ff.; *Volkart* (Fn. 34), S. 1009 ff.; *Drukarczyk* (Fn. 11), S. 36 ff.

¹⁴⁸ Dazu *Volkart* (Fn. 34), S. 1014.

vorsehen. Da die Kreditkündigung aber nicht zwingend ist, muß die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsverpflichtung eingeschätzt werden. – Zum anderen wird versucht, den gesamten erwarteten maximalen Liquiditätsabfluß und damit den maximal eintretenden Zahlungsmittelbedarf innerhalb einer bestimmten Periode zu bestimmen („Liquidity at Risk“ – Meßverfahren analog dem oben¹⁴⁹ bereits vorgestellten Value at Risk-Ansatz).¹⁵⁰

(c) Maßnahmen der *Minderung des Liquiditätsrisikos* bestehen insbesondere in einer Anpassung derjenigen Auszahlungs- und Einzahlungspositionen, auf die das Unternehmen selbst Einfluß hat. Das scheidet zwar in der Regel im Bereich der fälligen und zwingend zu tilgenden Verbindlichkeiten aus, wenn keine Stundung oder Prolongation vereinbart werden kann, kommt aber z. B. bei Ausgaben für nicht betriebsnotwendige Investitionen oder bei Kapitalaufnahmeentscheidungen in Betracht. Ferner muß auf Inkongruenzen der Fälligkeiten von Ein- und Auszahlungen geachtet und diese notfalls beseitigt werden. Eine ausreichende Streuung (Diversifikation) sowohl des Aktivvermögens als auch der Refinanzierungsquellen, soweit möglich, kann ebenfalls dazu beitragen, Liquiditätsrisiken zu mindern.¹⁵¹ Für unerwartet auftretende Liquiditätsrisiken wird in aller Regel eine Liquiditätsreserve aus flüssigen Mitteln, etwa in Höhe von 2% - 5% des Jahresumsatzes oder sogar mehr, vorgehalten.¹⁵²

4. Rechtspflichten des Vorstands

a) Bankaufsichtsrecht

Das Bank- und Versicherungsaufsichtsrecht ist am Weitesten entwickelt, was den regulatorischen Umgang mit Risiken betrifft. Auch wenn die betreffenden Normen nicht unbesehen in das allgemeine Aktienrecht übertragen werden dürfen, wie bereits die Überlegungen oben unter IV. zum Risikostatus und zur Abwehr der Überschuldung gezeigt haben, können die im Aufsichtsrecht entwickelten Konzeptionen doch allgemeines Interesse beanspruchen, weil ihnen nicht nur in der betrieblichen Praxis, sondern auch rechtspolitisch eine Schrittmacherfunktion zukommt.

¹⁴⁹ Oben unter II. 3. b).

¹⁵⁰ Dazu *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 516 ff.; *Pohl*, Das Liquiditätsrisiko in Banken – Ansätze zur Messung und ertragsorientierten Steuerung, 2008.

¹⁵¹ Eingehend zur Steuerung von Liquiditätsrisiken aus bankbetrieblicher Sicht *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 521 ff.; *Schierenbeck/Pohl*, in: Festschrift Rudolph (Fn. 122), S. 511, 517 ff.

¹⁵² *Drukarczyk* (Fn. 11), S. 108; *Volkart* (Fn. 34), S. 1013.

Nach § 11 Abs. 1 Satz 1 KWG müssen Kreditinstitute „ihre Mittel so anlegen, daß jederzeit eine ausreichende Zahlungsbereitschaft (Liquidität) gewährleistet ist.“

Die näheren Anforderungen an die ausreichende Liquidität der Kreditinstitute finden sich in der „Verordnung über die Liquidität der Institute (Liquiditätsverordnung – LiqV)“ vom 14. 12. 2006.¹⁵³ Nach dieser Verordnung ist u. a. eine Liquiditätskennzahl (Ein-Monats-Kennzahl) zu ermitteln und der Aufsicht monatlich mitzuteilen. Sie bildet den Quotienten zwischen den täglich bis zu einem Monat verfügbaren Zahlungsmitteln (im Zähler) und den während dieses Zeitraums abrufbaren Zahlungsverpflichtungen (im Nenner) und darf den Wert von 1 nicht unterschreiten (§ 2 LiqV). Dabei sind als „abrufbare Zahlungsverpflichtungen“ aber nicht sämtliche in diesem Zeitraum fälligen Verbindlichkeiten anzusetzen. Vielmehr wird trotz Tagesfälligkeit von Sichteinlagen usw. unterstellt, daß diese Mittel nicht koordiniert abgerufen werden, sondern mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit beim Kreditinstitut verbleiben („Bodensatztheorie“¹⁵⁴). Die täglich fälligen Verbindlichkeiten gegenüber Kunden z. B. gehen daher nur mit 10% in die Berechnung der Liquiditätskennzahl ein (§ 4 Abs. 1 Nr. 2 LiqV). Außerdem wird berücksichtigt, daß marktgängige Aktiva auch vor Ende ihrer Laufzeit liquidiert werden und so Zahlungsmittelabflüsse ausgleichen können („Shiftability-Theorie“¹⁵⁵). Mit Hilfe dieses Ansatzes soll erreicht werden, daß ein bestimmter Prozentsatz der kurzfristig fälligen Verbindlichkeiten durch liquide und kurzfristig liquidierbare Mittel gedeckt ist. Umgekehrt wird die Bindung der Finanzmittel eines Kreditinstituts in illiquiden Aktiva durch einen festgelegten Prozentsatz der kurzfristig fälligen Verbindlichkeiten des Kreditinstituts beschränkt.

Daneben haben Kreditinstitute die Vorschriften des § 25a KWG sowie der MaRisk(BA)¹⁵⁶ zum Management von Liquiditätsrisiken (insbesondere BTR 3 MaRisk(BA)¹⁵⁷) zu beachten.

¹⁵³ BGBl. I S. 3117. Darstellung und Würdigung etwa bei *Schierenbeck/Lister/Kirmße* (Fn. 22), S. 122 ff.; *Pohl* (Fn. 150), S. 58 ff.; zu den in der Finanzmarktkrise offenbar gewordenen Defiziten des Regulierungsrahmens für das Liquiditätsrisikomanagement der Banken *Rudolph zfbf* 60 (2008), 713, 734 ff.; s. dazu jetzt auch Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring. Consultative Document, Dez. 2009.

¹⁵⁴ Entwickelt von *Adolph Wagner*, Beiträge zur Lehre von den Banken, 1857, S. 166 f.

¹⁵⁵ Dazu etwa *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, 5. Auflage 2010, S. 470 ff.; vgl. auch bereits *Karl Knies*, Geld und Credit, Zweiter Band, Zweite Hälfte (Der Credit), 1879, S. 242.

¹⁵⁶ S. dazu oben II. 2. d).

¹⁵⁷ Dazu *Hannemann/Schneider/Hanenberg* (Fn. 30), S. 597 ff.

b) Aktienrecht

Für das Aktienrecht empfiehlt sich, ebenso wie bereits oben (IV.) im Abschnitt über die Abwehr der Überschuldung, auch hier zwischen (a) den organisatorischen Pflichten des Vorstands und (b) seinen Pflichten bei bestandsgefährdenden Entwicklungen und der Übernahme existenzbedrohender Risiken zu unterscheiden.

(a) Die organisatorischen Pflichten formuliert § 91 Abs. 2 AktG. Danach hat der Vorstand „geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“ Zu diesen den Fortbestand der Gesellschaft gefährdenden Entwicklungen rechnen auch Vorgänge, die die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft in Frage stellen.¹⁵⁸ Um solche Entwicklungen frühzeitig erkennen und ihnen möglichst gegensteuern zu können, genügt kein bloßer aktueller Liquiditätsstatus, sondern muß der Vorstand für einen geeigneten künftigen Zeitraum einen Liquiditätsplan erstellen, in dem die erwarteten Mittelzuflüsse den erwarteten Mittelabflüssen gegenübergestellt werden.¹⁵⁹ Dieser muß ermöglichen zu beurteilen, ob die Gesellschaft jederzeit in der Lage ist, einen erwarteten Liquiditätsbedarf zu decken.¹⁶⁰ Dabei ist – immer mit der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters – insbesondere auf den Liquiditätsgrad der Gegenstände des Aktivvermögens und eine ausreichende Liquiditätsreserve zu achten, und der dauerhafte Zugang zu den für die Gesellschaft maßgeblichen Refinanzierungsquellen zu hinterfragen.

(b) Zeichnet sich eine Liquiditätsgefährdung ab, dann muß unverzüglich der Vorstand hiervon in Kenntnis gesetzt werden. Dieser muß dann bestandssichernde Maßnahmen in Betracht ziehen.

Als „Liquiditätsgefährdung“ kann eine Entwicklung oder Lage der Gesellschaft bezeichnet werden, in der die Möglichkeit der Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit naheliegt, anders formuliert, wenn der Eintritt der

¹⁵⁸ S. bereits oben Text zu Fn. 127.

¹⁵⁹ Und zwar in dokumentierter Form, damit der Abschlußprüfer seinen Prüf- und Berichtspflichten gemäß §§ 317 Abs. 4, 321 Abs. 4 HGB sowie gemäß § 317 Abs. 2 Satz 2 HGB nachkommen kann; vgl. auch IDW PS 340 (Fn. 4), sub 3.6. Allerdings sind die Vorgaben des IDW PS 340 inhaltlich nicht explizit auf die Steuerung von eigenkapitalwirksamen Ausfallrisiken einerseits und Liquiditätsrisiken andererseits ausgerichtet. Das sollte bei einer Überarbeitung dieses Standards korrigiert werden. – Der gemäß § 91 Abs. 2 AktG aufzustellende Liquiditätsplan ist von dem Finanzstatus und dem Finanzplan zur Feststellung einer Zahlungsunfähigkeit bzw. einer drohenden Zahlungsunfähigkeit im Sinne der §§ 17, 18 InsO zu unterscheiden; zu letzteren IDW PS 800 (Fn. 142).

¹⁶⁰ *Hennrichs Der Konzern* 2008, 42, 44 ff. m. Nachweisen.

Zahlungsunfähigkeit in absehbarer Zukunft eher wahrscheinlich als unwahrscheinlich ist, falls die nachteilige Entwicklung nicht aufgehalten wird.¹⁶¹

Ist die Liquiditätsgefährdung dem Vorstand bekannt, muß er bei der Übernahme weiterer Zahlungspflichten oder der Planung weiterer Ausgaben, z. B. im Rahmen einer Investitionsentscheidung, im Hinblick auf die Bestandsgefährdung der Gesellschaft gesondert und sorgfältig prüfen, ob diese weitere Liquiditätsbelastung noch tolerierbar ist. Auch sich bei isolierter Betrachtung „lohnende“ Projekte dürfen nicht um den Preis der Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft unternommen werden, d. h. wenn es nach der eigenen Einschätzung des Vorstands wahrscheinlich ist, oder er es bei sorgfältiger Prüfung für wahrscheinlich halten muß, daß dadurch die Zahlungsunfähigkeit ausgelöst wird, es sei denn, daß jede andere Alternative mit der gleichen oder höherer Wahrscheinlichkeit gleichfalls die Insolvenz auslösen und voraussichtlich zu größeren Schäden für die Gläubiger der Gesellschaft führen würde.

Zur Abwehr der Zahlungsunfähigkeit müssen sämtliche Auszahlungs- und Einzahlungspositionen, auf die das Unternehmen selbst Einfluß hat, überprüft und gegebenenfalls vermindert oder ganz gestrichen bzw. in Anspruch genommen werden. Das scheidet zwar im Bereich der fälligen und zwingend zu tilgenden Verbindlichkeiten aus, wenn keine Stundung oder Prolongation vereinbart werden kann, kommt aber z. B. bei Ausgaben für nicht betriebsnotwendige Investitionen, bei Kapitalaufnahmeentscheidungen usw. in Betracht. Liquidierbare Positionen müssen, falls erforderlich, in liquide Mittel überführt werden. Anlageentscheidungen sind in dieser Lage der Gesellschaft nicht unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität, sondern vorrangig unter dem der Liquidität zu treffen. Zahlungen an die Aktionäre, z. B. Dividendenausschüttungen, müssen unterbleiben (vgl. § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG).

Andere Fragen stellen sich, wenn eine Liquiditätsgefährdung der Gesellschaft bisher nicht besteht oder nicht erkennbar ist, und der Vorstand ein „potentiell insolvenzauslösendes“ Risiko übernimmt. In solchen Fällen ist danach zu unterscheiden, ob bei sorgfältiger Beurteilung ex ante die Risikotragfähigkeit der Gesellschaft anzunehmen war oder nicht. Wegen der Einzelheiten und wegen der Außenhaftung von Vorstandsmitgliedern bei bewußter oder bedenkenloser Gläubigergefährdung kann auf die Ausführungen oben unter IV. 3. b) - d) verwiesen werden.

¹⁶¹ Eingehender dazu Text zu Fn. 131.

c) Fristenkongruente Finanzierung („Goldene Finanzierungsregel“)?

Die Aufarbeitung der aktuellen Finanzmarktkrise hat Lücken im Liquiditätsmanagement der Kreditinstitute (und im Regulierungsrahmen hierfür) aufgedeckt;¹⁶² in der juristischen Literatur hat man in diesem Zusammenhang auf allgemeine Regeln ordnungsgemäßer Finanzierung hingewiesen und moniert, daß gegen die „Goldene Bankregel“ verstoßen worden sei.¹⁶³ Die „Goldene Bankregel“¹⁶⁴ oder, in ihrer allgemeineren Formulierung, die „Goldene Finanzierungsregel“ besagt, daß die Dauer der Kapitalüberlassung, der Refinanzierungsmittel, und die Dauer der Kapitalbindung in Aktiva zeitlich übereinstimmen sollen.

Insoweit ist aber Vorsicht geboten. Für den Bankbereich wird der „Goldenen Bankregel“ heute keine Bedeutung mehr beigelegt, weil sie die wirtschaftliche Aufgabe der Fristentransformation durch Banken negiere;¹⁶⁵ sie liegt daher auch nicht dem heutigen Regulierungskonzept zugrunde.¹⁶⁶ Was Unternehmen außerhalb des Finanzdienstleistungssektors betrifft, wäre ein Gebot fristenkongruenter Finanzierung einerseits keineswegs hinreichend für die Erhaltung der Liquidität. Denn die vorhandenen liquiden Mittel und die durch Veräußerung von Aktiva erzielbaren Erlöse stehen nicht zur Tilgung von Verbindlichkeiten zur Verfügung, wenn sie z. B. für die Neubeschaffung notwendigen Betriebsvermögens benötigt werden. Andererseits braucht die Liquidität auch bei Verletzung der Fristenkongruenzregel nicht gefährdet zu sein, wenn es gelingt, Rückzahlungsverpflichtungen durch Neuaufnahme von Kapital zu decken.¹⁶⁷

Die Goldene Finanzierungsregel wird daher eher als Faustregel für Analysen durch außenstehende Dritte, denen nur eingeschränkte Informationsmittel, z. B. eine Bilanz, zur Verfügung stehen, denn als Vorgabe oder gar Pflicht zur ordnungsgemäßen Steuerung von Liquiditätsrisiken aufgefaßt.¹⁶⁸ Auch insoweit, als Analyseansatz, ist sie aber kaum brauchbar.¹⁶⁹ Denn die Bilanz ist rückwärtsgerichtet; aus ihr ergeben sich weder die Fälligkeiten der

¹⁶² Dazu m. w. Nachweisen etwa *Rudolph* zfbf 60 (2008), 713, 735 ff.

¹⁶³ *Peltzer* Der Aufsichtsrat 2009, 65; s. a. *Lutter* ZIP 2009, 197, 199 li. Sp., dieser allerdings mit dem einschränkenden Zusatz, daß langfristige Engagements nicht kurzfristig refinanziert werden dürften, es sei denn „aufgrund einer sorgfältigen und überschaubaren Liquiditätsplanung und Liquiditätskontrolle“.

¹⁶⁴ Entwickelt von *Otto Hübner*, *Die Banken*, Bd. I, 1854, S. 28.

¹⁶⁵ S. nur *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (Fn. 155), S. 469.

¹⁶⁶ Dazu bereits oben V. 4. a); Kritik hieran bei *Siekmann* *Die Verwaltung* Bd. 43, 2010, 95, 113.

¹⁶⁷ S. nur *Franke/Hax* (Fn. 36), S. 117.

¹⁶⁸ S. *Perridon/Steiner/Rathgeber* (Fn. 37), S. 569 ff.

¹⁶⁹ *Franke/Hax* (Fn. 36), S. 130 f.

Verbindlichkeiten¹⁷⁰ noch außerbilanzielle Zahlungsverpflichtungen noch die bei Veräußerung der Aktiva zu erzielenden Erlöse oder die künftigen Umsatzerlöse.¹⁷¹

VI. Delegation risikobehafteter Entscheidungen und Risikomanagement

1. Allgemeines

Für die bisherigen Überlegungen ist der einfacheren Darstellung halber unterstellt worden, daß der Vorstand eine risikobehaftete (Investitions-) Entscheidung selbst trifft.¹⁷² Im Folgenden soll der Blickwinkel erweitert und auf die Besonderheiten hingewiesen werden, die sich daraus ergeben, daß in einer arbeitsteiligen Organisation die hier interessierenden risikobehafteten Entscheidungen in der Regel weitgehend delegiert, also nicht vom Vorstand selbst getroffen werden, sofern es sich nicht um wesentliche Geschäfte handelt. Den Anforderungen, die bei unternehmerischen Entscheidungen des Vorstands aus rechtlicher Sicht an die Übernahme von „einzelprojektbezogenen“ Risiken zu stellen sind,¹⁷³ ist auch bei Delegation solcher Entscheidungen durch angemessene und geeignete Vorkehrungen Geltung zu verschaffen (dazu im Folgenden 2.). Die Organisations- und Residualpflichten des Vorstands, die bei Delegation von Aufgaben zu beachten sind, fußen auf den §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG. Man kann nun diese Pflichten zwar, da sie den sorgfältigen Umgang mit Risiken betreffen, auch als Pflichten zu einem ordnungsgemäßen Risikomanagement bezeichnen.¹⁷⁴ Hinsichtlich ihrer Grundlage, ihres Inhalts und ihrer Folgen müssen sie allerdings deutlich von der Pflicht zur Einrichtung eines Früherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG, das auf das Erkennen *bestandgefährdender* Entwicklungen abzielt, also eine ganz andere Zielsetzung besitzt, unterschieden werden.

Freilich sind beide Ebenen miteinander verzahnt; man kann deshalb auch von einem „integrierten Risikomanagement“ (vgl. unten 3. b)) sprechen. Denn einerseits gehört zu den Nebenbedingungen oder zu dem Rahmen, innerhalb dessen sich Investitionsentscheidungen halten müssen, die gebotene Rücksichtnahme auf die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger der

¹⁷⁰ Drukarczyk (Fn. 11), S. 43 ff.

¹⁷¹ Perridon/Steiner/Rathgeber (Fn. 37), S. 570; Franke/Hax (Fn. 36), S. 131.

¹⁷² Vgl. oben III. (vor III. 1.).

¹⁷³ Dazu oben III.

¹⁷⁴ Zu den in der Literatur anzutreffenden verschiedenen Interpretationen der Begriffe „Risikomanagement“ und „Risikocontrolling“ Dreher, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 161, 162 ff.; aus der betriebswirtschaftlichen Literatur Ballwieser, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Auflage 2009, S. 447 ff.; je m. weiteren Nachweisen.

Gesellschaft; der Vorstand darf nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen begründen oder verstärken.¹⁷⁵ Das muß dann auch für risikobehaftete, unternehmerische Entscheidungen gelten, die auf Ebenen unterhalb des Vorstands delegiert worden sind und dort getroffen werden. Die Beachtung des erwähnten Rahmens setzt voraus, daß ein entsprechendes Früherkennungssystem (§ 91 Abs. 2 AktG) besteht, das es ermöglicht, diesen Rahmen auch zu beachten. Andererseits gehen die Daten aus unternehmerischen Einzelentscheidungen in das Früherkennungssystem ein. Z. B. wird eine künftige Liquiditätsbelastung aus einer Investitionsentscheidung in den gemäß § 91 Abs. 2 AktG anzulegenden Liquiditätsplan¹⁷⁶ aufzunehmen sein. Diese Verknüpfung, die Zielsetzung des Früherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG und seine Komponenten sind unten unter 3. näher zu beleuchten.

2. Vorstandspflichten bei Delegation risikobehafteter Entscheidungen

Anders als die nicht delegierbaren Leitungsaufgaben können sonstige Maßnahmen der Geschäftsführung¹⁷⁷ und damit auch risikobehaftete Investitions- und Anlageentscheidungen auf Ebenen unterhalb des Vorstands delegiert werden.¹⁷⁸ Die Delegation solcher Aufgaben wirft zwei Fragen auf: Die Frage nach den Pflichten der Mitarbeiter, des *risk taking staff*, und die Frage nach den Residualpflichten des Vorstands.

a) Keine Änderung des allgemeinen Pflichtenrahmens durch Delegation

Was unternehmerische, risikobehaftete Entscheidungen durch Mitarbeiter betrifft, so gelten für sie, wenn detailliertere Weisungen fehlen, derselbe Rahmen und dieselben Pflichtinhalte, wie sie oben für den Vorstand dargestellt worden sind. Insbesondere ist der Unternehmensgegenstand und damit das grundsätzlich bestehende Verbot des „Spekulierens“ in dem oben geschilderten Sinne zu beachten.¹⁷⁹ Potentiell insolvenzauslösende Risiken dürfen grundsätzlich nicht übernommen werden.¹⁸⁰ Zeigt sich eine bestandsgefährdende Entwicklung, muß unverzüglich der Vorstand informiert werden, dem die

¹⁷⁵ Eingehend dazu oben IV. 3.; V. 4.

¹⁷⁶ S. oben V. 4. b).

¹⁷⁷ Zur Abgrenzung der Leitungsaufgaben von sonstigen Geschäftsführungsmaßnahmen Hüffer (Fn. 1), § 76 Rz. 7 ff. m. Nachweisen.

¹⁷⁸ Die besonderen Rechtsfragen der Übertragung auf Tochtergesellschaften im Konzern und auf außenstehende Dritte („Outsourcing“) werden im Folgenden ausgeblendet.

¹⁷⁹ Oben III. 1.

¹⁸⁰ Oben III. 3. b) und IV. 3. b).

weiteren Entscheidungen, soweit sie nicht unaufschiebbar sind, überlassen werden müssen.¹⁸¹

Innerhalb dieses äußeren Rahmens sind auch die Mitarbeiter auf das Ziel der Unternehmenswertsteigerung verpflichtet.¹⁸² Die Antwort auf die Frage, ob die mit einer unternehmerischen Entscheidung verbundene Unsicherheit der erwarteten Erträge in Kauf genommen werden darf, setzt eine angemessene Information der entscheidenden Personen hierüber, d. h. je nach den Umständen auch den Einsatz geeigneter und angemessener Methoden voraus, die eine rationale, nachvollziehbare Einschätzung der Chancen und Risiken einer Investitions- oder Anlageentscheidung ermöglichen.¹⁸³ Entsprechendes gilt für allfällige Maßnahmen der Risikominderung und -vorsorge.¹⁸⁴

b) Nicht delegierbare Geschäfte und Residualpflichten des Vorstands

Der Vorstand darf Entscheidungen, die für die Gesellschaft von maßgeblicher Bedeutung sein können, nicht delegieren. Außerdem verbleiben trotz Delegation „Residualpflichten“, deren sich der Vorstand nicht entledigen kann.

(a) Nicht übertragbare Geschäfte und Maßnahmen können sich aus der Geschäftsordnung des Vorstands (vgl. § 77 Abs. 2 AktG) ergeben. Auch ohne eine solche Bestimmung der Geschäftsordnung darf der Vorstand Entscheidungen, die für die Gesellschaft von maßgeblicher Bedeutung sind oder absehbar eine solche Bedeutung erlangen können, nicht delegieren. Zum Teil wird in der Literatur, um solche Geschäfte genauer zu erfassen und von den delegierbaren Entscheidungen abzugrenzen, auf die berichtspflichtigen Geschäfte des § 90 Abs. 1 Nr. 4 AktG abgestellt,¹⁸⁵ zum Teil wird auf den Begriff der außergewöhnlichen Geschäfte im Sinne des § 116 HGB verwiesen.¹⁸⁶ Jedenfalls sind Maßnahmen, die nach der Satzung oder der Bestimmung des Aufsichtsrats nur mit dessen Zustimmung vorgenommen werden dürfen (vgl. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG), vom Vorstand selbst zu beschließen.¹⁸⁷ Hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend

¹⁸¹ Dazu oben IV. 3. b).

¹⁸² Dazu oben III. 2. b).

¹⁸³ Vgl. oben III. 2. c).

¹⁸⁴ Vgl. oben III. 3. a).

¹⁸⁵ *Martens*, in: Festschrift Fleck, 1988, S. 191, 197 f.; *Wettich*, Vorstandsorganisation in der Aktiengesellschaft, 2008, S. 62 ff.

¹⁸⁶ *Dose*, Die Rechtsstellung der Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft, 3. Auflage 1975, S. 41; zustimmend *Fleischer*, in: Spindler/Stiltz (Hrsg.), AktG, Band I, 2007, § 76 Rz. 18, vgl. auch *Lawall*, Die virtuelle Holding nach deutschem Aktienrecht, 2006, S. 155 ff.

¹⁸⁷ *Martens* (Fn. 185), S. 197 f. m. weiteren Nachweisen.

verändern.¹⁸⁸ In der Sache ähnlich, allerdings mit ausdrücklichem Bezug auf risikobezogene Entscheidungen, hatte die Regierungskommission Corporate Governance vorgeschlagen, dazu solche in der Gesellschaft oder in abhängigen Unternehmen getroffenen Entscheidungen oder Maßnahmen zu zählen, „die die Ertragsaussichten der Gesellschaft oder ihre Risikoexposition grundlegend verändern.“¹⁸⁹

(b) Überträgt der Vorstand unternehmerische, risikobehaftete Entscheidungen auf Mitarbeiter unterhalb der Vorstandsebene, so verbleiben ihm dennoch gewisse „Residualpflichten“. Residualpflichten sind dadurch gekennzeichnet, daß sich der Vorstand ihrer nicht durch Delegation entledigen kann. Ihre tatsächliche Erfüllung kann zwar Mitarbeitern oder Dritten überlassen werden; der Vorstand bleibt aber gleichwohl für die ordnungsgemäße Erfüllung verantwortlich und muß daher ihre Vornahme selbst anordnen und ihre Erfüllung selbst überprüfen.

Zu diesen Residualpflichten, deren sich der Vorstand nicht durch Delegation entledigen kann, gehört im vorliegenden Zusammenhang zunächst einmal, für eine klare Zuweisung von Aufgaben und Abgrenzung von Verantwortungsbereichen zu sorgen. Ferner gehört dazu die deutliche und konkrete Information der betreffenden Mitarbeiter über die dem Vorstand vorbehaltenen Geschäfte und Entscheidungen sowie über den von den betreffenden Mitarbeitern zu beachtenden Pflichtenrahmen im Sinne der Ausführungen oben unter a).

Darüber hinausgehend kann die Sorgfaltspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 AktG) diesem je nach den jeweiligen Gegebenheiten weitere Maßnahmen gebieten. Dazu kann gehören, für bestimmte bedeutsame Geschäfte bereits selbst *Methoden der Identifizierung, Messung und Bewertung* der damit verbundenen Risiken vorzugeben.¹⁹⁰ Dazu können ferner Richtlinien darüber gehören, wie Risiken zu *begrenzen* sind (Beispiele: betragsmäßige Beschränkung von Geschäften mit einer einzelnen Vertragspartei; Vorgabe von Budgets oder Limiten für einzelne Abteilungen oder Personen oder für bestimmte Geschäfte; Aufteilung von Entscheidungskompetenzen auf mehrere unabhängig voneinander entscheidende Personen oder umgekehrt Erfordernis der Entscheidung bestimmter Fragen durch mehrere Personen). Ferner können

¹⁸⁸ Ziff. 3. 3 Deutscher Corporate Governance Kodex; vgl. auch *Götz NZG* 2002, 599, 602 f.

¹⁸⁹ Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drucks. 14/7515, S. 39 (Abdruck bei Baums [Hrsg.], Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz. 35); ähnlich *Kort*, in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Aktiengesetz, Großkommentar, Dritter Band, 4. Auflage, 19. Lieferung 2003, § 76 Rz. 36.

¹⁹⁰ Dazu oben II. 3. a.); III. 2. c).

Regeln zur *Risikodiversifikation*, zum *Risikotransfer* (z. B. Versicherungsschutz) oder zur anderweitigen *Risikovorsorge* angezeigt sein.¹⁹¹

Eine weitere Pflicht des Vorstands besteht in der Überprüfung, ob die erwähnten Vorgaben (noch) adäquat sind und eingehalten werden. Diese Kontrolle kann einer unabhängig von den operativen Entscheidungsträgern arbeitenden internen Revision übertragen werden, die dem Vorstand zu berichten hat.

3. Das Früherkennungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG

a) Aufgabe und Ziel

Die Aufgabe und das Ziel des Früherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG sind bereits an verschiedenen Stellen dieser Studie berührt worden.¹⁹² Die Aufgabe des Früherkennungssystems wird von § 91 Abs. 2 AktG selbst benannt, nämlich zu ermöglichen, daß „den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“ Das Früherkennungssystem muß demnach darauf ausgerichtet sein, daß bestandsgefährdende Vorgänge, die eine Gefahr für den Fortbestand der Gesellschaft, also für die Vermögensdeckung aller Verbindlichkeiten (Gefahr der Überschuldung) oder für die Zahlungsfähigkeit (Gefahr der Illiquidität) darstellen, rechtzeitig erkannt werden können.¹⁹³ Dagegen fordert § 91 Abs. 2 AktG nicht das Erstellen eines periodischen und anlaßbezogenen Risikostatus nach dem Vorbild des Bankaufsichtsrechts, also eine systematische Erfassung und Quantifizierung aller wesentlichen Ausfall- und Liquiditätsrisiken eines Unternehmens oder Konzerns mittels hierfür geeigneter Verfahren und Meßmethoden einschließlich einer darauf abgestützten Prüfung der Risikotragfähigkeit.¹⁹⁴ Ein solches umfassendes Risikoerfassungs- und -meßsystem mag zwar den Anforderungen des § 91 Abs. 2 AktG genügen, wird von dieser Vorschrift aber nicht gefordert.

Ziel des Früherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG ist es, dem Vorstand zu ermöglichen, rechtzeitig Maßnahmen zur Abwehr der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft ergreifen zu können. Hierzu, zu diesen Maßnahmen der Insolvenzvermeidung, gehört auch die Berücksichtigung einer sich abzeichnenden Bestandsgefährdung der Gesellschaft bei den – in dieser Studie im Vordergrund des Interesses stehenden – risikobehafteten Investitions- und Anlageentscheidungen der Gesellschaft.¹⁹⁵

¹⁹¹ Dazu oben III. 3. a).

¹⁹² Oben IV. 3. a); V. 4. b); VI. 1.

¹⁹³ Vgl. oben Fn. 127 und dazu gehörenden Text.

¹⁹⁴ Vgl. oben IV. 3. a); V. 4 b).

¹⁹⁵ Zu Investitionsentscheidungen bei Gefahr der Überschuldung oben IV. 3. b); bei Gefahr der Illiquidität oben V. 4. b).

b) „Integriertes Risikomanagement“

Bei der Einrichtung eines Früherkennungssystems im Sinne von § 91 Abs. 2 AktG handelt es sich, ähnlich wie bei der Buchführung und der externen Rechnungslegung, um eine selbständige, von der planenden und operativen Tätigkeit zu unterscheidende Funktion. Die planende und operative Tätigkeit ist am Zweck der Gewinnerzielung oder Unternehmenswertsteigerung in dem dafür vorgegebenen Rahmen ausgerichtet; sie ist primär *renditeorientiert*.¹⁹⁶ Die dem Früherkennungssystem gestellte Aufgabe ist dagegen, den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen, d. h. die Gefahr einer Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit, möglichst früh aufzudecken; das Früherkennungssystem ist *bestandsorientiert*.

Gleichwohl sind die planende und operative Tätigkeit einerseits und das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG andererseits auf mehrfache Weise mit einander verknüpft, wie bereits eingangs (oben unter 1.) angedeutet wurde. Zu dem äußeren Rahmen, den Vorstand und Mitarbeiter der Gesellschaft bei risikobehafteten Entscheidungen zu beachten haben, gehört die gebotene Rücksichtnahme auf die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger der Gesellschaft. Vorstand und Aufsichtsrat dürfen nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen in Gang setzen oder verstärken, auch dann nicht, wenn die Risikoübernahme sich für die Eigenkapitalgeber „lohnt“.¹⁹⁷ Die Einrichtung eines funktionierenden Früherkennungssystems hat die Aufgabe, die Erfüllung dieser Pflicht zu ermöglichen und zu sichern. Bei risikobehafteten Entscheidungen sind daher die Erkenntnisse aus dem Früherkennungssystem heranzuziehen und gegebenenfalls zu berücksichtigen.

Umgekehrt muß, damit ein Früherkennungssystem im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG seine Aufgaben erfüllen kann, sichergestellt werden, daß die Daten aus unternehmerischen Einzelentscheidungen in das Früherkennungssystem eingehen. So werden etwa aus Investitionsentscheidungen resultierende künftige Liquiditätsbelastungen in den gemäß § 91 Abs. 2 AktG anzulegenden Liquiditätsplan¹⁹⁸ aufzunehmen sein.

c) Elemente eines Früherkennungssystems

Das gemäß § 91 Abs. 2 AktG einzurichtende Früherkennungssystem muß geeignet sein, bestandsgefährdende Entwicklungen so frühzeitig zu erfassen und die Information hierüber dem Vorstand zukommen zu lassen, daß dieser

¹⁹⁶ Vgl. oben III. 1.; III. 2. a).

¹⁹⁷ Oben III. 1. (b); IV.; V.; VI. 2. a).

¹⁹⁸ Dazu oben IV. 3.; V. 4.

rechtzeitig in angemessener Weise reagieren und, wenn möglich, die Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit abwenden kann.

(a) Eine erste Komponente jedes Früherkennungssystems besteht damit darin, die *Identifikation* solcher Ausfall- und Liquiditätsrisiken zu leisten, die den Bestand der Gesellschaft gefährden können. Außer einer bloßen Aufdeckung von wesentlichen Risiken („Risikoinventur“) fordert § 91 Abs. 2 AktG also an sich auch deren *Analyse und Bewertung* in Hinsicht auf ihr Potential zu einer Bestandsgefährdung. Wegen der damit verbundenen theoretischen¹⁹⁹ und praktischen Probleme kann natürlich in einem ersten Schritt eine umfassendere Erfassung sämtlicher wesentlicher Risiken erfolgen,²⁰⁰ die dann in einem weiteren Schritt, gegebenenfalls durch den Vorstand selbst, auf ihre Bestandsgefährdung hin zu gewichten sind. Selten vorkommende und zugleich nicht vermeidbare Risiken, wie z. B. der Absturz eines Flugzeuges auf die Fabrik, rechnen aber nicht zu den bestandsgefährdenden „Entwicklungen“ im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG.²⁰¹ Der Bestand der Gesellschaft ist gefährdet, wenn die Möglichkeit der Insolvenz nahe liegt, anders formuliert, wenn der Eintritt der Insolvenz wegen Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit in absehbarer Zeit eher wahrscheinlich als unwahrscheinlich ist, falls die nachteilige Entwicklung nicht aufgehalten wird.²⁰²

Was die Bestandsgefährdung durch *Illiquidität* betrifft, so muß für einen geeigneten künftigen Zeitraum ein Liquiditätsplan erstellt werden, in dem die erwarteten Mittelzuflüsse den erwarteten Mittelabflüssen gegenübergestellt werden.²⁰³ Dieser gemäß § 91 Abs. 2 AktG zu fordernde Plan muß ermöglichen zu beurteilen, ob die Gesellschaft jederzeit in der Lage ist, einen erwarteten Liquiditätsbedarf zu decken.²⁰⁴

Was Risiken betrifft, die sich bei Eintritt *nachteilig auf die Ertrags- oder Vermögenslage der Gesellschaft* und damit *eigenkapitalmindernd* auswirken würden, so muß das Früherkennungssystem, wie angedeutet, keineswegs sämtliche denkbaren Einzelrisiken erfassen.²⁰⁵ § 91 Abs. 2 AktG ist keine Pflicht zur Erfassung oder gar zum umfassenden Management aller Risiken zu

¹⁹⁹ Dazu *Ballwieser* (Fn. 174) S. 451.

²⁰⁰ *Hefermehl/Spindler* (Fn. 70), § 91 Rz. 23.

²⁰¹ Vgl. oben Text zu Fn. 128.

²⁰² Vgl. Text zu Fn. 130 und zu Fn. 160.

²⁰³ Vgl. Fn. 158 und den dazu gehörenden Text. - Der IDW-Prüfungsstandard PS 340 (Fn. 4) geht allerdings nicht explizit auf diesen wesentlichen Bestandteil jedes Früherkennungssystems ein.

²⁰⁴ Vgl. Fn. 159 und den dazu gehörenden Text.

²⁰⁵ Mißverständlich daher insofern die Bezeichnung des IDW-Prüfungsstandards 340 (Fn. 4) als „Prüfung des *Risikofrüherkennungssystems* nach § 317 Abs. 4 HGB“.

entnehmen.²⁰⁶ Sondern es geht, neben der Erfassung von *Liquiditätsrisiken*, um die Identifikation bestandsgefährdender *Ausfallrisiken* (strategische und operationelle Ausfallrisiken; leistungs- und finanzwirtschaftliche einschließlich externer Ausfallrisiken²⁰⁷), d. h. solcher Risiken, die im Fall ihres Eintritts absehbar allein oder zusammengenommen die Vermögensdeckung der Verbindlichkeiten der Gesellschaft in Frage stellen würden. Dazu können auch Ausfallrisiken gehören, die für sich genommen nicht wesentlich sind, aber aufgrund ihrer Aggregation oder Konzentration den Bestand der Gesellschaft gefährden. Risiken in verbundenen Unternehmen müssen gegebenenfalls berücksichtigt werden, soweit sie für die betreffende Gesellschaft zu einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ beitragen und die Gesellschaft über diese Informationen verfügt bzw. sie erlangen kann.²⁰⁸ Eine Quantifizierung und Stresstests wie im Bankaufsichtsrecht²⁰⁹ werden dagegen von § 91 Abs. 2 AktG, der bewußt nur ein Minimalprogramm aufstellt,²¹⁰ nicht gefordert.

(b) § 91 Abs. 2 AktG gebietet desweiteren, daß dafür Sorge getragen wird, daß die Information über bestandsgefährdende Entwicklungen rechtzeitig an den Vorstand gelangt. Zeichnet sich z. B. eine Liquiditätsgefährdung²¹¹ ab, muß unverzüglich der Vorstand hiervon in Kenntnis gesetzt werden.

(c) Dies alles, sowohl die Vorgaben für das Früherkennungssystem als auch die Erkenntnisse aus diesem System, muß in dokumentierter Form erfaßt und

²⁰⁶ Hüffer (Fn. 1), § 91 Rz. 9; Kort, in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Aktiengesetz, Großkommentar, Dritter Band, 4. Auflage, 26. Lieferung 2006, § 91 Rz. 55 ff.; Mertens/Cahn (Fn. 127) § 91 Rz. 20; zuletzt Kort ZGR 2010, 440 ff.; Dreher ZGR 2010, 496, 530 ff.; je mit weiteren Nachweisen. Richtig ist nur, daß sich – jenseits der Pflicht des § 91 Abs. 2 AktG – Pflichten zu einem „Risikomanagement“ auch aus den §§ 76, 93 Abs. 1 AktG ergeben, etwa die Pflichten bei Delegation risikobehafteter (Investitions)-Entscheidungen (dazu oben 2.). Hinzu treten weitere in dieser Studie ausgeblendete Pflichten zu einem ordnungsgemäßen „Risikomanagement“, z. B. Organisationspflichten zur Vermeidung von Rechtsverstößen („Compliance“; vgl. oben II. 2. a); Pflichten beim Umgang mit technischen Risiken, z. B. durch Vorgabe eines „Pflichtenhefts“, u. a. m.

²⁰⁷ Vgl. dazu und der abweichenden Kategorisierung im Bankaufsichtsrecht Ballwieser (Fn. 174), S. 450.

²⁰⁸ Ebenso etwa Fleischer (Fn. 186), § 91 Rz. 40; Kort (Fn. 206), § 91 Rz. 40; Krieger/Sailer (Fn. 80), § 91 Rz. 10; Mertens/Cahn (Fn. 127), § 91 Rz. 18; je m. Nachweisen. Zu der weiteren und umstrittenen Frage, ob der Vorstand der Konzernobergesellschaft verpflichtet ist, Maßnahmen zur Beseitigung einer bestandsgefährdenden Entwicklung oder Lage in allen Gesellschaften des Konzerns zu ergreifen und zu diesem Zweck ein konzernbezogenes Früherkennungssystem einzurichten, Spindler (Fn. 127), S. 985, 994 f.; Hüffer (Fn. 1), § 91 Rz. 6; Kort a. a. O., Rz. 41; je m. weiteren Nachweisen.

²⁰⁹ Vgl. MaRisk (BA) (Fn. 6) AT 4.1 und 4.3.2.

²¹⁰ Vgl. Text zu Fn. 125.

²¹¹ Dazu oben Text zu Fn. 160.

niedergelegt werden.²¹² Für börsennotierte Gesellschaften ergibt sich dies auch aus der Prüfungs- und Berichtspflicht des Abschlußprüfers gemäß §§ 317 Abs. 4, 321 Abs. 4 HGB.²¹³

(d) Die Beachtung des § 91 Abs. 2 AktG erfordert nicht nur, daß der Vorstand dafür Sorge trägt, daß ein funktionierendes Früherkennungssystem, das den dargestellten Anforderungen entspricht, eingerichtet wird, sondern auch, daß die für die laufende Tätigkeit erforderlichen Mittel bereitgestellt, und daß entweder geeignetes Personal des Unternehmens oder externe Dienstleister mit dieser Aufgabe betraut werden. Das umfaßt eine klare Zuweisung von Zuständigkeiten. Ferner hat sich der Vorstand selbst oder mit Hilfe einer Prüfungsabteilung (interne Revision) in geeigneten Abständen vom sachgerechten Funktionieren des Früherkennungssystems zu überzeugen.²¹⁴ Diese Überwachungspflicht wird von § 91 Abs. 2 AktG ausdrücklich angeordnet („insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten...“).

Maßnahmen der präventiven Vorbeugung gegen bestandsgefährdende Risiken²¹⁵ gehören dagegen ebenso wenig wie Maßnahmen zur Beseitigung einer bestandsgefährdenden Lage oder Entwicklung der Gesellschaft zum Früherkennungssystem im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG. Ob und welche Maßnahmen der Vorstand im Rahmen seines „Risikomanagement“ insoweit zu treffen hat, ist nach allgemeinen Grundsätzen (§§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG) zu entscheiden.

²¹² Hüffer (Fn. 1), § 91 Rz. 8; Mertens/Cahn (Fn. 127) m. weiteren Nachweisen.

²¹³ Vgl. auch die Berichtspflicht zu den wesentlichen Risiken der Gesellschaft bzw. des Konzerns gemäß § 289 Abs. 1 Satz 4, 315 Abs. 1 Satz 5 HGB und die darauf bezogene Abschlußprüfung gemäß § 317 Abs. 2 Satz 2 HGB. – Im IDW-PS 340 (Fn. 4) Ziff. 3.6 (18) heißt es, eine fehlende Dokumentation führe „zu Zweifeln an der dauerhaften Funktionsfähigkeit der getroffenen Maßnahmen.“ Die Frage ist aber eher, ob dem Abschlußprüfer bei fehlender Dokumentation eine ordnungsgemäße Prüfung und Berichterstattung überhaupt möglich ist.

²¹⁴ Dreher (Fn. 174), S. 161, 167 f.

²¹⁵ Einschließlich der sorgfältigen Prüfung der Vorgabe mit hohen Risiken verbundener Wachstumsziele und der Vergütungsanreize für „risk taking staff“.