

Veröffentlicht in

**Der Betrieb**

Heft 47/2017

*Gleißner, W. (2017):*

„Was ist eine ‚bestandsgefährdende Entwicklung‘  
i.S. des § 91 Abs. 2 AktG (KonTraG)?“ , S. 2749 – 2754

Mit freundlicher Genehmigung der  
Handelsblatt Fachmedien GmbH, Düsseldorf

[www.fachmedien.de](http://www.fachmedien.de)

Prof. Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen

# Was ist eine „bestandsgefährdende Entwicklung“ i.S. des § 91 Abs. 2 AktG (KonTraG)?

– Von der Risikoaggregation zur Risikotragfähigkeit –

**Prof. Dr. Werner Gleißner** ist Vorstand bei der FutureValue Group AG und Honorarprofessor der TU Dresden.

**Kontakt:** [autor@der-betrieb.de](mailto:autor@der-betrieb.de)

Gem. § 91 Abs. 2 AktG (KonTraG) muss der Vorstand in seinem Unternehmen ein System implementieren, um „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen. Diese ergeben sich meist aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken und ihren Auswirkungen auf (1) zukünftiges Rating und (2) Covenants (und nicht aus Verzehr des Eigenkapitals). Notwendig ist eine – bisher in Risikoberichten kaum zu findende – klare Definition möglicher bestandsgefährdender Entwicklungen und die im IDW PS 340 geforderte Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) sowie möglichst ein ergänzendes Risikotragfähigkeitskonzept, um den „Abstand“ zur Situation der Bestandsgefährdung zu messen (IDW PS 981 vom April 2017).

## I. Einleitung und Problemstellung

Den Unternehmensbestand zu sichern bzw. „bestandsgefährdende Entwicklungen“ i.S. des § 91 Abs. 2 AktG früh zu erkennen, ist seit jeher Kernanforderung und zentrale Aufgabe des Risikomanagements. Es ist sicherlich überraschend zu sehen, dass auch heute noch viele Unternehmen diese Kernaufgabe nicht sachgerecht erfüllen können, weil oft noch nicht einmal betrachtet und definiert wurde, was eine solche „bestandsgefährdende Entwicklung“ überhaupt ist. Oft versuchen Unternehmen lediglich die „bestandsgefährdenden Risiken“ zu erkennen, was zu einem ausgestalteten Risikomanagement führt, das nicht geeignet ist, die gesetzlichen Mindestanforderungen zu erfüllen. Bestandsgefährdende Einzelrisiken sind nämlich eher selten und bestandsgefährdende Entwicklungen sind meist das Resultat von Kombinationseffekten der Einzelrisiken. Zudem ist es unzureichend nur den möglichen Verzehr des Eigenkapitals zu betrachten, weil bestandsgefährdende Entwicklungen und Insolvenzen meist durch drohende Illiquidität entstehen, die wiederum durch die Verletzung von Mindestanforderungen an das Rating oder Verletzungen von Covenants verursacht werden (siehe InsO). Schließlich ist der „Grad der Bestandsbedrohung“ eines Unternehmens auch durch ein Rating ausdrückbar und das damit beschriebene Insolvenzrisiko ein bisher zu wenig betrachteter Einflussfaktor des Unternehmenswerts.<sup>1</sup>

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Kernaufgabe des Risikomanagements, der frühen Erkennung „bestandsgefährdender Entwicklungen“, der darauf aufbauenden Messung der Risikotragfähigkeit gem. IDW PS 981 sowie der Quantifizierung des „Grads der Bestandsbedrohung“ und damit des Insolvenzrisikos.

<sup>1</sup> Siehe Gleißner, WPg 2010 S. 735-743, und ders., BWP 2017 S. 42-51, sowie Knabe, Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung, 2012, und Friedrich, Unternehmensbewertung bei Insolvenzrisiko, 2015.

## II. Grundlagen: KonTraG, IDW PS 340 und IDW PS 981

Der wichtigste Meilenstein für die Entwicklung der Risikomanagementsysteme ist das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.04.1998.<sup>2</sup> Im § 91 Abs. 2 AktG steht seitdem:

„Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“

Eine neue, das KonTraG ergänzende gesetzliche Regelung, ist die „Business Judgement Rule“, welche sich im § 93 Abs. 1 AktG äußert. Dieses Gesetz macht den Vorstand haftbar, sofern dessen Entscheidungen nicht auf der Grundlage „angemessener Informationen“<sup>3</sup> getroffen wurden. Bei Entscheidungen unter Unsicherheit sind hier insb. Risikoinformationen bereitzustellen, d.h. eine Risikoanalyse sollte schon vor der Entscheidung durchgeführt werden!<sup>4</sup> So sollen Änderungen des Ertrag-Risiko-Profiles und mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh erkannt werden.

Auf das KonTraG bezieht sich auch das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW). Mit dem IDW PS 340 konkretisiert das IDW die Anforderungen an ein Risikofrüherkennungssystem. Dort liest man (IDW PS 340, Tz. 10):

„Die Risikoanalyse beinhaltet eine Beurteilung der Tragweite der erkannten Risiken in Bezug auf Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitative Auswirkungen. Hierzu gehört auch die Einschätzung, ob Einzelrisiken, die isoliert betrachtet von nachrangiger Bedeutung sind, sich in ihrem Zusammenwirken oder durch Kumulation im Zeitablauf zu einem bestandsgefährdenden Risiko aggregieren können.“

Diese Forderung zur Risikoaggregation ist die zentrale Anforderung an ein Risikofrüherkennungs- bzw. Risikomanagementsystem (RMS). Die „bestandsgefährdenden Entwicklungen“ ergeben sich nämlich meist aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken, die durch die Risikoaggregation analysiert werden. Da Risiken nicht addierbar sind, benötigt man für die Aggregation eine Monte-Carlo-Simulation.<sup>5</sup>

In einer aktuellen Studie der FutureValue Group AG wurde für Unternehmen aus DAX und MDAX, die zum 31.12.2015 in diesen Indizes gelistet waren, untersucht, wie diese mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ identifizieren wollen. Es wurden nur öffentlich verfügbare Daten zu Risikomanagement, speziell dem Risikobericht im Geschäftsbericht, verwendet. Die empirischen Ergebnisse<sup>6</sup> kann man wie folgt zusammenfassen:

<sup>2</sup> BGBl. I 1998 S. 786 ff.

<sup>3</sup> Siehe Graumann, WISU 2014 S. 317-320; Graumann/Grundei, ZCG 2015 S. 197-204, vertieft zur angemessenen Informationsgrundlage bei Entscheidungen bzw. Haftung von Vorständen.

<sup>4</sup> Siehe dazu Gleißner, WPg 2017 S. 158-164, und ders., Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017.

<sup>5</sup> Vgl. Gleißner, CM 2016 S. 16-23.

<sup>6</sup> Für alle Unternehmen außer Banken und Versicherungen.

1. Die Unternehmen in DAX und MDAX<sup>7</sup> geben gar nicht an, was denn eine „bestandsgefährdende Entwicklung“ überhaupt ist. Damit bleibt zweifelhaft, ob z.B. bestandsgefährdende Entwicklungen durch die Verletzung von Kreditvereinbarungen (Covenants) oder von Mindestanforderungen eines Ratings (B-Rating) überhaupt untersucht werden.
2. Die häufig zu lesende Aussage, es gäbe keine „bestandsgefährdende Entwicklung“ ist entsprechend wenig glaubwürdig. Eine zukünftige „bestandsgefährdende Entwicklung“ durch eine besonders ungünstige Realisierung bestehender Risiken kann nämlich bei praktisch keinem Unternehmen völlig ausgeschlossen werden. Bei einem Unternehmen mit Investmentgrade (oder auch einem BB-Rating) ist von vorneherein klar, dass mit überwiegender Wahrscheinlichkeit in den nächsten Jahren keine bestandsgefährdende Entwicklung eintreten wird.
3. Bei vielen Unternehmen muss bezweifelt werden, ob bestandsgefährdende Entwicklungen auch aus der Kombinationswirkung mehrerer Einzelrisiken erkannt werden können. Die dafür notwendige Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation), die die Auswirkung auch mehrerer Risiken z.B. auf Covenants und das zukünftige Rating untersucht, wird nämlich offenbar bei vielen Unternehmen gar nicht durchgeführt.<sup>8</sup>

### III. Wie findet man mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“?

Um bestandsgefährdende Entwicklungen nachvollziehbar identifizieren zu können, ist zunächst eine klare Definition und Operationalisierung des Begriffs „bestandsgefährdend“ notwendig.<sup>9</sup> So wird im Allgemeinen der mögliche Verlust eines „Mindest-Ratings“ (B-Rating) oder die Verletzung von Covenants, die eine Kreditkündigung zur Konsequenz haben, als eine bestandsgefährdende Entwicklung aufzufassen sein. Spätestens seit den Erfahrungen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2009 ist klar, dass der Grad der Bestandsgefährdung durch das (künftige) Rating als Ausdruck der Insolvenzwahrscheinlichkeit (oder Überlebenswahrscheinlichkeit) ausgedrückt werden kann.<sup>10</sup> Jedes Unternehmen weist ein – eventuell sehr geringes – Insolvenzrisiko auf, so dass die Bestandsgefährdung niemals gleich Null ist. Daher ist die Aussage, es gäbe keine bestandsgefährdenden Entwicklungen, immer falsch. Was gemeint sein kann, ist Folgendes: Ein Unternehmen weist in seiner aktuellen Strategie und Planung (Risikodeckungspotenzial) eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von  $p$  auf, die als geringer eingestuft wird als ein akzeptiertes  $p^{max}$ . Dieser Sachverhalt wird als Vorliegen keiner „relevanten“ Bestandsgefährdung interpretiert. Festzulegen ist allerdings genau die „kritische“ Insolvenzwahrscheinlichkeit  $p^{max}$ , die sich über das akzeptierte Rating operationalisieren lässt. So entspricht ein „BBB-Rating“ etwa einer Insolvenzwahrscheinlichkeit von 0,5%; ein „BB-Rating“ einer von 1% und ein „B-Rating“ einer von 5%.<sup>11</sup>

7 Bei 17 Unternehmen findet man zumindest ansatzweise eine Erläuterung. Bei Banken und Versicherungen ist die Maßzahl maßgeblich.

8 Vgl. auch die Studie von Link/Scheffler/Oehlmann, CM 2018, erscheint in Kürze. Dort wird angegeben, dass ca. 30% der Unternehmen eine Monte-Carlo-Simulation nutzen.

9 Vgl. Gleißner, WPg 2017 S. 158-164.

10 Da Rating-Noten der Beurteilung der Angemessenheit von Fremdkapitalzinssätzen dienen, müssen diese mit einer Insolvenzwahrscheinlichkeit verknüpft werden. Zur auch aufsichtsrechtlich notwendigen Zuordnung für einzelne Rating-Agenturen vgl. [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu) (Abruf: 26.07.2017).

11 Jeweils „pro Jahr“; vgl. die Rating-Tabelle von Standard & Poor's, z.B. bei Gleißner, WPg 2010 S. 735-743.

Tab. 1 zeigt eine entsprechende Zuordnung von Ratingnoten zur Insolvenzwahrscheinlichkeit (sowie die entsprechenden Implikationen für die Fremdkapitalkosten).<sup>12</sup>

**Tab. 1: Insolvenzwahrscheinlichkeit und ratingabhängige Credit Spreads<sup>a)</sup>**

Rating	PD (max)	PD Mittelwert	Credit Spread	$\Delta^b)$
Aaa/AAA	≈ 0%	0,00%	0,60%	0,60%
Aa2/AA	< 0,02%	0,01%	0,80%	0,79%
A1/A+	< 0,06%	0,04%	1,00%	0,96%
A2/A	< 0,10%	0,08%	1,10%	1,02%
A3/A-	< 0,15%	0,13%	1,25%	1,12%
Baa2/BBB	< 0,48%	0,38%	1,60%	1,22%
Ba1/BB+	< 1,37%	1,08%	2,50%	1,43%
Ba2/BB	< 2,30%	1,84%	3,00%	1,17%
B1/B+	< 4,95%	4,28%	3,75%	-0,53%
B2/B	< 6,64%	5,80%	4,50%	-1,30%
B3/B-	< 11,35%	9,00%	5,50%	-3,50%
Caa/CCC	> 11,35%		6,50%	

a) Letzteres nach Damodaran, Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread, 2017. Vgl. auch Elton/Gruber/Agrawal/Mann, Journal of Finance 2001 S. 247-277.

b) Erhöhung Fremdkapitalkosten gegenüber dem risikolosen Zinssatz.

Transparent lässt sich das Insolvenzrisiko durch den Grad der Bestandsgefährdung ausdrücken.<sup>13</sup> Dies ist möglich über die Insolvenzwahrscheinlichkeit bzw. das Rating.

Wenn zukünftig nicht zumindest eine Ratingnote im Bereich „B“ erreicht wird, ist von einer deutlichen Bestandsgefährdung des Unternehmens auszugehen. Für die Bestimmung der Insolvenzwahrscheinlichkeit kann man im einfachsten Fall Finanzkennzahlen nutzen.<sup>14</sup> Da die Insolvenzwahrscheinlichkeit abhängig ist von (1) erwartetem Ertragsniveau, (2) Risikodeckungspotenzial (Eigenkapitalausstattung) und (3) Ertragsrisiko (Ertragsvolatilität), sind für eine verbesserte Abschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit simulationsbasierte Verfahren empfehlenswert. Mit der für die Risikoaggregation genutzten Monte-Carlo-Simulation werden dabei auch die durch im Finanzkennzahlensystem nicht erfasste zukünftige Ertragsrisiken in den Auswirkungen für die Insolvenzwahrscheinlichkeit erfasst.<sup>15</sup>

#### Zwischenfazit:

Will man die auch gesetzlich geforderte Kernaufgabe des Risikomanagements erfüllen, „bestandsgefährdende Entwick-

12 Siehe Gleißner, BWP 2017 S. 42-51, mit einer Erläuterung der Auswirkung der Insolvenzwahrscheinlichkeit auf den Unternehmenswert und die Fremdkapitalkosten, welche als erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber von den vertraglichen Fremdkapitalzinssätzen klar zu unterscheiden sind.

13 In Anlehnung an Gleißner, WPg 2017 S. 158-164.

14 Siehe z.B. Altman, Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta Models, Working Paper New York University, 2000, <http://hfm.link/2600>; Krotter/Schüler, zfbf 2013 S. 390-433, und die Übersicht bei Gleißner/Füser, CM 2013 S. 24-27.

15 Siehe Blum/Gleißner/Leibbrand, Stochastische Unternehmensmodelle als Kern innovativer Ratingsysteme, IWH-Diskussionspapiere, Nr. 6, 2005; Bemann, Entwicklung und Validierung eines stochastischen Simulationsmodells für die Prognose von Unternehmensinsolvenzen, 2007; Gleißner, FB 2002 S. 417-427, und Gleißner/Wingenroth, Kredit & Rating Praxis 5/2015 S. 14-18 (Teil 1) und 6/2015 S. 19-22 (Teil 2). In den Jahresabschluss-Kennzahlen werden nur diejenigen Risiken erfasst, die sich zufällig im letzten vorliegenden Jahresabschluss realisiert haben.

lungen“ früh zu erkennen, müssen diese zunächst einmal klar identifiziert werden.

Von einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ ist im Allgemeinen auszugehen,

1. wenn das Eigenkapital verzehrt wird (Überschuldung), oder
2. bei einer drohenden Illiquidität, weil
  - a) Kreditvereinbarungen (Covenants) verletzt werden, die eine Kündigung der Kredite zur Folge haben, oder
  - b) die für die Finanzierung erforderlichen Mindestanforderungen an das Rating nicht mehr gewährleistet sind (Überschreiten eines z.B. B-Ratings).

Bestandsgefährdende Entwicklungen sind nicht etwa bestandsgefährdende Risiken, sondern im Allgemeinen Zukunftsszenarien, bei denen irgendeine Kombination bestehender Risiken zur Verletzung von Covenants oder Mindestanforderungen an das Rating führt. Die Früherkennung bestandsgefährdender Entwicklungen erfordert die Identifikation seltener Extremrisiken (Abschn. IV.) und aufgrund der Nichtaddierbarkeit von Risiken eine Risikosimulation (Monte-Carlo-Simulation).

#### IV. Identifikation von bestandsgefährdenden Einzelrisiken und Risikoaggregation

Wie oben erwähnt, sind es im Allgemeinen Kombinationseffekte mehrerer Risiken, die „bestandsgefährdende Entwicklungen“ verursachen. Wenn einmal ein Einzelrisiko alleine zu einer bestandsgefährdenden Entwicklung führt, handelt es sich um ein „Extremrisiko“ mit meist recht geringer Eintrittswahrscheinlichkeit. Man muss beachten, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens mit Investmentgrade bei weniger als 0,5% pro Jahr und auch die „typische“ Insolvenzwahrscheinlichkeit für Unternehmen im Mittelstand in den meisten Branchen in einer Größenordnung von 1 bis 2% liegt.<sup>16</sup> Sieht man von extrem riskanten Unternehmen, z.B. Venture Capital Investments und Unternehmensgründungen ab, muss man damit davon ausgehen, dass potenziell bestandsgefährdende Einzelrisiken im Allgemeinen eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 1% oder deutlich weniger aufweisen. Interessanterweise ist das Risikofrüherkennungssystem vieler Unternehmen gar nicht darauf ausgerichtet, solche Risiken zu erfassen. Schon Risiken mit Eintrittswahrscheinlichkeiten in der Größenordnung von 10% werden als „unwahrscheinlich“ oder gar „sehr unwahrscheinlich“ klassifiziert, wie eine Betrachtung z.B. in Geschäftsberichten veröffentlichter Risk Maps verdeutlicht. Für die Erfassung möglicher potenziell bestandsgefährdender Einzelrisiken und damit zur Beurteilung insgesamt sich daraus ergebender bestandsgefährdender Entwicklungen ist eine systematische Identifikation sehr seltener „Extremrisiken“ mit sehr hohen Auswirkungen auf das Unternehmen notwendig.

Für die strukturierte Identifikation von Extremrisiken sind prinzipiell die nachfolgend dargestellten vier kombinierbaren Techniken anwendbar:

- *Skalierung*: Bei dieser Methode wird ausgehend von bereits bekannten Risiken (im Expertengespräch) diskutiert, welche bisher noch nicht betrachteten „Extremauswirkungen“ sich aus diesem Risiko ergeben könnten (das

Risiko wirkt „gestresst“).<sup>17</sup> Oft führt eine solche Skalierung zu einer Erweiterung der Perspektive (Definition) eines Risikos, z.B. weil von der bisherigen Betrachtung eines Einzelrisikos (z.B. Bürgerkrieg in einem relevanten Staat) übergegangen wird auf „Mehrfachereignisse“ (Bürgerkrieg gleichzeitig in mehreren relevanten Staaten), was wiederum zur Diskussion von gemeinsamen Einflussfaktoren (stochastischen Abhängigkeiten) führt.

- *Neukombination*: Mit Hilfe von Techniken der Szenarioanalyse kann man strukturiert Kombinationen aus bekannten Einzelereignissen oder Einzelrisiken generieren und untersuchen, welche Auswirkungen diese „in der Kombination“ hätten. Oft stellt man dabei fest, dass bestimmte „kritische Kombinationen“ zu einem massiv überproportionalen Anstieg der Wirkung führen würden (also wesentlich stärkerer Anstieg als eine simple Addition). Dies ist z.B. der Fall, wenn
  - durch ein Einzelereignis bereits die notwendigen „Reserveressourcen“ verbraucht sind, so dass die Wirkung eines zweiten Ereignisses deutlich größer wird (Feuerwehr ist mit dem ersten Brand beschäftigt, während ein zweiter aufflackert) oder
  - nicht lineare (multiplikative, exponentielle) Abhängigkeiten zwischen Faktoren bestehen.
- *Abhängigkeitsanalyse*: Bei einer Abhängigkeitsanalyse wird für Unternehmen systematisch erarbeitet, von welchen – oft auch als selbstverständlich vorausgesetzt – Faktoren oder Ressourcen Erfolg (oder Überleben) abhängt. Für die Analyse von Extremrisiken wird dann der Ausfall eines oder mehrerer dieser Ressourcen gedanklich simuliert. Auf diese Weise werden bspw. auch Szenarien betrachtet, wie die nicht mehr vorhandene Verfügbarkeit von Verkehrsmitteln (Flugzeugen), Rohstoffen, Schlüsselpersonen, Technik für Zahlungsverkehr (Bankpartner) etc.
- *Makroökonomisch-politische Umfeldanalyse*: Während die o.g. drei Techniken vom Unternehmen ausgehen, ist diese vierte, ergänzende Technik der Analyse von Extremrisiken zunächst darauf ausgerichtet, ausgehend von politischer, makroökonomischer und naturwissenschaftlicher Forschung Szenarien (oder Entwicklungen) des Umfelds aufzuzeigen, die potenziell sehr schwerwiegende (negative) Auswirkungen für das Unternehmen haben. Von Insolvenzen des Staates, Zusammenbruch der Finanzmärkte bis hin zu Naturkatastrophen und politischen Entwicklungen (Kriege, Bürgerkriege) etc. geht dabei der Analyserahmen.

Das Ausschließen von Risiken mit zu kleiner Eintrittswahrscheinlichkeit (z.B. < 0,1% p.a.) stellt auch eine adäquate Vorgehensweise dar, um sich mit den vorhandenen Ressourcen mit relevanteren Fragestellungen auseinandersetzen zu können. Sollte ein Risiko, das man als zu unwahrscheinlich eingestuft hat, dann doch eintreten, kann man dem Risikomanagement nicht den Vorwurf machen, versagt zu haben. Es wäre dann „Pech“. Dies darf aber natürlich nicht dazu führen, dass man von vorne herein Themen ausschließt. Es sollte zumindest eine grobe Abschätzung erstellt werden, ob man sich im relevanten Wahrscheinlichkeitsbereich bewegt oder eben nicht.

16 Siehe die entsprechende Tabelle bei Gleißner, WPg 2015 S. 908-919, mit Daten der Coface.

17 Realistische Obergrenzen und Wirkungen eines Risikos sind dabei zu beachten.

Wie erwähnt, ist für die Erkennung „bestandsgefährdender Entwicklungen“ zudem eine Risikoaggregation erforderlich, um die Wirkung von Kombinationseffekten „normaler“ Risiken – wie Nachfrageschwankungen oder Zins- und Währungsschwankungen – analysieren zu können.

Die im IDW PS 340 als Konkretisierung der Anforderung von § 91 Abs. 2 AktG geforderte Aggregation von Risiken über die Zeit impliziert zwei wesentliche Aufgaben: Zum einen benötigt man ein integriertes Planungsmodell (mit Erfolgsrechnung und Bilanz), bei dem die einzelnen Planperioden miteinander verknüpft sind (also ob z.B. die Auswirkungen der Verluste im Planjahr 2018 für den Eigenkapitalbestand in 2019 berücksichtigt sind). Zudem muss man sich über den zeitlichen Verlauf der Risiken Gedanken machen. Bei vielen exogenen Risikofaktoren – wie Wechselkurse, Rohstoffpreise oder Zinssätze – ist durch eine geeignete Modellierung (stochastischen Prozess) insb. zu gewährleisten, dass die unsichere Ausprägung am Ende eines Planjahres ( $t$ ) den Startpunkt der unsicheren Entwicklung im Folgejahr ( $t + 1$ ) darstellt.<sup>18</sup>

Die Monte-Carlo-Simulation berechnet risikobedingt mögliche Zukunftsszenarien und lässt ableiten, mit welcher Wahrscheinlichkeit z.B. Covenants verletzt werden. Die „Aggregation über die Zeit“, d.h. die Analyse mehrerer Jahre, ist dabei notwendig, weil die Risikowirkung im Jahr  $t = 1$  Risikotragfähigkeit und Kreditrahmen im Folgejahr ( $t + 1$ ) schwächt, was die Insolvenzwahrscheinlichkeit dann oft deutlich ansteigen lässt.<sup>19</sup>

## V. Risikotragfähigkeit: Der Abstand zur „bestandsgefährdenden Entwicklung“

Unternehmen mit einem „guten“ Rating haben eine vergleichsweise geringe Wahrscheinlichkeit kurz- bis mittelfristig eine „bestandsgefährdende Entwicklung“ zu erleben. Für die Unternehmenssteuerung und als Krisenfrühwarnindikator, speziell auch bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, ist eine Kennzahl nützlich, die den „Abstand“ zu einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ angibt. Diese zu berechnen, ist Aufgabe der Risikotragfähigkeitskonzepte, die nachfolgend erläutert werden.

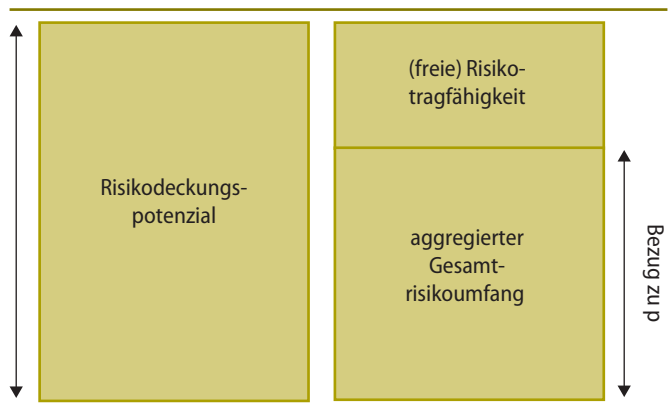
Im neuen IDW PS 981 wird die Formulierung einer Risikostrategie gefordert, die insb. Aussagen trifft zu

- Risikotragfähigkeit: maximales Risikoausmaß, welches das Unternehmen ohne Gefährdung seines Fortbestands tragen kann,
- Risikotoleranz: maximal tolerierte Abweichung in Bezug auf die angestrebte Zielsetzung,
- Risikoappetit: grundsätzliche Bereitschaft, zur Erreichung angestrebter Ziele und Wertsteigerungen damit verbundene Risiken einzugehen.<sup>20</sup>

Man erkennt aus der Definition, dass man den Risikoappetit auch anders interpretieren kann als eine „schwächere“ Version der Risikotragfähigkeit. Risikoappetit bezieht sich offenbar auf die Bereitschaft für einen gegebenen Ertrag Risiken einzugehen, also auch die Beurteilung von Ertrag-Risiko-Verhältnissen, und damit eine risikogerechte Bewertung<sup>21</sup> (wertorientierte Steuerung).

Abb. 1 zeigt „Risikotragfähigkeit“, „Risikotoleranz“ und „Risikoappetit“ im Kontext.

Abb. 1: Konzepte im Vergleich



Risikotragfähigkeit korrespondiert unmittelbar mit der gesetzlichen Anforderung „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen (§ 91 AktG). Die Risikotragfähigkeit drückt entsprechend den „Abstand“ zwischen der aktuellen Situation und dem Punkt aus, bei dem man von einer Bestandsgefährdung ausgehen muss (in Euro oder alternativ auch/ergänzend z.B. in Prozent des EBITDA).

Viele Unternehmen hoher Bonität haben einen so hohen Abstand zu dem „kritischen Punkt“ der Bestandsgefährdung, dass diese für die Unternehmenssteuerung ergänzend einen zweiten Schwellenwert betrachten, bezüglich dessen die Risikotoleranz gemessen wird. Für manche Unternehmen bester Bonität ist diese Schwelle z.B. der Investmentgrade (BBB-). Untersucht wird entsprechend<sup>22</sup>, welche negativen EBIT-Abweichungen durch Risikoauswirkungen maximal zu verkraften wären, bevor der Investmentgrade verloren geht.<sup>23</sup> Somit kann man damit folgende Begriffsverständnisse festhalten (vgl. auch Abb. 2):<sup>24</sup>

1. Die *Risikotragfähigkeit* misst den Abstand des aktuellen „Status quo“ zu dem Punkt, der als „bestandsgefährdende Entwicklung“ i.S. des § 91 Abs. 2 AktG angesehen werden muss (z.B. also bis zum Verlust eines B-Ratings oder der Verletzung von Covenants, vgl. Abschn. IV).
2. Die *Risikotoleranz* misst entsprechend den Abstand von „Status quo“ zu (anspruchsvolleren) Anforderungen an ein von dem Unternehmen gewünschtes Mindest-Rating, z.B. „Sicherung des Investmentgrade-Ratings“ (BBB-).
3. *Risikoappetit*:
  - a) Der *Risikoappetit (A)* als Umfang möglicher (negativer) Planabweichungen, die im üblichen Geschäftsablauf als akzeptabel angesehen werden.<sup>25</sup>

22 Gemäß RTF-Konzept 1, vgl. dazu präzisierend Gleißner/Wolfrum, CM 2017 S. 77-84.

23 Siehe dazu auch Gleißner/Leibbrand/Kamaras/Helm/Gerking, Risiko Manager 18/2011 S. 1 (6-15). Für ein typisches mittelständisches Unternehmen mag dagegen die Risikotoleranz in Bezug auf die Schwelle des „BB-Rating“ geschätzt werden.

24 In Anlehnung an Gleißner/Wolfrum, CM 2017 S. 77-84. Zu dem hier nicht betrachteten regulatorischen Risikotragfähigkeitskonzept der Finanzwirtschaft im Kontext der MaRisk vgl. z.B. Reuse, Praktikerhandbuch Risikotragfähigkeit, Finanz Colloquium Heidelberg, 2. Aufl. 2016, und Leichinger, Risikotragfähigkeit in Kreditinstituten: Ermittlung, Beurteilung, Weiterentwicklungspotenzial, Masterarbeit 2012.

25 Gerade bei börsennotierten Gesellschaften kann man diese Auffassung des Risikoappetits auch verknüpfen mit der Einhaltung anderer, gegenüber den Aktionären kommunizierten Ziele, wie „keine Gewinnwarnung notwendig“ oder „prognostizierte Dividende kann tatsächlich ausgeschüttet werden“. Wobei derartige Planabweichungen nicht unbedingt zu Verlusten führen.

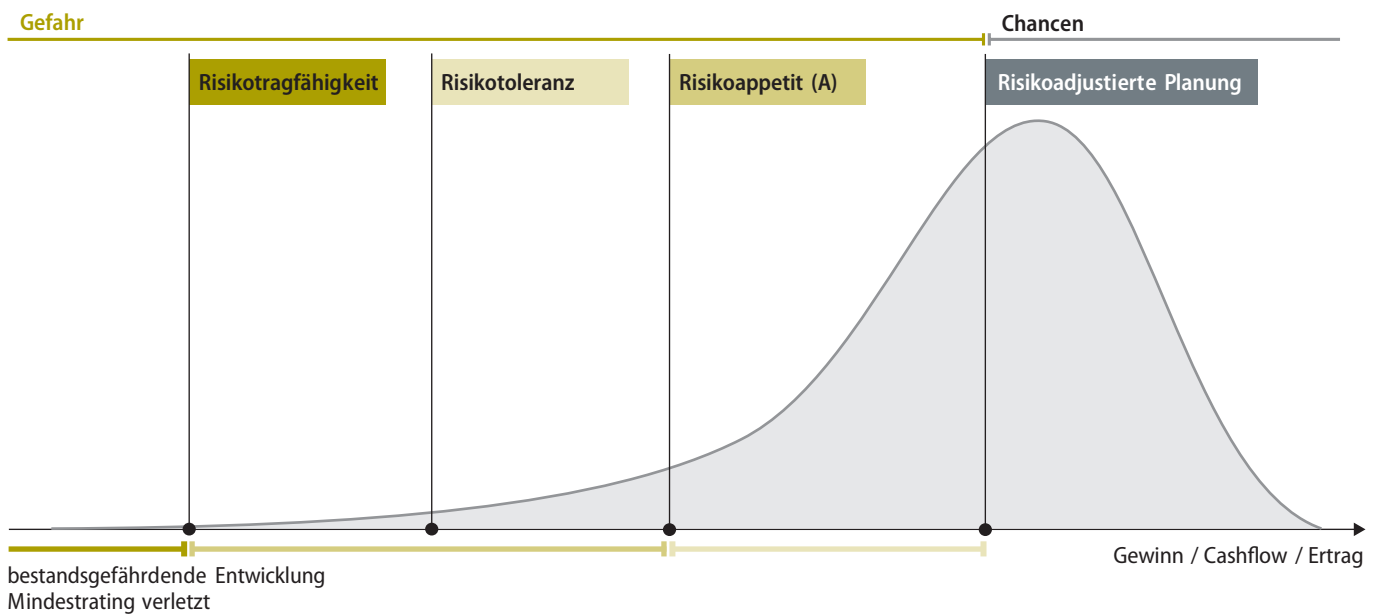
18 In Anlehnung an Gleißner, CM 2016 S. 16-23.

19 Vgl. Gleißner, CM 2016 S. 16-23.

20 Vgl. Gai/Vause, Financial Stability Review 2004 S. 127-136.

21 Vgl. Gleißner, CFB 2014 S. 151-167; ders., WiSt 2011 S. 345-352.

Abb. 2: Risikodeckungspotenzial und Risikotragfähigkeit



- b) Der *Risikoappetit (B)* als Anforderung an einen zusätzlichen Ertrag pro Einheit zusätzlichen Risikos (gemessen durch ein gewähltes Risikomaß) und damit Ausdruck von Mindestanforderungen aus Ertrag-Risiko-Profil von Investitionsmöglichkeiten oder Projekten.<sup>26</sup>

Für den Risikoappetit findet man also zwei durchaus unterschiedliche Interpretationsweisen. Die Version 3a betrachtet lediglich den Risikoumfang. Version 3b drückt dagegen aus, dass zusätzliche Risiken immer genau dann akzeptabel sind, wenn diesen adäquate zusätzliche Erträge gegenüberstehen. Dieses Verständnis des Risikoappetits als Aussage darüber, wie erwartete Erträge und Risiken gegeneinander abgewogen sind, korrespondiert unmittelbar mit dem Konzept der risikogerechten Bewertung von Handlungsalternativen.<sup>27</sup>

Für die Messung der Risikotragfähigkeit kann man zwei Konzepte unterscheiden.<sup>28</sup>

1. Risikotragfähigkeit – Konzeption 1: Als (freie) Risikotragfähigkeit wird der maximale (liquiditätswirksame) Verlust verstanden, bei dem ein (durch Finanzkennzahlen abgeschätztes) für die Liquiditätssicherung notwendiges Mindest-Rating (Ratingnote: B) sichergestellt bleibt.
2. Risikotragfähigkeit – Konzept 2: Die (freie) Risikotragfähigkeit ist die Differenz zwischen dem Risikodeckungspotenzial<sup>29</sup> und dem aggregierten Gesamtrisikoumfang (im einfachsten Fall der Eigenkapitalbedarf).<sup>30</sup> Dieser misst z.B. den Umfang möglicher Verluste, der mit einer vorgegebenen (vom Mindest-Rating) abhängigen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird (Value-at-Risk).

Bei der Messung der Risikotragfähigkeit gem. Konzept 1 kann man vordergründig (oder vereinfachend) auf eine simulationsbasierte Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) und sogar auf eine Risikoanalyse verzichten. Es bleibt damit aber auch unklar, mit welcher Wahrscheinlichkeit Kombina-

tionseffekte mehrerer bestehender Risiken den berechneten Maximalverlust (i.H. der Risikotragfähigkeit) auslösen. Es ist also nicht erkennbar, mit welcher Wahrscheinlichkeit das vorgegebene Mindest-Rating verletzt wird. Um diese Schwäche von Risikotragfähigkeitskonzept 1 zu beheben, kann neben der Höhe der (freien) Risikotragfähigkeit „in Euro“ eine zusätzliche Kennzahl berechnet werden: die Wahrscheinlichkeit, dass die vorhandene Risikotragfähigkeit ausreicht (also positiv bleibt). Diese Zusatzinformationen, die auch die Brücke zu Messkonzept 2 darstellt (siehe unten), lässt sich unmittelbar aus der zur Erfüllung der gesetzlichen Anforderungen notwendigen Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation ableiten.<sup>31</sup> In jedem Simulationslauf wird dann geprüft, ob am Ende der simulierten Periode die dann vorhandene Risikotragfähigkeit positiv ist oder nicht.

Bei der Messung der Risikotragfähigkeit gem. Konzeption 2 wird grds. eine Risikoaggregation durchgeführt und damit werden auch Kombinationseffekte bestehender Risiken ausgewertet. Dieses Verständnis der Risikotragfähigkeit korrespondiert unmittelbar mit den Anforderungen aus § 91 Abs. 2 AktG (KonTraG), demzufolge „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen sind, da sich diese meist aus Kombinationseffekten von Risiken ergeben (was gerade die Risikoaggregation erforderlich macht).

Sowohl aus dem Risikotragfähigkeitskonzept Variante 1 als auch dem nach Variante 2 ergeben sich konkrete Kennzahlen, die den „Abstand“ der aktuellen Situation des Unternehmens zu einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ ausdrücken. Es ist dabei zur Förderung der Aussagefähigkeit oft sinnvoll, wenn ein solches Risikotragfähigkeitskonzept zwei Kennzahlen umfasst. Wählt man speziell ein Risikotragfähigkeitskonzept der Version 1 könnten dies die beiden folgenden Kennzahlen sein:

- a) *Risikotragfähigkeitswert*: maximaler Umfang eines (liquiditätswirksamen) Verlusts, den das Unternehmen verkraften kann, ohne dass das Rating unter „B“ absinkt.

26 Dies entspricht dem „Marktpreis des Risikos“, z.B. ausgedrückt durch die Sharpe Ratio; vgl. Gleißner, WiSt 2011 S. 345-352.

27 Siehe Gleißner, WiSt 2011 S. 345-352.

28 Vgl. Gleißner, a.a.O. (Fn. 4), und Gleißner/Wolfrum, CM 2017 S. 77-84.

29 Zu operationalisieren über Eigenkapital und/oder freie Liquidität, inklusive möglicher Kreditrahmen.

30 Vgl. dazu den MaRisk-Ansatz z.B. bei Reuse, a.a.O. (Fn. 24).

31 Siehe dazu Gleißner, a.a.O. (Fn. 4).

b) *Wahrscheinlichkeit*, dass bei den gegebenen Risiken in (z.B. einem Jahr) der Risikotragfähigkeitswert (siehe a) negativ wird.<sup>32</sup>

Die Risikotragfähigkeitskonzepte bestimmen also insb. eine Kennzahl, die auch bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen einzubeziehen ist. Sie sind ein wichtiger Baustein der vom Gesetz (§ 93 AktG) bei der Entscheidungsvorbereitung geforderten „angemessenen Informationen“ (Business Judgement Rule). Es ist von grundlegender Bedeutung, speziell auch für ein modernes entscheidungsorientiertes Risikomanagement, Veränderungen des Risikoumfangs durch eine Entscheidung schon in der dem Vorstand (oder Geschäftsführung) vorliegenden Entscheidungsvorlage zu dokumentieren. Bei Entscheidungen unter Unsicherheit sind es gerade die Erkenntnisse einer Risikoanalyse (also Risikoinformationen), die erforderlich sind, um „angemessene Informationen“ belegen zu können.<sup>33</sup> Die Auswirkungen von Entscheidungen auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) als „Maß der Bestandsgefährdung“ und damit auf das „Insolvenzrisiko“ sind auch für eine wertorientierte Unternehmensführung wichtig. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit bestimmt nämlich langfristig (in der Fortführungsphase) die Höhe und zeitliche Entwicklung der Erwartungswerte von Cashflow und Erträgen und wirkt damit quasi wie eine negative Wachstumsrate.<sup>34</sup>

## VI. Fazit

Die gesetzlich geforderte Hauptaufgabe eines Risikofrüherkennungssystems – als Kern des Risikomanagements – besteht

32 Weiterführend zu Risikotoleranz und Risikoaggregation vgl. Gleißner/Wolfrum, CM 2017 S. 77-84.

33 Siehe dazu z.B. Graumann, WISU 2014 S. 317-320.

34 Siehe Gleißner, WPg 2010 S. 735-743, und ders., BWP 2017 S. 42-51, sowie Knabe, a.a.O. (Fn. 1), und Friedrich, a.a.O. (Fn. 1).

darin „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen (§ 91 Abs. 2 AktG). Um dieser Aufgabe gerecht zu werden, ist es zunächst einmal erforderlich klar zu definieren, was eine solche „bestandsgefährdende Entwicklung“ ist. Im Allgemeinen ergeben sich bestandsgefährdende Entwicklungen nicht durch eine Überschuldung, sondern durch die Illiquidität, z.B. ausgelöst durch (1) Verletzung von Covenants oder von (2) Mindestanforderungen an das Rating. Um mögliche bestandsgefährdende Einzelrisiken zu erfassen, sind spezielle Methoden der Risikoidentifikation notwendig, die auf sehr seltene Risiken ausgerichtet sind (wie z.B. Skalierung oder Abhängigkeitsanalysen). I.d.R. ergeben sich bestandsgefährdende Entwicklungen aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken, was die auch im IDW PS 340 geforderte Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) zum Kernbaustein des Risikofrüherkennungssystems macht. Ohne eine simulationsbasierte Risikoaggregation über mehrere Plan-Jahre ist es nicht möglich zu beurteilen, ob „bestandsgefährdende Entwicklungen“ mit relevanter Wahrscheinlichkeit eintreten können (weil Einzelrisiken nicht addierbar sind). Ergänzend zur Risikoaggregation empfiehlt sich ganz auf Linie des IDW PS 981 vom April 2017 die Etablierung eines Risikotragfähigkeitskonzepts. Mit diesem wird durch eine geeignete Kennzahl gemessen, wie groß der „Abstand“ der aktuellen Situation des Unternehmens zu einer bestandsgefährdenden Entwicklung ist. Die einfachste Kennzahl für den Ausdruck des „Grads der Bestandsgefährdung“ ist eine zukunfts- und risikogerecht geschätzte Insolvenzwahrscheinlichkeit, die man durch eine Ratingnote ausdrücken kann. Dieses Maß für das Insolvenzrisiko ist zudem ein bedeutender, bisher aber wenig beachteter Werttreiber im Kontext einer wertorientierten Unternehmenssteuerung.

## Corporate Governance

»DB1245590

Dr. Sebastian Pacher, Düsseldorf / Dr. Markus Gunnesch / Clara Bresges / Dr. Alexander v. Preen, alle Köln

# Relative Kennzahlen im Rahmen der Vorstandsvergütung: Viel diskutiert, selten implementiert

**Dr. Sebastian Pacher**, Principal, Kienbaum Consultants International GmbH, Düsseldorf. **Dr. Markus Gunnesch**, Senior Consultant, Kienbaum Consultants International GmbH, Köln. **Clara Bresges**, Consultant, Kienbaum Consultants International GmbH, Köln. **Dr. Alexander v. Preen**, Geschäftsführer und Partner, Kienbaum Consultants International GmbH, Köln.

**Kontakt:** [autor@der-betrieb.de](mailto:autor@der-betrieb.de)

Relative Kennzahlen werden von Corporate Governance-Experten und von Kapitalmarktteilnehmern als Hebel für eine angemessene und leistungsgerechte Vorstandsvergütung verstärkt gefordert. In dem vorliegenden Beitrag wird diese Debatte zusammengefasst. Anhand einer Studie wird gezeigt, dass sich Vorstände und Aufsichtsräte deutscher Unternehmen grds. für eine Berücksichtigung relativer Kennzahlen im

Rahmen der Vorstandsvergütung aussprechen. Die Studie zeigt jedoch auch, dass die Verbreitung solcher Kennzahlen in der Praxis gering ist.

## I. Einleitung

Relative Kennzahlen, bei denen die Leistung eines Unternehmens relativ zu einem Vergleichsindex oder zu Vergleichsunternehmen beurteilt wird, werden von Experten und Investoren in der Debatte um eine angemessene Vorstandsvergütung immer stärker gefordert. Obwohl relative Kennzahlen große Vorteile bei der Beurteilung der Leistung von Vorständen haben können, ist die Verbreitung solcher Kennzahlen in der Praxis noch vergleichsweise gering. Der vorliegende Beitrag beleuchtet dabei aus ver-