
Thomas Brauchle

Unternehmerische Entscheidung und Risikomanagement

Vorstandsermessen im
Spannungsfeld von
Organhaftung, Corporate
Governance und Kapitalmarkt

 Springer Gabler

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht.....	IX
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....	XXIII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXV
I Problemstellung.....	1
II Die Reichweite des unternehmerischen Ermessens des Vorstands im Rahmen der deutschen <i>business judgment rule</i> aus ökonomischer Sicht.....	9
1. Weiter Ermessensspielraum bei unternehmerischen Entscheidungen des Vorstands zur Sicherstellung des Normzwecks des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG	9
a) Die deutsche <i>business judgment rule</i> im Wortlaut des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG	9
b) Die Diskussionen im Vorfeld der Aufnahme der <i>business judgment rule</i> in das deutsche Aktienrecht	11
aa) Skizze der Rechtsprechung des BGH im Fall ARAG/Garmenbeck im Jahr 1997.....	11
bb) Analyse der US-amerikanischen <i>business judgment rule</i> als Leitbild für die Entwicklung in Deutschland	12
cc) Ausgewählte Vorschläge zur Formulierung einer deutschen <i>business judgment rule</i> im Vorfeld des UMAG.....	14
aaa) Erster Formulierungsvorschlag von <i>Ulmer</i> im Jahr 1999 und dessen Übernahme durch die Regierungskommission Corporate Governance.....	14
bbb) Veröffentlichung des Referentenentwurfs des UMAG im Jahr 2004	15
ccc) In der Literatur diskutierte Änderungsvorschläge zum Referentenentwurf.....	15
c) Die Kodifizierung der <i>business judgment rule</i> durch das UMAG im Jahr 2005	17
aa) Möglichkeiten und Grenzen einer gesetzlichen Kodifizierung des unternehmerischen Ermessens	17

bb)	Kodifizierung der deutschen <i>business judgment rule</i> durch die Einführung des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG in das deutsche Aktienrecht	18
d)	<i>Kritische Würdigung des weiten Ermessensspielraums des Vorstands zur Sicherstellung des Normzwecks des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG aus ökonomischer Sicht</i>	19
aa)	Die Billigung eines weiten Ermessensspielraums für den Vorstand bei unternehmerischen Entscheidungen zur Sicherstellung des Normzwecks des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG	19
bb)	Das Eingehen von unternehmerischen Risiken als notwendige Voraussetzung für unternehmerischen Erfolg	21
cc)	Die Beschränkung des Ermessensspielraums des Vorstands aufgrund von Schutzbedürfnissen anderer Anspruchsgruppen	22
2.	Notwendigkeit der kumulativen Erfüllung der Tatbestandsmerkmale zur Inanspruchnahme des <i>safe harbor</i> gemäß § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG	24
a)	<i>Fragliche Abgrenzbarkeit von unternehmerischen und rechtlich gebundenen Entscheidungen</i>	24
b)	<i>Notwendige Konkretisierung der Anforderungen an die Angemessenheit der Informationsgrundlage</i>	26
c)	<i>Notwendige Priorisierung bei konfliktären Mehrfachzielen im Hinblick auf das Wohl der Gesellschaft</i>	30
d)	<i>Fragliche Reichweite der Überprüfung des Vorliegens von möglichen Interessenkonflikten</i>	33
e)	<i>Möglichkeiten und Grenzen der objektiven Bewertung des Handelns in gutem Glauben</i>	35
3.	Kritische Würdigung der Anwendung der <i>business judgment rule</i> durch die deutsche Rechtsprechung aus ökonomischer Sicht	37
a)	<i>Grundsätzliche Billigung eines weiten Ermessensspielraums bei Vorliegen einer unternehmerischen Entscheidung</i>	37
aa)	Zum Vorliegen einer unternehmerischen Entscheidung aus Sicht der Rechtsprechung in Deutschland	37
bb)	Zur Abgrenzung von rechtlich gebundenen Entscheidungen	39
b)	<i>Einzelfallabhängige Differenzierung hinsichtlich der Angemessenheit der Informationsgrundlage</i>	40
aa)	Zur Durchführung einer umfassenden und sorgfältigen Abwägung der mit der unternehmerischen Entscheidung verbundenen Chancen und Risiken .	40

bb)	Zur Reichweite der Schaffung einer angemessenen Informationsgrundlage auf Basis von Informationen von Dritten.....	42
cc)	Zur erforderlichen Anwendung von anerkannten betriebswirtschaftlichen Grundsätzen	44
c)	<i>Missachtung des Gesellschaftswohls bei Eingehen von unvertretbaren Risiken</i>	46
aa)	Ansätze zur Konkretisierung des Vorliegens von ex-ante unvertretbaren Risiken im Allgemeinen	46
bb)	Anforderungen an die Sicherheitenstellung bei der Darlehens- und Kreditvergabe im Besonderen.....	47
III	Grundsätze zur Ermittlung einer angemessenen Informationsgrundlage sowie zur angemessenen Entscheidungsfindung bei unternehmerischen Entscheidungen durch ein Risikomanagement im ökonomischen Sinn	49
1.	Konkretisierung der normativen Anforderungen an das Risikomanagement durch eine ökonomische Auslegung der gesetzlichen Vorgaben	49
a)	<i>Sinn und Zweck sowie Spezifizierung der normativen Anforderungen an das Risikomanagement</i>	49
aa)	Sinn und Zweck der Einrichtung eines Risikomanagements gemäß § 91 Abs. 2 AktG aus rechtlicher Sicht.....	49
bb)	Rechtliche Spezifizierung der normativen Anforderungen an ein Risikomanagement gemäß § 91 Abs. 2 AktG.....	51
b)	<i>Konkretisierung der Anforderungen an das Risikomanagement auf Basis einer ökonomischen Analyse der Vorgaben gemäß § 91 Abs. 2 AktG</i>	52
aa)	Berücksichtigung sämtlicher Risiken des Unternehmens.....	52
bb)	Anwendung eines weiten Risikoverständnisses.....	55
cc)	Frühzeitige Überwachung potenzieller Risiken.....	56
dd)	Einrichtung einer effizienten Risikoorganisation	57
2.	Grundsätze zur angemessenen Erfassung und Steuerung von Risiken aus ökonomischer Sicht	59
a)	<i>Grundsatz der angemessenen Identifikation von Risiken</i>	59
aa)	Festlegung von <i>risk appetite</i> und Risikostrategie	59
bb)	Durchführung einer Risikoinventur	61
aaa)	Analyse der geschäftsmodellspezifischen Risiken	61

bbb)	Abgleich von Risikoinventar und <i>risk appetite</i>	63
cc)	Einrichtung eines unternehmensspezifischen Frühwarnsystems	64
aaa)	Konkretisierung der Risikoüberwachung durch operative Frühwarnsysteme.....	64
i)	Kennzahlenorientierte Frühwarnsysteme	64
ii)	Indikatororientierte Frühwarnsysteme	65
bbb)	Konkretisierung der Risikoüberwachung durch strategische Frühwarnsysteme.....	66
ccc)	Möglichkeiten und Grenzen der Anwendung von unternehmensspezifischen Frühwarnsystemen	68
b)	<i>Grundsatz der angemessenen Quantifizierung von Risiken</i>	69
aa)	Risikoartenspezifische Risikomessung.....	69
aaa)	Kennzahlen zur Risikomessung	69
i)	Erwarteter Verlust als Basiskennzahl der Risikomessung	69
ii)	Quantifizierung von unerwarteten Verlusten bei der Ermittlung des Value at Risk.....	71
iii)	Explizite Berücksichtigung von Extremrisiken im Rahmen des Conditional Value at Risk	74
bbb)	Messung und Limitierung von Risikokonzentrationen	75
i)	Theoretische Fundierung und empirische Evidenz zur Vorteilhaftigkeit von Risikokonzentrationen	75
ii)	Betriebswirtschaftliche Ansätze zur Quantifizierung von Risikokonzentrationen.....	78
iii)	Ökonomische Anforderungen an die Ausgestaltung eines angemessenen Limitsystems	80
ccc)	Messung von Risiken extremer Ereignisse: risikoartenspezifische Stresstests	81
i)	Möglichkeiten und Grenzen der Anwendung von risikoartenspezifischen Stresstests	81
ii)	Beispielhafte Umsetzung von risikoartenspezifischen Stresstests	82
bb)	Risikoartenübergreifende Risikomessung	83
aaa)	Berücksichtigung von Interdependenzen zwischen Risikoarten	83
i)	Theoretische Fundierung und empirische Evidenz der Existenz von Risikointerdependenzen	83
ii)	Betriebswirtschaftliche Ansätze zur Quantifizierung von Risikointerdependenzen	85

bbb)	Messung von Risiken extremer Ereignisse: makroökonomische Stresstests	86
i)	Anwendung von makroökonomischen Stresstests zur risikoartenübergreifenden Risikomessung	86
ii)	Konkretisierung der Anforderungen an makroökonomische Stresstests	87
1)	Entwicklung von Stressszenarien	87
2)	Operationalisierung und Modellierung der Auswirkungen von Stressszenarien	89
3)	Anwendung und Kommunikation der Ergebnisse	90
iii)	Beispielhafte Umsetzung von makroökonomischen Stressszenarien	91
c)	<i>Grundsatz der adressatengerechten internen Risikoberichterstattung</i>	92
aa)	Bedeutung der internen Risikoberichterstattung für die Informationsversorgung des Vorstands	92
bb)	Ansätze zur Optimierung der internen Risikoberichterstattung.....	92
aaa)	Ausgewogenheit von quantitativen und qualitativen Berichtselementen	92
bbb)	Umsetzung einer pyramidalen Berichtsstruktur	93
ccc)	Entwicklung einer vorausschauenden, handlungsorientierten Berichterstattung.....	94
3.	Grundsätze zur angemessenen Entscheidungsfindung unter Risiko aus ökonomischer Sicht	95
a)	<i>Grundsatz der angemessenen Bewertung von Risiken unternehmerischer Entscheidungen</i>	95
aa)	Auswahl der präferierten Handlungsalternative	95
aaa)	Notwendigkeit der Anwendung eines strukturierten Entscheidungsprozesses	95
bbb)	Konkretisierung der zu berücksichtigenden Informationen	97
i)	Umfassende Berücksichtigung sämtlicher entscheidungs- relevanter Informationen im Allgemeinen	97
ii)	Erforderliche Plausibilisierung der Informationen von Ratingagenturen im Besonderen	98
bb)	Bewertung des Einzelrisikos der präferierten Handlungsalternative.....	99
aaa)	Erstellung eines quantitativen Chancen-Risiko-Profiles.....	99

bbb)	Analyse der potenziellen Auswirkungen auf nicht-finanzielle Risiken.....	100
cc)	Bewertung des Risikos der präferierten Handlungsalternative im Kontext von Risikotragfähigkeit und Zahlungsfähigkeit.....	101
aaa)	Konkretisierung des Begriffs des bestandsgefährdenden Risikos....	101
bbb)	Analyse der Existenz von bestandsgefährdenden Risiken	102
i)	Bestandsgefährdung und Risikotragfähigkeit	102
ii)	Bestandsgefährdung und Zahlungsfähigkeit	104
b)	<i>Grundsatz der angemessenen Dokumentation unternehmerischer Entscheidungen</i>	106
aa)	Sicherstellung der Nachvollziehbarkeit unternehmerischer Entscheidungen	106
aaa)	Rechtliche und ökonomische Anforderungen an die Dokumentation von unternehmerischen Entscheidungen	106
bbb)	Konkretisierung der zu dokumentierenden Inhalte	107
bb)	Differenzierte Darstellung von Wahrscheinlichkeitsurteilen.....	108
aaa)	Ansätze zur Erklärung der verzerrten Einschätzung von geringen Wahrscheinlichkeiten	108
bbb)	Ansätze zur Erklärung des Einflusses der Darstellungsform von Wahrscheinlichkeiten	109
4.	Grenzen der Maßgeblichkeit der Einhaltung ökonomischer Grundsätze für die rechtliche Bewertung einer möglichen Pflichtverletzung des Vorstands ...	111
a)	<i>Ökonomische Grundsätze als Hilfsmittel zur Unterstützung der rechtlichen Bewertung einer möglichen Pflichtverletzung des Vorstands</i>	111
aa)	Potenzielle Divergenz von branchenüblichem Verhalten und rechtlichem Erfordernis	111
bb)	Notwendigkeit einer richterlichen Gesamtwürdigung bei Einhaltung von Einzelgrundsätzen	112
b)	<i>Gefahr der Einhaltung ökonomischer Grundsätze bei gleichzeitiger Missachtung des Sinn und Zwecks aus rechtlicher Sicht</i>	113
aa)	Gefahr der Fokussierung auf eine ausschließlich formale Einhaltung ökonomischer Grundsätze.....	113
bb)	Möglichkeiten und Grenzen einer bewussten Ausnutzung von Ermessensspielräumen durch den Vorstand	114

IV	Interne Berichterstattung über die Informationsgrundlage bei unternehmerischen Entscheidungen als Basis der Überwachung des Vorstands im Rahmen der internen Corporate Governance	117
1.	Gesetzliche Pflicht zur Überwachung des Vorstands durch Aufsichtsrat und Abschlussprüfer im Rahmen der internen Corporate Governance	117
a)	<i>Unmittelbare Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats gemäß § 111 Abs. 1 AktG</i>	<i>117</i>
aa)	Die Pflicht des Aufsichtsrats zur Überwachung der Geschäftsführung im Allgemeinen	117
bb)	Die Pflicht des Aufsichtsrats zur Überwachung des Risikomanagements im Besonderen	120
aaa)	Die Überwachung des Früherkennungssystems zu bestandsgefährdenden Entwicklungen	120
bbb)	Die Überwachung des internen Kontroll- und des Risikomanagementsystems	121
ccc)	Die Anforderungen an das <i>board of directors</i> zur Überwachung des Risikomanagements im Rahmen der US-amerikanischen internen Corporate Governance	123
b)	<i>Mittelbare Überwachungsfunktion des Abschlussprüfers gemäß § 317 HGB</i>	<i>124</i>
aa)	Die Prüfung der Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften bei der Finanzberichterstattung im Allgemeinen	124
bb)	Die Beurteilung und Prüfung des Risikomanagements im Besonderen	127
aaa)	Die Beurteilung der Funktionalität des Früherkennungssystems zu bestandsgefährdenden Entwicklungen	127
bbb)	Die Prüfung der Darstellung von Chancen und Risiken der künftigen Entwicklung im (Konzern-)Lagebericht	129
ccc)	Die Prüfung der Angaben zum internen Kontroll- und Risikomanagementsystem im (Konzern-)Lagebericht	131
ddd)	Die Anforderungen an den <i>auditor</i> zur Überwachung des Risikomanagements im Rahmen der US-amerikanischen internen Corporate Governance	133
2.	Theoretische Fundierung und empirische Ergebnisse zur Effektivität der Überwachung des Vorstands im Rahmen der internen Corporate Governance	135
a)	<i>Skizze des ökonomischen Arguments</i>	<i>135</i>

aa)	Bedeutung der internen Corporate Governance für die Finanzierung des Unternehmens aus internen Quellen sowie über Bankkredite.....	135
bb)	Reduzierung der Kapitalkosten durch Abbau von Informationsasymmetrien über private Informationskanäle.....	137
b)	<i>Kritische Würdigung ausgewählter empirischer Ergebnisse.....</i>	<i>139</i>
aa)	Interne Corporate Governance und <i>earnings management</i>	139
bb)	Interne Corporate Governance und Entwicklung des Aktienkurses	140
cc)	Interne Corporate Governance und Qualität sowie Umfang der externen Berichterstattung	141
dd)	Interne Corporate Governance und Ausschüttungsbemessungsfunktion der Rechnungslegung.....	143
3.	Konkretisierung der Anforderungen an die interne Berichterstattung zur Unterstützung der Überwachung des Vorstands im Rahmen der internen Corporate Governance	145
a)	<i>Notwendige Konkretisierung der inhaltlichen Reichweite der Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat gemäß § 90 AktG</i>	<i>145</i>
aa)	Grundsatz der vollständigen Information des Aufsichtsrats.....	145
bb)	Konkretisierung der Berichterstattung über Geschäfte von erheblicher Bedeutung gemäß § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 AktG	147
cc)	Konkretisierung der Berichterstattung aus sonstigen wichtigen Anlässen gemäß § 90 Abs. 1 Satz 3 AktG	148
b)	<i>Kritische Bewertung des Umfangs des Prüfungsberichts des Abschlussprüfers gemäß § 321 HGB</i>	<i>149</i>
aa)	Berichterstattung über die Beurteilung des Fortbestands und der künftigen Entwicklung des Unternehmens	149
bb)	Berichterstattung über die Beurteilung des Früherkennungssystems zu bestandsgefährdenden Entwicklungen.....	151
cc)	Berichterstattung über die Angaben zum internen Kontroll- und Risikomanagementsystem im (Konzern-)Lagebericht	153
c)	<i>Kritische Bewertung von Umfang und Häufigkeit der mündlichen Berichterstattung des Abschlussprüfers gemäß § 171 Abs. 1 Satz 2 AktG</i>	<i>155</i>
aa)	Berichterstattung zu wesentlichen Schwächen des internen Kontroll- und des Risikomanagementsystems.....	155

bb) Unverzügliche Redepflicht im Rahmen der Frühwarnfunktion des Abschlussprüfers	156
V Externe Berichterstattung über die Informationsgrundlage bei unternehmerischen Entscheidungen als Basis der Überwachung des Vorstands im Rahmen der externen Marktkontrolle.....	159
1. Mittelbare Überwachung des Vorstands durch externe Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden	159
a) <i>Die Bedeutung des externen Kapitalmarkts zur Finanzierung der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens</i>	<i>159</i>
b) <i>Möglichkeiten und Grenzen der Unterstützung der Überwachung des Vorstands durch Informationsintermediäre.....</i>	<i>161</i>
aa) Abschlussprüfer	161
bb) Ratingagenturen	162
cc) Finanzanalysten.....	163
dd) Fachpresse	165
c) <i>Möglichkeiten und Grenzen der Einflussnahme von Aufsichtsbehörden,auf das (Risiko-)Verhalten des Vorstands.....</i>	<i>166</i>
2. Theoretische Fundierung und empirische Ergebnisse zur Effektivität der Überwachung des Vorstands im Rahmen der externen Marktkontrolle	168
a) <i>Skizze des ökonomischen Arguments</i>	<i>168</i>
aa) Externe Marktkontrolle als Voraussetzung für die Finanzierung des Unternehmens aus externen Quellen	168
bb) Einfluss der externen Marktkontrolle auf die Höhe der Refinanzierungskosten eines Unternehmens	169
aaa) Reduzierung der Kapitalkosten durch Abbau von Informationsasymmetrien über öffentliche Informationskanäle	169
bbb) Reduzierung der Kapitalkosten durch Abbau von Unsicherheiten über die zukünftige Unternehmensentwicklung	170
cc) Erhöhung der Marktdisziplin durch transparente Berichterstattung.....	172
b) <i>Kritische Würdigung ausgewählter empirischer Ergebnisse.....</i>	<i>174</i>
aa) Reduzierung der Kapitalkosten des Unternehmens	174
aaa) Der Einfluss der externen Berichterstattung auf die Kapitalkosten von Unternehmen im Allgemeinen	174
i) Kapitalkosten und Qualität der Berichterstattung	174

ii) Kapitalkosten und Inhalt der Berichterstattung	176
bbb) Der Einfluss des Rechnungslegungssystems auf die Kapitalkosten von Unternehmen im Besonderen	178
bb) Empirische Ergebnisse zur Beeinflussung des (Risiko-)Verhaltens des Vorstands durch Erhöhung der Marktdisziplin	180
3. Konkretisierung der Anforderungen an die externe Berichterstattung zur Unterstützung der Überwachung des Vorstands im Rahmen der externen Marktkontrolle	182
a) <i>Kritische Bewertung des Informationsgehalts des Bestätigungsvermerks des Abschlussprüfers gemäß § 322 HGB</i>	<i>182</i>
aa) Bestätigung der Vermittlung eines den tatsächlichen Verhältnissen entsprechenden Bilds der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	182
bb) Berichterstattung zu potenziell bestandsgefährdenden Risiken im Bestätigungsvermerk	183
aaa) Notwendige Differenzierung zwischen abstrakt und konkret bestandsgefährdenden Risiken	183
bbb) Vorgehensweise bei übereinstimmender oder abweichender Risikoeinschätzung von Abschlussprüfer und Vorstand	184
ccc) Möglichkeiten und Grenzen der Aufnahme zusätzlicher Informationen in den Bestätigungsvermerk	185
b) <i>Kritische Bewertung von Umfang und Detaillierungsgrad der Risiko- berichterstattung im (Konzern-)Lagebericht gemäß §§ 289, 315 HGB</i>	<i>188</i>
aa) Darstellung der voraussichtlichen Entwicklung des Unternehmens bzw. des Konzerns mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken	188
aaa) Beschränkung auf die voraussichtliche Entwicklung entsprechend der Schutzfunktion der Rechnungslegung	188
bbb) Beschränkung auf wesentliche Chancen und Risiken unter besonderer Berücksichtigung des DRS 20	189
ccc) Möglichkeiten und Grenzen einer gesetzlichen Verankerung von Empfehlungen des DRS 20	191
bb) Beschreibung der wesentlichen Merkmale des Risikomanagement- systems im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess	192
aaa) Beschränkung der Berichterstattung auf wesentliche sowie rechnungslegungsbezogene Merkmale des Risikomanagement- systems aufgrund schutzwürdiger Interessen des Unternehmens	192
bbb) Möglichkeiten und Grenzen einer Berichterstattung zur Effektivität des internen Risikomanagementsystems	194

c) <i>Notwendige Konkretisierung der Anforderungen an die Risikoberichterstattung im Rahmen des IFRS Practice Statement Management Commentary</i>	195
aa) Darstellung von Risikolage und Risikomanagement unter Anwendung des <i>management approach</i>	195
bb) Implikationen für die (Konzern-)Lageberichterstattung gemäß §§ 289, 315 HGB	197
cc) Möglichkeiten und Grenzen der Erzielung einer international vergleichbaren Risikoberichterstattung	198
VI Thesenförmige Zusammenfassung	201
Verzeichnis abgekürzt zitierter Schriften	207
Verzeichnis zitierter Schriften	210
Verzeichnis zitierter deutscher Rechtsprechung	261
Verzeichnis zitierter US-amerikanischer Rechtsprechung	264
Verzeichnis zitierter Verlautbarungen nationaler und internationaler Fachnormsetzer	265
Verzeichnis zitierter amtlicher Drucksachen	268
Verzeichnis zitierter Gesetze	269