

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 214

Aktivistische Aktionäre

Leitbildgedanken zum Aktionär,
rechtliche Beschränkungen aktivistischen
Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten

Von

Patrick Brückner



Duncker & Humblot · Berlin

PATRICK BRÜCKNER

Aktivistische Aktionäre

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 214

Aktivistische Aktionäre

Leitbildgedanken zum Aktionär,
rechtliche Beschränkungen aktivistischen
Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten

Von

Patrick Brückner



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen
hat diese Arbeit im Jahr 2022 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2023 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: CPI Books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18769-0 (Print)
ISBN 978-3-428-58769-8 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Sommersemester 2022 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen.

Begonnen wurde diese Arbeit in einer gänzlich anderen Welt. Die Covid-Pandemie hat auch die Entstehung dieser Arbeit massiv beeinflusst. Nichtsdestotrotz sind die zugrunde liegende Fragen immer noch aktuell. Was sind eigentlich die Aufgaben des Aktionärs im deutschen Aktienrecht und wie aktiv darf und soll er sich in sein Unternehmen einbringen? Die Fragen gewinnen vor dem Hintergrund der Einführung der digitalen Hauptversammlung und der damit vereinfachten Partizipationsmöglichkeiten weitere Bedeutung. Die Arbeit versucht einen (selbstverständlich niemals vollständigen) Überblick über die Möglichkeiten und Grenzen von aktivistischen Aktionärsverhalten zu geben.

Mein Dank gilt zuvorderst natürlich meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler. Zum einen für die große wissenschaftliche Freiheit, die er mir bei der Erstellung dieses Werkes zukommen ließ, zum anderen für die lange Zeit, die ich an seinem Lehrstuhl verbringen durfte, welcher nicht nur in wissenschaftlicher, sondern auch in persönlicher Hinsicht meine Zeit in Göttingen maßgeblich beeinflusste. Dies gilt selbstredend auch für das gesamte Lehrstuhlteam, welches mich in unterschiedlicher Besetzung während dieser Zeit begleitete, wobei Max Busch an dieser Stelle besonders hervorgehoben sein will. Weiter danke ich meinem Zweitgutachter Herrn Prof. Dr. Eckart Bueren für die gründliche Durchsicht dieses Werkes. Genauso sei den Herausgebern für die Aufnahme in diese Reihe gedankt.

Bei Kira Bayazid, Phillip Brassel, Simon Gerdemann, Niklas Kaufmann, Tobias Nasr, Andreas Seidel, Leonie Strüßmann, Klara Tönshoff muss ich mich entschuldigen für das Ausmaß an gefundenen Rechtschreibfehlern und gleichzeitig Bedanken für das unermüdliche Aufspüren derselben zusätzlich zu aller Arten von Logikbrüchen im Text. Mein Dank gilt weiter meiner Mutter für die finanzielle Unterstützung.

Besonders bedanken möchte ich mich auch bei meiner Freundin Linda Brandenburg-Pagels, die die unvermeidlichen schlechten Launen während der Entstehungsphase dieses Werkes hingenommen, mich unterstützt und zudem ebenfalls viel Einsatz bei der Korrektur gezeigt hat.

Gewidmet ist diese Arbeit meinem viel zu früh verstorbenen Vater, der sicher mit unfassbarem Stolz auf dieses Buch geblickt hätte.

Hannover im September 2022

Patrick Brückner

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	21
I. Prolog	21
II. Entwicklungen in Deutschland	22
III. Definition	23
IV. Rechtstatsachen	26
1. Akteure	26
2. Attackierte Unternehmen	28
3. Rechtstatsächliches Auftreten und wirtschaftliche Auswirkungen	29
B. Das Leitbild des Aktionärs im deutschen Aktienrecht	33
I. Entwicklung des Aktionärsbildes	34
1. Historische Entwicklung vom ADHGB bis AktG 1965	34
a) ADHGB	34
b) Aktienrechtsnovelle 1870	35
c) Aktiengesetz 1884	36
d) Aktiengesetz 1897	36
e) Aktiengesetz 1937	37
f) Aktiengesetz 1965	39
g) Zwischenergebnis	40
2. Neuere Entwicklungen	41
a) Kapitalmarktrechtliche Einflüsse	41
b) Besondere Stellung der kapitalmarktorientierten AG	42
c) Auswirkungen der Kapitalmarktregelungen auf das Aktionärsbild	42
d) Corporate-Governance-Verantwortung des Aktionärs	43
aa) Der Begriff der Corporate Governance	44
bb) Die Rolle des Aktionärs in der Verwaltung	44
(1) Aufgaben von Aktionären	44
(2) Grundsätzlich subsidiäre Geschäftsführung	45
(3) Überwachungsfunktion des Aktionärs?	46
(4) Aktive Pflichten des Aktionärs	50
(5) ARUG II	50

cc) Gespaltenes Aktionärsverständnis?	51
(1) Institutionelle Anleger und geschäftsmäßige Aktionäre	51
(2) „Privatanleger“	52
(3) Zwischenergebnis	54
dd) Unterschiedliche Aktiengattungen	54
II. Ergebnis	55
C. Rechtsrahmen für aktivistische Aktionäre	57
I. Aktienrechtliche Begrenzungen	57
1. ARUG II	57
a) Neuregelungen	57
aa) Publizitätsvorschriften	57
(1) Erfasste Akteure	58
(2) Regelungen im Einzelnen	59
(a) Mitwirkungspolitik	59
(b) Offenlegungspflichten	60
bb) Related Party	61
(1) Erfasste Personen	61
(2) Erfasste Geschäfte	62
(3) Wesentlichkeit	63
(4) Rechtsfolgen	63
b) Stellungnahme	64
2. Gleichbehandlungsgrundsatz § 53a AktG	66
3. Treuepflicht	67
a) Herleitung der Treuepflicht	68
aa) Historische Entwicklung	68
bb) Dogmatische Einordnung	68
cc) Adressaten	69
dd) Zeitlicher Geltungsbereich	70
b) Auswirkung auf mitgliedschaftliche Rechte	71
c) Auswirkungen auf sonstige Einflussnahme	73
d) Handlungspflicht aus Treuepflicht	73
e) Gerichtliche Kontrolle der Treuepflicht bei Beschlüssen	74
f) Rechtsfolgen von Treuepflichtverstößen	75
aa) Mitgliedschaftsrechte	75
(1) Wirkung auf Mitgliedschaftsrechte	75
(2) Schadensersatz	76
bb) Sonstige Einflussnahme	78
4. Rechtsmissbrauch	78

II. Kapitalmarktrecht	79
1. Mitteilungspflichten	79
a) Mitteilungspflichten bei Erwerb	79
aa) Mitteilungspflichtiger Erwerb	79
bb) Qualifizierte Mitteilungspflicht	80
cc) Zurechnungsvorschriften	82
(1) Zurechnung gem. § 34 Abs. 1 WpHG	82
(2) Zurechnung gem. § 34 Abs. 2 WpHG	82
(a) Vereinbarung oder „sonstige Weise“	82
(b) Abstimmungsgegenstand	84
(c) Ausnahme im Einzelfall	86
2. Wertpapierübernahmerecht	87
a) Pflicht zur Abgabe eines Angebots und Kontrollerwerb	87
b) Übermittlung des Angebots	88
3. Verbot des Insiderhandels	89
a) Insiderinformation	89
b) Insider	91
c) Insidergeschäft	92
d) Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung	93
4. Marktmanipulation	95
a) Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR	95
b) Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR	98
c) Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR	99
d) Zwingende Beispiele	101
5. Anlageempfehlung	104
a) Erfasster Personenkreis	104
b) Begriffe der Empfehlung oder Vorschlägen einer Anlagestrategie und Anlageempfehlung	105
c) Rechtsfolgen	107
III. Zwischenergebnis	108
D. Haftung des aktivistischen Aktionärs	109
I. Aktienrechtliche Haftung	109
1. Verstoß gegen Treuepflicht	109
a) Liquidierbare Schäden	109
b) Beweislast	110
2. § 117 AktG	112

II. Kapitalmarktrechtliche Sanktionierung	116
1. Aufsichtsrecht/Bußgeld	116
a) Mitteilungspflichten	117
aa) Rechtsverlust	117
(1) Tatbestand	117
(2) Rechtsfolgen	118
bb) Bußgeld	120
cc) Naming and Shaming	120
b) WpÜG	121
aa) Rechtsverlust	121
bb) Bußgeld	121
c) Insiderhandel	121
aa) Verwaltungsrechtliche Sanktionierung	121
(1) Verwaltungsrechtliche Sanktionierung i. e. S.	121
(2) Finanzielle Verwaltungsrechtliche Sanktionierung	122
bb) Strafrechtliche Sanktionierung	122
d) Marktmanipulation	122
aa) Verwaltungsrechtliche Sanktionierung	122
bb) Strafrechtliche Sanktionierung	123
2. Zwischenergebnis	124
III. Zivilrechtliche Sanktionen	124
1. § 97, 98 WpHG	125
2. Deliktsrechtliche Haftung	126
a) § 823 Abs. 1 BGB	126
b) § 823 Abs. 2 BGB	126
aa) Allgemeine Anforderungen	127
bb) Schutzgesetzqualität	127
(1) Mitteilungspflichten und WpÜG	129
(2) Insiderverbot	131
(3) Marktmanipulation	133
(4) Zwischenergebnis	134
c) § 826 BGB	134
IV. Zwischenergebnis	136

E. Aktivistisches Aktionärsverhalten	137
I. Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre	137
1. Nutzung von Aktionärsrechten	137
a) Nicht-versammlungsgebundene Rechte	138
aa) Einberufung der HV	138
(1) Grundlagen	138
(2) Begrenzung	139
(3) Zwischenergebnis	141
bb) Ergänzung HV	141
cc) Gerichtliche Bestellung des Versammlungsleiters	142
b) Versammlungsgebundene Rechte	144
aa) Einzelne Rechte	145
(1) Aufsichtsratswahl	145
(a) Gesetzliche Grundlagen	145
(b) Einflussmöglichkeiten	147
(c) Grenzen der Einflussnahme	148
(2) Abberufung von Aufsichtsräten	149
(a) Gesetzliche Grundlagen	150
(b) Einflussmöglichkeiten	150
(c) Grenzen	150
(3) Einfluss auf die Vorstandszusammensetzung	151
(a) Ernennung und Absetzung	151
(b) Gesetzliche Grundlagen	152
(c) Einflussmöglichkeiten	153
(d) Grenzen	154
(4) Vorstandsvergütung	155
(a) Das System der Vorstandsvergütung	155
(b) Vorstandvergütung nach ARUG II	156
(c) Festlegung durch den Aufsichtsrat	156
(d) Votum durch die Hauptversammlung	156
(e) Einflussmöglichkeiten	159
(f) Grenzen	160
(5) Einfluss auf Aufsichtsratsvergütung	161
(a) Aufsichtsratsvergütung nach dem ARUG II	161
(b) Einflussmöglichkeit	162
(c) Grenzen	162
(6) Entlastung	163
(7) Sonderprüfung	165
(a) Gesetzliche Grundlagen	166

(b) Einflussmöglichkeiten	167
(c) Begrenzung	168
(8) Auskunftsrecht	170
(9) Schadensersatzlagen und besonderer Vertreter	171
(a) Gesetzliche Grundlagen	172
(aa) Schadensersatz	172
(bb) Besonderer Vertreter	173
(b) Einflussmöglichkeiten	175
(c) Grenzen	176
(10) Aktionärsklage	178
(11) Anfechtungsklage	180
c) Zwischenergebnis	181
2. Sonstige Einwirkungen	182
a) Methoden der außeraktienrechtlichen Einwirkung	183
b) Grundsätzliche Zulässigkeit informeller Einwirkung	183
c) Kontaktaufnahme mit der Verwaltung	184
aa) Briefe	184
bb) Gespräche	184
(1) Zulässigkeit von Verwaltungsseite	185
(2) Grenzen der Gesprächsführung von der Gesellschaftsseite	187
(3) Beschränkung auf Aktionärsseite	190
(4) Lösungsmöglichkeit des Nachweisproblems	192
(5) Rechtsfolgen für den Aktionär	196
cc) Zwischenergebnis	197
d) Öffentlichkeitsarbeit	197
aa) Medien und eigene Auftritte	198
(1) Begrenzungen	199
(2) Treuepflicht	199
(3) Kapitalmarktrecht	202
(a) Marktmanipulation	202
(b) Regeln der Anlageempfehlung	204
(c) Zwischenergebnis	205
bb) „Wolf Pack“	205
(1) Begrenzungen	206
(a) Offenlegung nach ARUG II	206
(b) WpHG/WpÜG	207
(c) Fusionskontrolle	211
(d) Insiderrecht	213
(2) Zwischenergebnis	216

e) Aktivistische Aktionäre als Stimmrechtsvertreter	216
aa) Einwerben von Stimmvollmachten	216
bb) Aktionäre als Stimmrechtsberater im Sinne des § 134a AktG	217
cc) Aktionäre als geschäftsmäßig Handelnde?	218
dd) Beschränkung	219
ee) Zwischenergebnis	221
ff) UWG	221
gg) Zurechnung von Stimmrechten WpHG	222
hh) Zwischenergebnis	223
f) Aktionärsvereinbarungen	223
aa) Zulässigkeit	224
(1) Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung	224
(2) Gleichbehandlungsgebot § 53a AktG	228
(3) Neuregelung Related Party Transactions	229
bb) Mögliche Regelungsinhalte	230
(1) Organbesetzung	230
(a) Aufsichtsratsbesetzung	230
(b) Vorstandsbesetzung	233
(c) Verpflichtung zur Abberufung	233
(d) Verpflichtung zur Amtsniederlegung	235
(e) Verpflichtung, bestimmte Person zum Vorstand zu bestellen	236
(f) Zwischenergebnis	238
(2) Verpflichtung zu einer bestimmten Geschäftspolitik	238
(a) Bestimmte Dividende	238
(b) Verpflichtung, genehmigtes Kapital auszunutzen oder nicht auszunutzen	240
(c) Veräußerung von Vermögensgegenständen	241
(d) Aufspaltung und Abspaltung	242
(e) Zwischenergebnis	243
3. M&A-Aktivismus	244
a) Beispiele	245
b) Mögliche Vorgehensweisen	246
c) Grenzen der Einflussnahme	247
aa) Öffentliches Opponieren	247
bb) Weigerung des Verkaufs	250
cc) Einfluss auf Abfindungspreis	251
dd) Bereich der Beherrschungsverträge	253
d) Zwischenergebnis	255
4. Handlungsunabhängige Pflichten	255
a) Treuepflicht	255

b) Kapitalmarktrecht	257
c) Zwischenergebnis	259
5. Leerverkaufsaktivismus	259
a) Art des Vorgehens	260
b) Begrenzungen	260
aa) Treuepflicht	260
bb) Leerverkaufs-VO	263
cc) Anlageempfehlung	264
dd) Marktmanipulation	265
c) Haftung	267
aa) Zivilrechtliche Haftung	267
(1) Treuepflichtverletzung	267
(2) Deliktsrecht	267
bb) Aufsichtsrechtliche Sanktionierung	268
d) Zwischenergebnis	269
II. Zwischenergebnis	269
F. Reaktionsmöglichkeiten des betroffenen Unternehmens	272
I. Rechtliche Rahmenbedingungen	272
1. Gleichbehandlung aus § 53a AktG	272
2. Neutralitätspflicht des Vorstands	273
II. Reaktionsmöglichkeiten	275
1. Organisation des Unternehmens	275
a) Möglichkeiten der Organisation	276
b) Pflichten zur Organisation	278
aa) Risikomanagement	279
bb) Organisationspflicht in Bezug auf Shareholder Activism	282
2. Einzelfallmaßnahmen	283
a) Gespräche mit Aktionären	283
b) Kapitalerhöhung zum Verwässern	286
aa) Arten der Kapitalerhöhung	286
bb) Kapitalerhöhung gegen Einlagen	287
cc) Ausnutzung genehmigten Kapitals	290
dd) Zwischenergebnis	294
c) Auskaufen von Aktionären	295
aa) Möglichkeit des Erwerbs zur Abwehr von Schäden, § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG	295
bb) Ausnutzung eines Ermächtigungsbeschlusses	298
cc) Zwischenergebnis	300

d) Einziehungen von Aktien	300
aa) Möglichkeit der Einziehung	301
bb) Einziehung von Aktien aktivistischer Aktionäre	303
e) Gestaltung von Hauptversammlungen	303
aa) Bindung an Beschlussvorschläge?	304
bb) Hauptversammlung Stada	307
cc) Schlussfolgerung	308
f) Öffentliche Kampagnen	309
aa) Kommunikation in Bezug auf Maßnahmen ohne Hauptversammlungs- bezug	310
bb) Kommunikation in Bezug auf Maßnahmen mit Hauptversammlungs- bezug	311
cc) Pflicht zur Kommunikation	312
dd) Zwischenergebnis	314
g) Proxyfights	315
aa) Zulässigkeit des Verwaltungsstimmrechts im Allgemeinen	315
bb) Einschränkungen bezüglich der Vertretung	316
(1) Mögliche Bevollmächtigte	316
(2) Weisungserfordernis	317
(3) Systematisches Einwerben	319
cc) Zwischenergebnis	322
III. Zwischenergebnis der Reaktionsmöglichkeiten der Gesellschaft	323
G. Fazit und Ausblick	325
Literaturverzeichnis	328
Sachverzeichnis	353

Abkürzungsverzeichnis

2. ARRL	Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre
a. A.	Andere Ansicht
a. F.	alte Fassung
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AG-RR	Die Aktiengesellschaft Rechtsprechungsreport
AktG	Aktiengesetz
Allg.	Allgemein
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AR	Aufsichtsrat
ARRL	Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
BCA	Business Combination Agreement
Bd.	Band
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Boston Univ Law Rev	Boston University Law Review
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BT-Sten.Ber	Stenografische Berichte des Bundestags
BverfG	Bundesverfassungsgericht

bzw.	Beziehungsweise
ca.	circa
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern e.V.
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DelVO	Delegierte Verordnung
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
DJT	Deutscher Juristentag
DSGVO	Datenschutzgrundverordnung
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
ErwG.	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Eur Financial Manag	European Financial Management
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende(r)
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	Fortfolgende
FGPrax	Praxis der Freiwilligen Gerichtsbarkeit
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GeschGehG	Geschäftsgeheimnisgesetz
GG	Grundgesetz
Ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend der Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
h. M.	herrschende Meinung
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch

Hs.	Halbsatz
HV	Hauptversammlung
i. d. S.	in diesem Sinne
i. E.	im Ergebnis
i. e. S.	im engeren Sinne
i. S. v.	im Sinne von
i. V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung
J Appl Corp Finance	Journal of Applied Corporate Finance
J Corp Financ	Journal of Corporate Finance
J Manag Gov	Journal of Management and Governance
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KG	Kammergericht
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	litera
m. E.	meines Erachtens
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
M&A	Merger and Acquisitions
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
MitbestErgG	Gesetz zur Ergänzung des Gesetzes über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MontanmitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie
MPIfG	Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
Pa. J. Bus. L	University of Pennsylvania Journal of Business Law
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rev Financ Stud	The Review of Financial Studies
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RG	Reichsgericht

RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite
s.	siehe
SEC	United States Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte(n, r, s)
Southwest law j	Southwestern law journal
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
St. Rspr.	ständige Rechtsprechung
StGB	Strafgesetzbuch
TOP	Tagesordnungspunkt
TranspRL	Transparenzrichtlinie
u. a.	unter anderem
Untabs.	Unterabsatz
UMAG	Gesetz für Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
Vol.	Volume (Band)
Vor.	Vorbemerkung
VorstKoG	Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiter aktienrechtlicher Vorschriften
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Yale Law J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

A. Einleitung

I. Prolog

„Angriff der Fondskrieger“, mit dieser zugegebenermaßen recht martialischen Überschrift beschreibt die WirtschaftsWoche 2014 das Auftreten von aktivistischen Aktionären in Deutschland.¹ Im Allgemeinen bieten die Tageszeitungen in Deutschland reichlich Anschauungsmaterial bezüglich des Auftretens aktivistischer Aktionäre. Großflächig wurde etwa über das Auftreten von Cerberus bei der Commerzbank berichtet.² Ebenfalls bekannt geworden ist der Einstieg von TCI bei VW (The Children’s Investment Fund), bei dem TCI die Managementvergütung von VW massiv kritisiert hat.³ Besonders in das mediale Interesse gerückt, vermutlich aufgrund seines Rufes als deutsche Industriekrone, ist die ThyssenKrupp AG. Der Fall zeigt eindrücklich die Umwälzungen, die mit dem Einstieg eines aktivistischen Aktionärs einher gehen können. 2013 stieg der bis dahin öffentlich wenig bekannte Finanzinvestor Cevian Capital bei der deutschen DAX-Gesellschaft ThyssenKrupp (nunmehr ehemaligen DAX-Gesellschaft) mit 5,2 Prozent der Anteile ein.⁴ 2018 traten innerhalb kurzer Zeit Vorstandsvorsitzende und Aufsichtsratsvorsitzende von ThyssenKrupp zurück.⁵ Im Nachgang zum Rücktritt des Vorstandes beklagte sich der damalige noch Aufsichtsratsvorsitzende über Psychoterror einiger Aktionäre.⁶ Vorausgegangen war die Weigerung von mehreren Aufsichtsräten, dem Joint Venture mit Tata Steel zuzustimmen. Unter den sich verweigernden

¹ <https://www.wiwo.de/unternehmen/industrie/aktivistische-aktionaeere-machen-druck-an-griff-der-fondskrieger/9583104.html> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022); der Titel dürfte eine Hommage an Star Wars Episode II Angriff der Klonkrieger sein.

² <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/aktivistische-investoren-feuern-auch-in-der-krise-16834030.html> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

³ <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/volkswagen-hedgofonds-tci-ruft-zur-revolution-bei-vw-auf-a-1091212.html> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

⁴ <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/industrie/finanzinvestor-cevian-schnappt-sich-thyssen-krupp-anteil-a-924373.html> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022). Der aktuelle Anteil liegt nach Angaben von ThyssenKrupp bei ca. 20 % <https://www.thyssenkrupp.com/de/investoren/aktie-und-adr/aktionaeersstruktur> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

⁵ <https://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2018-07/thyssenkrupp-ag-aufsichtsrat-vorsitz-ulrich-lehner-amt-niederlegung> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

⁶ <https://www.zeit.de/2018/29/thyssenkrupp-krise-ulrich-lehner-aktionaeere> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

Aufsichtsräten befand sich auch der Cevian zuzurechnende Aufsichtsrat.⁷ Weiterhin forderte Cevian CEO Lars Förberg, die Konzernstruktur zu ändern und die Konglomeratstruktur aufzulösen.⁸ Mittlerweile ist ThyssenKrupp auf einem umwälzenden Sanierungs- und Neustrukturierungsweg, inklusive Verkauf von Sparten und Stellenabbau.⁹ Diese mehr oder weniger unmittelbar aufeinanderfolgenden Vorgänge lassen den Schluss zu, dass der Minderheitsaktionär Cevian sich mit seinen Vorstellungen durchgesetzt hat. Das Vorgehen bei ThyssenKrupp zeigt exemplarisch, dass sich nicht mehr alle Minderheitsaktionäre mit einer bloßen Duldung der Geschäftsführung zufriedengeben, sondern aktiv ihre Vorstellungen kommunizieren.

II. Entwicklungen in Deutschland

Der Vorgang bei ThyssenKrupp ist eine von vielen Episoden von Aktionärsverhalten und dessen Konsequenzen und reiht sich in eine Vielzahl von Vorfällen innerhalb deutscher Aktiengesellschaften ein.¹⁰ Der Aktionärsaktivismus hat damit endgültig Einzug in Deutschland gehalten.¹¹

Erstmals ins Augenmerk des breiteren öffentlichen Bewusstseins geriet diese Form von Aktionärsbeteiligung mit dem Übernahmekampf der Deutschen Börse AG und der London Stock Exchange und dem damit verbundenen Rücktritt des damaligen Vorstandsvorsitzenden.¹² An dieser Stelle darf aber nicht unterschlagen werden, dass auch der Girmes-Entscheidung¹³ des BGH aus den 80er Jahren das Verhalten eines aktivistischen Aktionärs zugrunde lag, der zum damaligen Zeitpunkt seine Kreise zog.¹⁴ Dies führte allerdings nicht zu einer medialen Aufmerksamkeit wie das moderne Auftreten von aktivistischen Aktionären. Um das Jahr 2008 herum wurde es dann aufgrund der Finanzkrise und dem damit verbundenen Kapitalabzug

⁷ <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/milliarden-deal-disput-im-thyssenkrupp-aufsichtsrat-grossaktionar-cevian-votierte-gegen-stahlfusion/22755320.html> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

⁸ Über die Vorstellungen und bisherigen Geschehnisse bei *ThyssenKrupp* im Interview der CEO von *Cevian Lars Förberg*, <https://www.capital.de/wirtschaft-politik/das-kernproblem-der-thyssenkrupp-misere-ist-die-konglomeratsstruktur> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

⁹ Zu den Plänen <https://www.thyssenkrupp.com/de/newsroom/pressemeldungen/pressede-tailseite/strategie-update-thyssenkrupp-steigert-tempo-beim-umbau-82021> (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

¹⁰ Siehe für weitere Beispiele *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 49.

¹¹ *Kocher*, DB 2016, 2887, 2887; so auch *Nikoleyczik/Graßl*, NZG 2017, 163, 164 bezogen auf die Kodifizierung von institutionellen Anlegern im DCGK.

¹² https://www.zeit.de/2005/11/G-B_9arsenfusion (zuletzt abgerufen am 27.08.2022); https://www.zeit.de/2005/19/a_boerse1 (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

¹³ BGH Urt. v. 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 – Girmes.

¹⁴ Siehe dazu ausführlich *Schmolke*, in: *Gesellschaftsrechts-Geschichten*, S. 435 ff.

ruhiger um aktivistische Aktionäre.¹⁵ In den letzten Jahren ist das aktive Verhalten von Aktionären allerdings wieder in den medialen Vordergrund getreten.¹⁶ Das aggressive öffentliche Auftreten führte schon 2005 zu gesellschaftspolitischen Debatten über das „Heuschreckentum“¹⁷ von Investoren und warf die Frage nach Regulierungen auf¹⁸ – insbesondere, weil in keinem der Fälle der Aktionär eine Mehrheitsbeteiligung hielt, sondern lediglich einen Minderheitsanteil.

Dass im Rahmen der bisher geführten Diskussionen die Frage aufkam, ob die Gefahr bestünde, dass die Minderheit der Mehrheit ihren Willen aufbürden würde und ggf. gegen die Interessen der Mehrheit handeln würde, liegt auf der Hand.¹⁹ Aber auch grundlegend stellt sich die Frage, inwiefern ein Aktionär einer deutschen Aktiengesellschaft dazu berufen ist, sich in aktivster Weise in die Geschäftsführung der Aktiengesellschaft einzuschalten.

Ziel dieser Untersuchung ist daher, Vorfälle bezüglich aktivistischer Aktionäre in ihren rechtlichen Kontext einzuordnen. Dazu wird zuerst das Phänomen des aktivistischen Aktionärs untersucht und definiert (A.III.), eine grundlegende Einordnung in das Leitbild des Aktionärs der deutschen Aktiengesellschaft vorgenommen (B.) und anschließend die abstrakten Rahmenbedingungen für aktivistisches Aktionärsverhalten dargestellt (C.). Im Anschluss werden die diversen Handlungsmöglichkeiten aktivistischer Aktionäre auf ihre Zulässigkeit und Begrenzungen untersucht (E.) und abschließend Reaktionsmöglichkeiten seitens betroffener Gesellschaften dargestellt (F.).

III. Definition

Bevor mit der genaueren Betrachtung begonnen werden kann, ist der Begriff des aktivistischen Aktionärs einzugrenzen.

¹⁵ Als weltweites Phänomen zu betrachten, *Katelouzou*, Pa. J. Bus. L., 2015, Vol. 17, 789, 791.

¹⁶ *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 895; *Schockenhoff*, ZIP 2015, 1785, 1785.

¹⁷ Die Verwendung des Heuschreckenbegriffs geht auf den damaligen SPD-Vorsitzenden Franz Müntefering zurück, der ihn zuerst auf einen Vortrag, bei der Friedrich-Ebert-Stiftung im November 2004 in Berlin, unter dem Titel Freiheit und Verantwortung, verwendete, Wortlaut des Vortrags abrufbar unter https://web.archive.org/web/20050905185716/http://www.partei.spd.de/servlet/PB/show/1043150/221204_programmheft_1.pdf (zuletzt abgerufen am 27.08.2022).

¹⁸ Siehe dazu das Jahresgutachten 05/06 des Sachverständigenrates „Die Chancen Nutzen – Reformen Mutig voranbringen“, S. 463 ff.

¹⁹ *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2105; *Lenz*, NZG 2006, 534.