

Veröffentlicht in

ZinsO – Zeitschrift für das gesamte  
Insolvenz- und Sanierungsrecht

Heft 45/2019

*Gleißner, W. / Haarmeyer, H. (2019):*

„Die ‚bestandsgefährdende Entwicklung‘ (§ 91 AktG)  
als ‚Tor‘ in ein präventives  
Restrukturierungsverfahren“, s. 2293 – 2299

Mit freundlicher Genehmigung der  
Wolters Kluwer Deutschland GmbH, Hürth

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

<https://shop.wolterskluwer-online.de/insolvenzrecht/08250197>

## ZInsO-Aufsätze

### Die „bestandsgefährdende Entwicklung“ (§ 91 AktG) als „Tor“ in ein präventives Restrukturierungsverfahren

von Professor Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen und Professor Dr. Hans Haarmeyer, Bonn

Die bisherige Diskussion zum künftigen präventiven Restrukturierungsrahmen nach der EU-Restrukturierungsrichtlinie (im Folgenden: RRIIL) ist immer noch im Wesentlichen juristisch geprägt, findet vornehmlich in fachjuristischen Zeitschriften statt, beschäftigt sich mit der Auslegung so schillernder Begriffe wie „finanzielle Schwierigkeiten“ und „wahrscheinlicher Insolvenz“ und versucht auf die eine oder andere Weise die insolvenzrechtlichen Begrifflichkeiten auch in die „neue“ Zeit eines außergerichtlichen Restrukturierungsrahmens zu retten, vielfach aus naheliegenden und durchaus nachvollziehbaren Eigeninteressen der unterschiedlichen Akteure. Sollen die Ziele der EU-Restrukturierungsrichtlinie jedoch im Wesentlichen durch die Einführung von Frühwarnsystemen gem. Art. 3 RRIIL als Mittel der Krisenvermeidung sowie durch einen präventiven Restrukturierungsrahmen als Mittel der frühzeitigen Krisenbeseitigung und -abwendung erreicht werden, so verwundert die diesbezüglich insolvenzrechtlich und von Insolvenzrechtlern geprägte Diskussion schon sehr, geht es doch bei der EU-Restrukturierungsrichtlinie vorrangig um die Bewältigung wirtschaftlicher Problem kriselnder Unternehmen und deren langfristigen Erhalt. Gerade der Erwägungsgrund 24 der Richtlinie macht deutlich, dass mit „likelihood of insolvency“ nicht zwingend die drohende Zahlungsunfähigkeit nach § 18 Abs. 2 InsO zu verstehen ist, weil der Zugang zu einem präventiven Restrukturierungsverfahren bereits eröffnet sein soll, bevor der Schuldner nach nationalem Recht insolvent wird und die Voraussetzungen für ein Gesamtvollstreckungsverfahren vorliegen. Daher kann und sollte – auch und gerade zur Wahrung des Abstandsgebots zu insolvenzrechtlichen Regelungen – der Eintritt in das präventive Verfahren an wirtschaftlichen oder auch gesellschaftsrechtlich anerkannten Krisenmerkmalen festgemacht werden. Die dafür notwendig einzunehmende betriebswirtschaftliche Perspektive im Rahmen dieser Diskussion wurde jedoch bislang nur vereinzelt, u.a. von Hermanns<sup>1</sup> und Harmann<sup>2</sup> sowie in kluger Weise von Weitzmann zu „Early warning tools“<sup>3</sup> aufgezeigt.

Der nachfolgende Beitrag versteht sich als der Versuch, die Diskussion vom juristischen Kopf auf die betriebswirtschaftlichen Füße zu stellen und Lösungsstrukturen anzubieten, die an die bereits vorhandene umfangreiche Literatur zu Methoden und zur Rechtsprechung des Risikomanagements sowie zu Rating und Insolvenzfrüherkennung andocken, für die laufende Diskussion zielführend genutzt werden können und damit Rechtsunsicherheiten schon in der Anfangsphase des neuen Werkzeugs im Sanierungsbaukasten vermeiden helfen.

Der Beitrag gliedert sich wie folgt:

Abschn. I. erläutert die Bedeutung des Ziels der Insolvenzvermeidung von Unternehmen, auch vor dem Hintergrund diesbezüglicher gesetzlicher Mindestanforderungen (aus § 91 AktG/Kontroll- und Transparenzgesetz). Der folgende Abschn. II zeigt die Ausgangsthese und die Verbindung von Risikomanagement und präventive Restrukturierung. Abschn. III. fasst knapp zusammen, wie Unternehmenskrisen entstehen, und zeigt die letzte Phase einer Krise, die sog. „bestandsgefährdende Entwicklung“ (i.S.v. § 91 AktG) und präzisiert diesen für das Risikomanagement zentralen Begriff. In Abschn. IV. werden die für die Krisenfrüherkennung und Krisenvermeidung wesentlichen betriebswirtschaftlichen Instrumente vorgestellt, wobei insbesondere die vielfältigen Verbindungen mit dem Thema Risikomanagement erläutert werden. Abschn. V. erläutert – vor einem knappen Fazit – die wesentlichen Implikationen für präventive Restrukturierungen i.S.v. Art. 3 RRIIL.

#### I. Insolvenzvermeidung als Ziel unternehmerischen Handelns und der § 91 AktG als Ausgangssituation

Das Ziel von Unternehmen – und der dazu vorhandenen Regulatorik – sollte es (selbstverständlich) sein, Insolvenzen nach Möglichkeit zu vermeiden und nicht nur sie möglichst gut zu „managen“. Es erscheint daher für die Umsetzung der EU-Restrukturierungsrichtlinie naheliegend und notwendig, ein Rahmenwerk zu schaffen, das auch schon vor der InsO sicher „greift“. Die Früherkennung und Vermeidung einer Insolvenz ist seit Jahrzehnten Gegenstand der Krisenfrüherkennungssysteme<sup>4</sup> und insbesondere des auch bei mittelständischen Unternehmen gesetzlich geforderten Risikomanagements. Risikomanagement- und Krisenfrühwarnsysteme können damit speziell helfen, um präventive Restrukturierungsmaßnahmen (im Sinne der EU) so frühzeitig zu initiieren, dass eine Insol-

venz vermieden werden kann. Insbesondere ist daher eine engere Verzahnung zwischen Risikomanagement, das sich mit der Früherkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“ (§ 91 AktG) befasst, sowie dem Insolvenzrecht und den neuen Regelungen zu präventiven Restrukturierungsmaßnahmen sinnvoll.

Die gesetzlich geforderte Hauptaufgabe eines Risikofrüherkennungssystems – als Kern des Risikomanagements – besteht schon seit 1998 darin „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen (§ 91 Abs. 2 AktG). Um dieser

1 ZInsO 2018, 2273.

2 ZInsO 2019, 1701.

3 ZInsO 2019, 1627.

4 S. Gleißner, Der Betrieb 2018, 2769.

Aufgabe gerecht zu werden, ist es zunächst einmal erforderlich, klar zu definieren, was eine solche „bestandsgefährdende Entwicklung“ ist.<sup>5</sup> 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 und im DIIR RS Nr. 2 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).

Der Beitrag skizziert im Folgenden die hier bestehenden Verknüpfungspunkte und positioniert insbesondere das Risikomanagement als System für die Initiierung präventiver Restrukturierungsmaßnahmen und die „bestandsgefährdende Entwicklung“ als Vorstufe der Insolvenz.

## II. Ausgangsthese mit Empfehlung einer Ampelfunktion

Will man an gefestigten und gesicherten Grundlagen andocken, sollte man, basierend auf den gesetzlichen Grundlagen aus § 91 AktG (mit den bekannten Ausstrahlwirkungen auch für die mittelständischen Unternehmen), als Auslöser für ein präventives Restrukturierungsverfahren die Phase einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ (oder vielleicht sogar einer „drohenden bestandsgefährdenden Entwicklung“) als eigenständige „Vor-Phase“ zur Insolvenz in den Blick nehmen. Das wäre nach der insoweit seit vielen Jahren gefestigten Rechtsprechung und Literatur der Zeitraum, während dessen man idealerweise präventive Restrukturierungsmaßnahmen initiieren kann. Daran anknüpfend könnte festgelegt werden, dass genau dann, wenn eine (drohende) bestandsgefährdende Entwicklung vorliegt, zumindest eine Prüfung im Hinblick auf die Notwendigkeit präventiver Restrukturierungsmaßnahmen gefordert würden. Dieses Konzept hat den großen Vorteil, dass man damit die umfangreiche vorhandene Literatur zu Methoden (und auch zur Rechtsprechung) des Risikomanagements sowie zu Rating und Insolvenzfrüherkennung<sup>6</sup> direkt nutzen könnte.

Letztlich ist das Risikomanagement ja auch in erster Linie ein betriebswirtschaftliches Instrumentarium, um die Bestandssicherheit von Unternehmen zu erhöhen (und damit eben mögliche bestandsgefährdende Entwicklungen in ihrer Wahrscheinlichkeit zu reduzieren). Faktisch führt dies zu einer „Krisenstadien-Ampel“ für Unternehmen, bei der man – mit geeigneten (und im Wesentlichen bereits vorhandenen) Messverfahren drei Stadien der Unternehmensentwicklung unterscheiden kann, nämlich

1. Situationen ohne signifikante Bestandsgefährdung (grüne Ampelstufe);
2. Situation einer (drohenden) bestandsgefährdenden Entwicklung (gelbe Ampelstufe);
3. Insolvenz, i.d.R. also drohende Illiquidität (rote Ampelstufe).

Zu unterscheiden ist also zwischen „einfachen“ Krisen, „bestandsgefährdenden Entwicklungen“ und einer Insolvenz. Eine differenziertere Betrachtung von Krisenphasen ist seit Jahren im Schrifttum zu finden.<sup>7</sup> Die nachfolgende Strukturierung von Krisenphasen ist etwas differenzierter, und betrachtet ergänzend zu den „üblichen“ Krisentypen auch die oft wenig beachtete „Rentabilitätskrise“ (charakterisiert durch eine Rendite unterhalb der Kapitalkosten).

## III. Unternehmenskrise und die Krisenphasen

Präventive Restrukturierungsverfahren dienen dazu, zu verhindern, dass aus einer „einfachen Krise“ eine Insolvenz wird. Ausgehend von einer Skizzierung typischer Krisenphasen wird nachfolgend erläutert, wie deren Stellung in Bezug auf „Risikomanagement“ und „präventive Restrukturierungsverfahren“ ist.

Unter einer Unternehmenskrise versteht man eine nachhaltige existenzielle Bedrohung eines Unternehmens. Typisch dafür ist der vorherrschende Zeit- und Entscheidungsdruck.

Es fällt zunächst auf, dass Unternehmen selten plötzlich und unvorhersehbar in akute Schwierigkeiten geraten. Eine Ausnahme sind Unternehmen mit guten Erfolgspotenzialen aber geringer Risikotragfähigkeit. Diese sind besonders bedroht durch das „unglückliche“ gemeinsame Eintreten mehrerer Risiken. Meist durchlaufen Unternehmen einen ähnlichen „Weg in die Insolvenz“. Dieser führt über die strategische Krise in eine Rentabilitätskrise und mündet nach der Ertrags- und der Liquiditätskrise in die Insolvenz. Meist ist Zahlungsunfähigkeit – und nicht Überschuldung – die unmittelbare Insolvenzursache.

Die erste Phase auf dem Weg zur Insolvenz, die strategische Krise, wird oft übersehen oder unterschätzt. Sie ist gleichzusetzen mit der meist unbemerkten Verschlechterung der Erfolgspotenziale des Unternehmens. „Robuste Unternehmen“ weisen ein stabiles Erfolgsfaktorprofil und hohe Risikotragfähigkeit auf. In der strategischen Krise ist kein Umsatz- oder Gewinnrückgang zu verzeichnen, noch lassen Jahresabschlussdaten und Finanzzahlenanalysen nicht erkennen, dass sich die Wettbewerbsposition des Unternehmens (z.B. das technologische Know-how oder die Kundenzufriedenheit)

<sup>5</sup> Vgl. Abschn. IV.

<sup>6</sup> Vgl. z.B. *Bemann*, Entwicklung und Validierung eines stochastischen Simulationsmodells für die Prognose von Unternehmensinsolvenzen, 2007; *Everling/Leker/Bielmeier*, Credit Analyst, 2015.

<sup>7</sup> Quellen zu Krisentypen, s. z.B. *Hausschildt/Leker*, Kreditwürdigkeitsprüfung, inkl. automatisierte, 13. Aufl. 2001.

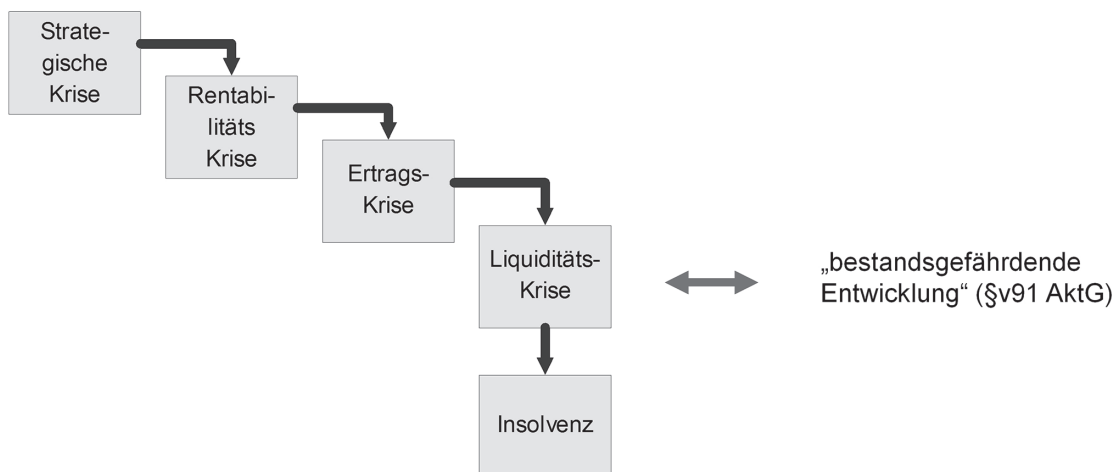


Abb. 1: Weg in die Insolvenz

verschlechtern. Obwohl in der folgenden Rentabilitätskrise die Gewinne nicht mehr für eine angemessene Entlohnung der unternehmerischen Tätigkeit und des eingesetzten Kapitals ausreichen – die Rendite liegt also unter den risikoadäquaten Kapitalkosten und das Rating wird schlechter – lassen viele Unternehmer auch jetzt noch wertvolle Zeit verstreichen und unterlassen weiter die konsequente Suche nach Verbesserungsmöglichkeiten. Eine Unternehmenskrise wird häufig erst in der Phase der Ertragskrise wahrgenommen. Wenn ein Unternehmen jedoch erst einmal Verluste erwirtschaftet, hat es oft nur noch relativ wenig Spielraum für gegensteuernde Maßnahmen, insbesondere wenn die Risikotragfähigkeit (Rating) eher schwach ist. Neue Erfolgspotenziale lassen sich selten in kurzer Zeit aufbauen. Dazu braucht ein Unternehmen finanzielle Reserven, um notwendige Investitionen zu tätigen und einen ausreichenden zeitlichen Spielraum zu haben. Oft lässt sich nun eine Liquiditätskrise, die wegen Zahlungsunfähigkeit oft letztlich im Konkurs endet, nicht mehr vermeiden. Festzustellen ist auch, dass mit zunehmendem Krisenverlauf insbesondere die höher qualifizierten Führungs- und Fachkräfte das Unternehmen zuerst verlassen. Die Konsequenz ist eine unbeabsichtigte „Negativ-Auslese“ des Personals, was die Chancen eines wirksamen Gegensteuerns weiter verschlechtert.

Festzuhalten ist zusammenfassend, dass es ratsam ist, der Früherkennung von Unternehmenskrisen eine besondere Beachtung zu schenken. Ein „Strategie-Review“, der Vergleich der Renditen mit den Kapitalkosten, und Ratingprognosen helfen hier.<sup>8</sup>

Neben diesem Ablauf einer typischen Unternehmenskrise ist natürlich auch ihr Auslöser von entscheidender Bedeutung. Betrachtet man die Ergebnisse empirischer Untersuchungen für verschiedene Wirtschaftszweige, so erkennt man, dass in Handel, Handwerk, in der Industrie und auch im Dienstleistungsgewerbe ähnliche Insolvenzursachen festgestellt wurden.<sup>9</sup> Mängel bei der Planung oder im Finanz- und Rechnungswesen sowie Mängel bei Führung und Organisation führen zu einem zu späten Aufdecken der Ursachen der strategischen Krise. Zins- und andere Kostensteigerungen oder

auch eine verschlechterte Zahlungsmoral der Kunden verschärfen eine strategische Krise zur Rentabilitäts-, Ertrags- oder Liquiditätskrise. Ein zu geringes Eigenkapital lässt den Unternehmen oft zu wenig Zeit, einen Weg aus der Krise zu finden.

Die unmittelbaren Ursachen sind jedoch i.d.R. auf ein zu spätes Reagieren der Unternehmen auf veränderte Kundenwünsche zurückzuführen, die nicht rechtzeitig bemerkt wurden oder auf andere Bedrohungen der Erfolgspotenziale (strategische Krise/Bedrohung der Erfolgspotenziale). Oft wird zudem die Unternehmensgröße zu spät an geänderte Marktbedingungen angepasst: Eigentlich unvermeidliche Entlassungen werden zu lange aufgeschoben. Gerade bei mittelständischen Unternehmen sind häufig auch unnötig hohe, schlecht geplante und teilweise prestigebedingte Investitionen der Auslöser einer Unternehmenskrise. Untersuchungen zu Insolvenzursachen zeigen aber auch, dass eine Unternehmenskrise selten nur auf eine Ursache zurückzuführen ist. In den meisten Fällen führt erst das „unglückliche“ Zusammenspiel mehrerer Faktoren zur Insolvenz eines Unternehmens.

Neben strategischen oder operativen Schwächen können auch an sich nur moderate Risiken Krisen auslösen, wenn Risikodeckungspotenzial (Eigenkapital und Liquiditätsreserven)<sup>10</sup> zu gering sind. Hier ergibt sich unmittelbar die Verknüpfung zum Risikomanagement, das über Risikoanalyse und Risikoaggregation mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ (§ 91 AktG) identifizieren und die (freie) Risikotragfähigkeit eines Unternehmens beurteilen soll. Man kann es als die zentrale gesetzliche Anforderung an das Risikomanagement auffassen, den „Grad der Bestandsgefährdung“<sup>11</sup> zu bestimmen. Aus dieser Perspektive ist es die Aufgabe des Risikomanagements, mögliche Krisen früh zu erkennen. Die letzte der o.g. Krisenphasen – die Liquiditätskrise – ist weitgehend deckungsleich

<sup>8</sup> Vgl. Abschn. V. zu den Methoden.

<sup>9</sup> S. Euler Hermes Kreditversicherungs-AG (2006).

<sup>10</sup> Vgl. Gleißner/Wolfrum, Controlling Magazin 2017, 77.

<sup>11</sup> Gleißner, Der Betrieb 2018, 2769.

mit der „bestandsgefährdenden Entwicklung“.<sup>12</sup> Das gesetzlich vorgeschriebene Risikomanagement ist *das* Managementsystem, für die Früherkennung von „bestandsgefährdenden Entwicklungen“ und damit wesentlich für die Krisenfrüherkennung. Der „Grad der Bestandsgefährdung“, ausdrückbar als Insolvenzwahrscheinlichkeit<sup>13</sup> nimmt von Krisenphase zu Krisenphase zu. Es ist nun naheliegend mit den Methoden des Risikomanagements den „Grad der Bestandsgefährdung“ (die Insolvenzwahrscheinlichkeit) zu messen und festzuhalten, ab welchem „kritischen Level“ präventive Restrukturierungsmaßnahmen initiiert werden sollen. Die Methoden des Risikomanagements – speziell Risikoanalyse und Risikoaggregation – beurteilen entsprechend die Krisenphase und setzen den „Trigger“, der – vor einer Insolvenz – „präventive Restrukturierungsverfahren“ auslöst.

Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass die Methoden der Risikoanalyse und simulationsbasierten Risikoaggregation als Grundlage einer unternehmerischen Entscheidung,<sup>14</sup> die zur frühen Erkennung einer möglichen „bestandsgefährdenden Entwicklung“ erforderlich sind, erneut notwendig sind im Fall einer Insolvenz. Hier geht es um die Beurteilung der „Sanierungserfolgswahrscheinlichkeit“ (wie im IDW S 6 zu lesen).<sup>15</sup>

#### IV. Was ist eine „bestandsgefährdende Entwicklung“?

Um bestandsgefährdende Entwicklungen nachvollziehbar identifizieren zu können, ist zunächst eine klare Definition und Operationalisierung des Begriffs „bestandsgefährdend“ notwendig.<sup>16</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. Es ist offensichtlich, dass der Grad der Bestandsgefährdung durch das Rating als Ausdruck der Insolvenzwahrscheinlichkeit (oder Überlebenswahrscheinlichkeit) ausgedrückt werden kann.<sup>17</sup> Jedes Unternehmen weist ein Insolvenzrisiko auf, sodass 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 von den Eigentümern akzeptiertes  $p^{\max}$ . Dieser Sachverhalt wird als Vorliegen keiner „relevanten“ Bestandsgefährdung interpretiert. Festzulegen ist dabei 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>18</sup>

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>19</sup> Da die Insolvenzwahrscheinlichkeit abhängig ist von (1) erwartetem Ertragsniveau, (2) Risikodeckungspotenzial (Eigenkapitalausstattung) und (3) Ertragsri-

siko (Ertragsvolatilität), sind für eine verbesserte Abschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit simulationsbasierte Verfahren empfehlenswert, die auf einer Risikoanalyse basieren. 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>20</sup>

Will man die auch gesetzlich geforderte Kernaufgabe des Risikomanagements erfüllen, „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen, müssen diese zunächst einmal klar identifiziert werden. Von einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ ist im Allgemeinen auszugehen,

- wenn das Eigenkapital verzehrt wird (Überschuldung), oder
- 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 (Unterschreiten eines z.B. B-Ratings).

Bestandsgefährdende Entwicklungen sind nicht etwa bestandsgefährdende Einzelrisiken, 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<sup>21</sup> und aufgrund der Nichtaddierbarkeit von Risiken eine Risikosimulation (Monte-Carlo-Simulation).

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

12 S. dazu Abschn. IV.

13 S. dazu Abschn. IV.

14 S. RMA, 2019.

15 Es sei erwähnt, dass schon vor Jahren *Drukarczyk/Schüler* in ihrer Stellungnahme zu ähnlichen Interpretationen des Wahrscheinlichkeitsbegriffs im juristischen Kontext Stellung genommen haben (s. *Drukarczyk/Schüler*, WPg 2003, 56).

16 Vgl. Erläuterung in Anlehnung an *Gleißner*, Der Betrieb 2017, 2749 und *ders.*, Der Betrieb 2018, 2769.

17 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) (abgerufen am 26.7.2017).

18 Jeweils „pro Jahr“; vgl. die Rating-Tabelle von Standard & Poor's.

19 S. z.B. *Altman*, 2000; *Weber/Krahn/Voßmann*, zfbf 1998, 117; *Krotter/Schüler*, zfbf 2013, 390 und die Übersicht bei *Gleißner*, WISU 2019, 692.

20 Vgl. Abschn. IV.

21 Abschn. V.

berechnen, ist Aufgabe der Risikotragfähigkeitskonzepte, die nachfolgend erläutert werden.

Im neuen IDW PS 981<sup>22</sup> (von 2017) und DIIR RS Nr. 2 (von 2018)<sup>23</sup> wird die Formulierung einer Risikostrategie gefordert und die Bedeutung der Risikotragfähigkeitskonzepte betont. Es ist sinnvoll, dass ein Risikotragfähigkeitskonzept zwei Kennzahlen umfasst, nämlich:

- a) *Risikotragfähigkeitswert*: maximaler Umfang eines (liquiditätswirksamen) Verlusts, den das Unternehmen verkraften kann, ohne dass das Rating unter „B“ absinkt.
- b) *Wahrscheinlichkeit*, dass bei den gegebenen Risiken in (z.B. einem Jahr) der Risikotragfähigkeitswert (s. a) negativ wird.<sup>24</sup>

Die Risikotragfähigkeitskonzepte bestimmen also Kennzahlen, 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 Judgment Rule).<sup>25</sup> 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>26</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 auf den Unternehmenswert.<sup>27</sup>

## V. Methoden: Ratingprognose, Stresstests und Risikoaggregation im Krisenfrühwarnsystem<sup>28</sup>

Es wurde oben bereits darauf hingewiesen, dass eine mögliche „bestandsgefährdende Entwicklung“ identifiziert werden kann, indem die Auswirkung bestehender Risiken auf die Planung,<sup>29</sup> auch aus Kombinationseffekten, für das zukünftige Rating<sup>30</sup> untersucht wird. Die Methodik der Ratingprognose in Verbindung mit der Risikoaggregation, als wichtigste Techniken für die Früherkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“, werden in diesem Abschnitt nun noch ein wenig näher erläutert.

Die Identifikation eines Restrukturierungs- oder gar Sanierungsbedarfs zeigt, ob ein Unternehmen

- bereits in einer (existenzbedrohenden) Krise sich befindet (Sanierung, s. IDW S 6) oder
- bei Eintreten vorhandener Risiken eine so schwerwiegende Beeinträchtigung des Ratings eintritt, dass in die-

sem Fall eine Krise (oder gar Insolvenz) droht (Restrukturierungsbedarf).

Für eine präventive Beurteilung des Restrukturierungsbedarfs sind damit offensichtlich Ratingprognosen hilfreich, die die möglichen Auswirkungen von Risiken aufzeigen. Diese Technik wird nachfolgend erläutert. Später, in Abschn. V., wird gezeigt, wie solche Ratingprognosen<sup>31</sup> und die damit geschätzten Insolvenzwahrscheinlichkeiten im Kontext der Bewertung von Sanierungskonzepten genutzt werden.

Ratingprognosen zeigen die zu erwartende Entwicklung des Ratings eines Unternehmens. Zielsetzung der darauf aufbauenden (deterministischen) Stresstests ist es, für ausgewählte hypothetische oder aber auch historisch bereits eingetretene Risiko- bzw. Umfeldszenarien zu ermitteln, ob ein Unternehmen in Anbetracht der tatsächlich verfügbaren Risikotragfähigkeit (Liquiditäts- und Eigenkapitalreserven) überlebt. Deterministische Stresstests sind damit i.d.R. Szenarioanalysen, in deren Rahmen außergewöhnliche, aber plausible Schockereignisse im Hinblick auf die Konsequenzen für das Unternehmen, speziell für sein Rating, betrachtet werden.

Krisen manifestieren sich in schwerwiegenden negativen Abweichungen von der Planung. Als Risiko bezeichnet man die Möglichkeit der Planabweichung, was Chancen und Gefahren einschließt. Erster Schritt des Stresstests ist die Erstellung einer integrierten Unternehmensplanung (Planerfolgsrechnung und Planbilanz),<sup>32</sup> die im Hinblick auf ihre Robustheit gegenüber Stressszenarien untersucht werden sollen. Im einfachsten Fall ist die entsprechende Planung dabei die unmittelbare Fortschreibung des Jahresabschlusses bzw. der strategischen Jahresplanung. Als Nächstes müssen die Risikofaktoren – i.d.R. liefert das Risikomanagement ein Risikoinventar – festgelegt werden, deren Veränderung in ihren Konsequenzen für das Rating im Rahmen des Stresstests ausgewertet werden sollen.

Ratingverfahren basieren i.d.R. primär auf Finanzkennzahlen. Diese Finanzkennzahlen lassen sich natürlich auch zu jeder Planung berechnen. Daraus kann wiederum ein Finanzrating

22 Vgl. *Wermelt/Scheffler/Oehlmann*, Controller Magazin 2017, 84.

23 S. *Gleißner/Kimpel*, ZIR 2019, 148.

24 Weiterführend zu Risikotoleranz und Risikoaggregation vgl. *Gleißner/Wolfrum*, Controller Magazin 2017, 77.

25 Vgl. *Gleißner*, Der Betrieb 2018, 2769 und RMA, 2019.

26 S. dazu z.B. *Graumann*, WISU 2014, 317 und *Graumann/Linderhausl/Grundeis*, BFuP 2009, 492.

27 S. *Gleißner*, WPg 2010, 735 und *ders.*, WISU 2019, 692 sowie *Knabe*, Die Berücksichtigung von Insolvenzsrisiken in der Unternehmensbewertung, 2012 und *Friedrich*, Unternehmensbewertung bei Insolvenzsrisiko, 2015.

28 In Anlehnung an *Gleißner*, Risikogerechte Bewertung und Erfolgswahrscheinlichkeit von Restrukturierungsstrategien, in: *Knecht/Hommel/Wohlberg* (Hrsg.): Handbuch Unternehmensrestrukturierung: Grundlagen – Konzepte – Maßnahmen, 2. Aufl. 2018, Bd. 2, S. 1343 – 1363.

29 Vgl. *Becker*, Die Grundlagen der Prognosebildung, 2019 und *Nickert/Nickert/Kühne*, KTS 2019, 29.

30 Vgl. *Everling/Lekerl/Bielmeier*, Credit Analyst, 2015 zu den Grundlagen.

31 Vgl. auch *Nickert/Kühne*, ZInsO 2017, 2405.

32 Vgl. *Nickert/Nickert/Kühne*, KTS 2019, 29.

abgeleitet werden. Aus dem Vergleich zweier Plan-Finanzkennzahlen, bspw. einem erwarteten Ergebnis und einem Stressszenario, kann eine Verschlechterung des Finanzratings für den Stressfall berechnet werden.

Das am besten bestimmbare Maß für die Höhe des Insolvenzrisikos ist die Insolvenzwahrscheinlichkeit. Für die Schätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit sind verschiedene Verfahren nutzbar. Bedeutung haben die bei Banken und Ratingagenturen genutzte Rating- und Insolvenzprognosemethoden, deren hohe Qualität bei Banken und Ratingagenturen durch regelmäßige Validierungsstudien belegt wird.<sup>33</sup> Diese nutzen insbesondere Finanzkennzahlen, wie z.B. Eigenkapitalquote, Gesamtkapitalrendite oder Zinsdeckungsquote, und sehen Unternehmen und Verschuldung damit als Einheit (keine Trennung wie bei Entity-Bewertungsverfahren). Schon mit wenigen Finanzkennzahlen, nämlich z.B. der Gesamtkapitalrendite (return on capital employed – ROCE) und Eigenkapitalquote (EKQ), ist mit einer empirisch-induktiv ermittelten Funktion zumindest eine Abschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit  $p$  möglich.<sup>34</sup>

Periodenspezifische zukünftige Insolvenzwahrscheinlichkeiten erhält man, wenn man aus der Unternehmensplanung abgeleitete Plan- oder Erwartungswerte von Finanzkennzahlen verwendet.

aggregation wird mittels der Monte-Carlo-Simulation eine große repräsentative Stichprobe risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien berechnet und analysiert. Die für das Unternehmen wesentlichen Chancen und Gefahren werden dabei quantitativ beschrieben (z.B. durch die Angabe von Mindestwert, wahrscheinlichsten Wert und Maximalwert der Materialkostenquote). Die Aggregation der Risiken erfolgt mit Bezug auf die Unternehmensplanung, weil Risiken hier zu Planabweichungen führen können. So wird eine realistische Bandbreite der Zukunftsentwicklung der Cashflows und Erträge berechnet. Dies erlaubt zunächst die Ableitung sog. „erwartungstreuer“ Planwerte (z.B. für die Cashflows), also von Planwerten, die unter Beachtung von Chancen und Gefahren „im Mittel“ realisiert werden können (und nicht etwa bei einer ambitionierten Planung systematisch „zu optimistisch“ sind). Mit der Monte-Carlo-Simulation kann man zudem unmittelbar ableiten, mit welcher Wahrscheinlichkeit Szenarien auftreten, die als (1) „bestandsgefährdende Entwicklung“ oder (2) „Insolvenz“ zu beschreiben sind. So ergibt sich unmittelbar eine risikoadäquate Schätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit (und damit des „Grads der Bestandsgefährdung“). In Restrukturierungssituationen ist es zudem möglich den Bedarf an Eigenkapital und Liquidität eines Unternehmens risikoadäquat zu bestimmen. Man kann unmittelbar berechnen, wie viel Eigenkapital und Liquidität erforderlich ist, damit eine vorgegebene und akzeptierte maximale Insolvenz-

| Rating | "Rating -Schulnote" |            |            | Insolvenzwahrscheinlichkeit (ein Jahr) |            |            |
|--------|---------------------|------------|------------|--|------------|------------|
|        | Untergrenze         | Mittelwert | Obergrenze | Untergrenze                            | Mittelwert | Obergrenze |
| AAA/AA | 1,00                | 1,06       | 1,12       | 0,00%                                  | 0,01%      | 0,02%      |
| AA-    | 1,12                | 1,19       | 1,25       | 0,02%                                  | 0,03%      | 0,03%      |
| A+     | 1,25                | 1,34       | 1,42       | 0,03%                                  | 0,05%      | 0,06%      |
| A      | 1,42                | 1,50       | 1,58       | 0,06%                                  | 0,08%      | 0,10%      |
| A-     | 1,58                | 1,67       | 1,75       | 0,10%                                  | 0,13%      | 0,15%      |
| BBB+   | 1,75                | 1,88       | 2,00       | 0,15%                                  | 0,22%      | 0,28%      |
| BBB    | 2,00                | 2,13       | 2,25       | 0,28%                                  | 0,38%      | 0,48%      |
| BBB-   | 2,25                | 2,38       | 2,50       | 0,48%                                  | 0,63%      | 0,78%      |
| BB+    | 2,50                | 2,67       | 2,83       | 0,78%                                  | 1,08%      | 1,37%      |
| BB     | 2,83                | 3,00       | 3,17       | 1,37%                                  | 1,84%      | 2,30%      |
| BB-    | 3,17                | 3,34       | 3,50       | 2,30%                                  | 2,96%      | 3,61%      |
| B+     | 3,50                | 3,63       | 3,75       | 3,61%                                  | 4,28%      | 4,95%      |
| B      | 3,75                | 3,88       | 4,00       | 4,95%                                  | 5,80%      | 6,64%      |
| B-     | 4,00                | 4,25       | 4,50       | 6,64%                                  | 9,00%      | 11,35%     |
| CCC    | 4,50                | 4,75       | 5,00       | 11,35%                                 |            |            |

Tabelle 1: Rating und Insolvenzwahrscheinlichkeit ( $p$ ) (Quelle: FutureValue Group AG)

Die Schwäche aller finanzkennzahlen-basierten Verfahren für die Insolvenzprognose und die Früherkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“ besteht darin, dass diese – wie erwähnt – die zukünftigen Risiken nicht adäquat erfassen können. Chancen und Gefahren eines Unternehmens, die jeweils Planabweichungen auslösen können, führen zu einer unendlich großen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien. Um die Wirkungen von Risiken und ihrer Kombinationseffekte adäquat auswerten zu können, ist daher die erwähnte Risikoaggregation notwendig. Bei der Risiko-

wahrscheinlichkeit ( $p^{\max}$ ) erreicht wird. So ergibt sich eine risikogerechte Finanzierungsstruktur, die einen häufigen Fehler in Restrukturierungs- und Sanierungskonzepten vermeidet:

33 Alternativ die „Abbruchwahrscheinlichkeit des Zahlungsstroms der Eigentümer“ die Szenarien einschließt, bei denen das Unternehmen ohne wesentliche Erlöse liquidiert wird.

34 Vgl. zu einer Rechengleichung *Gleißner*, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017, S. 336.

die Bestimmung des Eigenkapital- und Liquiditätsbedarfs lediglich basierend auf vorgegebenen (oft optimistischen) Planwerten, und ohne Beachtung des Sachverhalts, das auch die möglichen negativen Auswirkungen von Risiken den Finanzierungsbedarf zu erhöhen.<sup>35</sup>

## VI. Implikationen für Insolvenzprävention und präventive Restrukturierung

Die wesentlichen Implikationen obiger Erläuterungen für die Ausgestaltung präventiver Restrukturierungsverfahren werden nachfolgend skizziert.

Wie oben bereits erläutert, ist es naheliegend mithilfe des gesetzlich sowieso vorgeschriebenen Risikomanagements, also aus den Ergebnissen von Risikoanalyse und Risikoaggregation, abzuleiten, wann ein präventives Restrukturierungsverfahren zu initiieren ist. Die dafür erforderlichen Methoden wurden in Abschn. V. erläutert. Wenn z.B. eine Insolvenzwahrscheinlichkeit oberhalb eines „kritischen Werts“ (von z.B. 5 %) angezeigt wird, sollte über die Möglichkeit präventiver Restrukturierungsverfahren nachgedacht werden.

Die Methode des Risikomanagements ermöglicht die fundierte Beurteilung der Situation eines Unternehmens mit der in III. skizzierten Ampel:

1. Situationen ohne signifikante Bestandsgefährdung (grüne Ampelstufe);
2. Situation einer (drohenden) bestandsgefährdenden Entwicklung (gelbe Ampelstufe), was ein präventives Restrukturierungsverfahren anstößt;
3. Insolvenz, i.d.R. also drohende Illiquidität (rote Ampelstufe).

Wesentlich ist zu beachten, dass eine Entscheidung über präventive Restrukturierungsmaßnahmen regelmäßig als „unternehmerische Entscheidung“ i.S.v. § 93 AktG aufzufassen sind. Die Entscheidung über ein mögliches Paket von Restrukturierungsmaßnahmen (die Auswahl einer Handlungsalternative) muss den hier gesetzlich geforderten Mindestanforderungen gerecht werden.<sup>36</sup> Insbesondere ist zu gewährleisten (und zu dokumentieren),<sup>37</sup> dass die Entscheidungsvorlage sämtliche gebotenen „angemessenen Informationen“ (§ 93 AktG) belegbar enthält. Es sind entsprechend die vorhandenen Handlungsalternativen, die wesentlichen Annahmen und darauf aufbauende Prognosen sowie insbesondere die mit der Entscheidung verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) zu benennen. Notwendig ist es letztlich die Auswirkungen der Entscheidung bzgl. einer bestimmten „Restrukturierungsstrategie“ auf (1) Ertrag und (2) Risiko des Unternehmens zu beachten (d.h. risikogerecht zu bewerten).<sup>38</sup> In besonderer Weise sind dabei die Auswirkungen auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit (das Insolvenzrisiko) aufzuzeigen.<sup>39</sup>

Auch ggf. notwendige Sanierungsgutachten im Sinne des IDW S 6 sind gerade dann ökonomisch wertvoll, wenn sie

eine fundierte Entscheidungsgrundlage für die verschiedenen Stakeholder bieten. In Anbetracht einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft muss man sich hier mit Chancen und Gefahren (Risiken) zeigen und eine Sanierungserfolgswahrscheinlichkeit ableiten. Es gibt keine Sicherheit und damit kein „sicher sanierungsfähig“ und „sicher nicht sanierungsfähig“ – die Realität liegt irgendwo dazwischen und genau dies drückt eine Sanierungserfolgswahrscheinlichkeit aus, die mit den in Abschn. V. erläuterten Simulationsverfahren berechnet wird. Als juristischer Terminus hat die „überwiegende Wahrscheinlichkeit“ durchaus ihre Berechtigung. Notwendig aus betriebswirtschaftlich-entscheidungsorientierter Sichtweise ist es jedoch, Sanierungserfolgswahrscheinlichkeiten oder auch Sanierungswertbeiträge auch als klare quantitative Größe (Zahlen) anzugeben.<sup>40</sup> Dies ist unverzichtbar, um rechnen und Entscheidungen (z.B. über die Sinnhaftigkeit einer weiteren Geldzufuhr) fundieren zu können.

## VII. Zusammenfassung und Fazit

Die Verhinderung an sich vermeidbarer Insolvenzen erfordert es, dass schon die Vorphase einer Insolvenz – also eine (drohende) „bestandsgefährdende Entwicklung“ (i.S.v. § 91 AktG) – rechtzeitig erkannt wird. Genau dies ist die gesetzliche Kernaufgabe des Risikomanagements (ausgedrückt in Standards, wie den IDW PS 340 und den neuen DIIR RS Nr. 2). Es ist notwendig die wesentlichen Risiken systematisch zu analysieren und zu überwachen – und insbesondere diese zu aggregieren, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ auch aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken erkennen zu können. Ein solches Risikomanagement kann die Vorphase zur Insolvenz bereits die bestandsgefährdenden Entwicklungen aufzeigen, was es ermöglicht, rechtzeitig präventive Restrukturierungsmaßnahmen zu initiieren (und so eine Vielzahl von Insolvenzen zu vermeiden). Die Methoden von Risikoanalyse und Risikoaggregation sind zudem zugleich nutzbar, um die hier nun bestehenden Handlungsalternativen im Rahmen der bei der Restrukturierung anstehenden „unternehmerischen Entscheidungen“ adäquat zu beurteilen, d.h. die Implikationen der Handlungsmöglichkeiten für das Ertrags-Risiko-Profil zu bewerten (wie es § 93 AktG für „unternehmerische Entscheidungen“ fordert). Im Ergebnis ist also eine enge Verknüpfung zwischen Risikomanagement, Insolvenzmanagement und Restrukturierungsmaßnahmen zur Vermeidung von Insolvenzen anzustreben (und dies sollte bei der Umsetzung der vorliegenden EU-Richtlinie adäquat berücksichtigt werden).

35 Zum Verfahren s. auch Gleißner (Fn. 34), S. 251 – 260 und Krauß/Ackermann, ZInsO 2019 sowie Gleißner (Fn. 28), S. 1343 – 1363.

36 S. dazu RMA, Managemententscheidungen unter Risiko, 2019.

37 Das Gesetz sieht hier eine Beweislastumkehr vor.

38 S. dazu Gleißner/Ernst, OIV 2019, 3.

39 Zu beachten ist hier nochmals, dass Veränderungen des Werttreibers Insolvenzwahrscheinlichkeit erhebliche Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben, s. z.B. Gleißner, WISU 2019, 692.

40 Vgl. Drukarczyk/Schüler, WPg 2003, 56.