

## Investorenaktivismus

### Aktien- und kapitalmarktrechtliche Grenzen des Shareholder- und Short-Seller-Aktivismus

#### A. Einleitung

„Heuschrecken“ – so wurden Hedgefonds betitelt,<sup>1</sup> die als aktivistisch agierende Aktionäre die deutsche Finanzwelt in Aufruhr versetzten. Ebenso in den Fokus gerückt sind aktivistische Short-Seller, die durch die Veröffentlichung negativer Researchberichte und daraus resultierenden drastischen Kursstürzen für Aufsehen sorgen. Aber stimmt das mediale Negativimage mit der Rechtstatsächlichkeit wirklich überein? Die vorliegende Untersuchung widmet sich diesen Kategorien des Investorenaktivismus. Im Rahmen dessen werden die Erscheinungsformen der beiden Marktphänomene veranschaulicht und die jeweiligen Vorgehensweisen und deren Vereinbarkeit mit aktien- und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften analysiert. Dabei stellt sich die Frage, inwieweit es erforderlich ist, dem Investorenaktivismus Einhalt zu gebieten und ob dies durch die geltenden aktien- und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften gelingen kann, oder doch ein Handlungsbedarf des Gesetzgebers besteht.

#### B. Shareholder Activism

##### I. Begriffserklärung und Problemaufriss

Shareholder Activism ist ein viel diskutiertes Marktphänomen.<sup>2</sup>

Aber was steckt eigentlich hinter dem Begriff Aktionärsaktivismus?

Heuser hat dies gut zusammengefasst: *Shareholder Activism ist ein strategisches Verhalten von Minderheitsaktionären, die durch zielgerichtete Ausübung ihrer Aktionärsrechte oder auf anderem Wege mittelbar oder unmittelbar eine Beeinflussung der Geschicke der Gesellschaft in ihrem Sinne bezwecken.*<sup>3</sup>

Im Gegensatz zu Aktionären, die ihren Aktienbesitz bloß verwalten, wollen aktivistische

---

<sup>1</sup> Anlehnend an den Ausspruch *Franz Münteferings* im Jahre 2005; siehe auch bereits den Titel von *Seifert/Voth*: „Invasion der Heuschrecken“.

<sup>2</sup> Vgl.: *Schiessl*, ZIP 2009, 689.

<sup>3</sup> *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 18; in diese Richtung auch: *Hommelhoff*, in: *Liber amicorum Martin Winter*, 2011, S. 255 f.; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301.

Aktionäre die Unternehmenspolitik aktiv mitgestalten und beeinflussen.<sup>4</sup> Dabei versuchen sie, einen höheren Einfluss auf die Leitung des Unternehmens, an dem sie beteiligt sind, zu nehmen, als ihre Beteiligungsquote erwarten ließe.<sup>5</sup> Meist handelt es sich bei aktivistischen Aktionären um professionell agierende institutionelle Investoren,<sup>6</sup> insbesondere Hedgefonds, die kurzfristig hohe Renditen erstreben.<sup>7</sup>

Sie sind mit nicht mehr als 25 Prozent und typischerweise mit etwa 10-20 Prozent<sup>8</sup> an einem Unternehmen beteiligt. Da sie allein auf Basis dieser Beteiligung nicht in der Lage sind, ihre meist auf Geschäftsführungsmaßnahmen gerichteten Ziele durchzusetzen, ergreifen sie über die aktien- und gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten hinausgehende Maßnahmen.<sup>9</sup>

Ihre Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik muss dabei nicht zwangsläufig unerwünscht<sup>10</sup> oder nachteilig sein. Institutionelle Investoren weisen eine hohe Expertise auf.<sup>11</sup> Es kann durchaus zu einer konstruktiven Zusammenarbeit kommen,<sup>12</sup> insbesondere dann, wenn diese Aktionäre ihre erlangten Kenntnisse und analytischen Fähigkeiten der Unternehmensleitung zur Verfügung stellen.<sup>13</sup>

Einige von ihnen denken langfristig, sodass eine Zusammenarbeit im Interesse des Unternehmens liegen kann.<sup>14</sup> Entsprechen die Interessen der aktivistischen Aktionäre denen der

---

<sup>4</sup> Heuser, *Shareholder Activism*, 2012, S. 18; *Commandeur*, AG 2020, 575, 576; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 50; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Heuser*, in: DK 2012, 308; *Greven/Fahrenholz*, BB 2009, 1487, 1491, Fn. 42; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301; vgl. auch: *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895; *JP Morgan*, *The activist revolution*, 2015, 1.

<sup>5</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 298; in Bezug auf Hedgefonds auch: *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, *HdB Corporate Governance*, 2009, 219, 223.

<sup>6</sup> Vgl.: *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; Der Begriff institutioneller Investor wird hier als Oberbegriff möglicher aktivistischer Aktionäre verwendet und stimmt nicht zwangsläufig mit § 134a AktG überein.

<sup>7</sup> *Heuser*, DK 2012, 308f; vgl. auch: *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341; ferner Hedgefonds als Akteure heraushebend: *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297 f; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 712; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301; *Engert*, ZIP 2006, 2105; zum kurzfristigen Anlagehorizont aktivistischer Aktionäre auch: *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, *HdB Corporate Governance*, 2009, 219, 223; *Schockenhoff*, ZIP 2017, 1785; *Zetzsche*, NZG 2009, 692, 694; *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 186, 214; *JP Morgan*, *The activist revolution*, 2015, 3.4.

<sup>8</sup> Vgl: *Weber-Rey*, in: FS Seibert, 2019, 1057, 1060; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; *Heuser*, DK 2012, 308, 314; teilweise sogar mit weniger als 1 Prozent der Anteile, vgl: *JP Morgan*, *The activist revolution*, 2015, 3.2, 3.3.

<sup>9</sup> *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 298.

<sup>10</sup> *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301; vgl. auch: *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297.

<sup>11</sup> *Redenius-Hövermann/Henkel*, AG 2020, 349, 364; vgl. auch: „Die Höllenhunde sind da“, FAZ v. 13.4.2019.

<sup>12</sup> *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 343, 344; *JP Morgan*, *The activist revolution*, 2015, 3.5, 4.1.

<sup>13</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; vgl. auch: *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 344.

<sup>14</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; „Die Höllenhunde sind da“, FAZ v. 13.4.2019.

übrigen Aktionäre, kann eine Einflussnahme einen Nutzen für alle Aktionäre mit sich bringen.<sup>15</sup>

Nichts desto trotz, gibt es auch eine feindselige, aggressivere Art des Shareholder Activism.<sup>16</sup> Oft geht es aktivistischen Aktionären eben nicht in erster Linie darum, die Corporate Governance zu verbessern, sondern um die Durchsetzung ihrer Partikularinteressen.<sup>17</sup>

Hintergrund des Handlungsdranges ist in der Regel, dass sie sich für sich selbst von ihrer Einflussnahme Vorteile und Gewinne versprechen.

Unabhängig davon, ob eine derartige Einflussnahme der Aktionäre als positiv oder negativ für das Unternehmen zu bewerten ist,<sup>18</sup> ist die Frage zu beurteilen, wie sich der Shareholder Activism mit dem deutschen Aktienrecht in Einklang bringen lässt.<sup>19</sup> Dieses sieht eine Einflussnahme der Aktionäre nur in den Grenzen der Mitbestimmungsmöglichkeiten der Hauptversammlung vor.<sup>20</sup> Da in einer Aktiengesellschaft nach § 133 AktG das Mehrheitsprinzip gilt, widerspricht eine Einflussnahme der Mehrheitsgesellschaft nicht zwangsläufig der aktienrechtlichen Kompetenzordnung.<sup>21</sup> Genau das sind aktivistische Aktionäre aber eben nicht.

Die Entscheidungskompetenzen der Hauptversammlung sind in § 119 AktG geregelt. Bezweckt wird eine Machtbalance zwischen den Gesellschaftsorganen.<sup>22</sup> Der Einfluss der Aktionäre soll so in geordnete Bahnen gelenkt werden.<sup>23</sup> Über Maßnahmen der Geschäftsführung kann die Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG jedoch nur auf Verlangen des Vorstandes entscheiden. Auch die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen nach der *Holzmüller-* und *Gelatine-* Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs schreiben der

---

<sup>15</sup> Heuser, DK 2012, 308, 313; in diese Richtung auch: *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 298.

<sup>16</sup> *Graßl/Nikoloyczik*, AG 2017, 49, 50; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 896; siehe auch: *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 343; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 717; *JP Morgan*, The activist revolution, 2015, 3.5.; „Aktivistische Aktionäre machen Druck“, Handelsblatt vom 27.3.2014.

<sup>17</sup> Heuser, DK 2012, 308, 313; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 165 f.

<sup>18</sup> Folgen letztlich ungeklärt: *Langenbucher*, in: FS Bergmann, 2018, 443, 449; Heuser, DK 2012, 308, 313 mit weiteren Nachweisen zu empirischen Studien, siehe dort: Fn. 36.

<sup>19</sup> Vgl.: Heuser, DK 2012, 308, 309.

<sup>20</sup> *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; Heuser, DK 2012, 308, 309; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301; vgl. ferner: *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 691.

<sup>21</sup> So auch: Heuser, Shareholder Activism, 2012, S. 18.

<sup>22</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 119 Rn. 1.

<sup>23</sup> *Drinhausen*, in: Hölters, AktG, § 118 Rn. 2; *Hüffer/Koch*, AktG, § 119 Rn. 1; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299.

Hauptversammlung keine generelle Geschäftsführungskompetenz zu.<sup>24</sup> Die Unternehmensführung obliegt nach § 76 Abs. 1 AktG allein dem Vorstand der AG. Dies war bis 1937 noch anders, als die Allzuständigkeit für die Geschicke der Gesellschaft noch der Hauptversammlung als Konsequenz daraus, dass die Aktionäre die wirtschaftlichen Eigentümer der AG seien, zugewiesen wurde.<sup>25</sup> Dann aber setzte sich die Ansicht durch, dass die Hauptversammlung aufgrund ihrer inhomogenen Zusammensetzung und organisatorischen Schwerfälligkeit nicht in der Lage sei, unternehmerische Entscheidungen des Tagesgeschäfts sachgerecht zu treffen, sodass der Gesetzgeber von 1937 die Kompetenzen zugunsten des Vorstands verschob, wodurch heute dem Vorstand die alleinige Leitungsmacht obliegt und der Hauptversammlung nur noch bei grundlegenden Strukturänderungen eine Kompetenz zukommt.<sup>26</sup> Hier liegt auch das Problem des Shareholder Activism. Aktivistische Aktionäre wollen – entgegen der vom Gesetzgeber bewusst getroffenen Ausgestaltung der §§ 76, 119 AktG – die Geschäftsführung und Leitung mitbestimmen und beeinflussen. Ihnen steht aber grundsätzlich nur die Kompetenz aus § 119 Abs. 1 AktG zu, sodass sie nur eingeschränkte Möglichkeiten haben, die Geschäftsführung mitzugestalten. Dennoch finden sie durch die exzessive und durchdachte Ausübung ihrer Aktionärsrechte in Kombination mit informellen Maßnahmen<sup>27</sup> Mittel und Wege, über die Möglichkeiten des § 119 AktG hinausgehenden Einfluss auf die Leitung und Geschäftsführung zu nehmen und diese mitzubestimmen. Dementsprechend stellt sich die Frage, welchen aktien- und auch kapitalmarktrechtlichen Grenzen die Einflussnahme von Aktionären auf das Management einer deutschen AG unterliegt.

## II. Beispiele

Um einen besseren Eindruck zu erhalten, seien nachfolgend ausgewählte Beispielsfälle des Shareholder Activism dargestellt.

---

<sup>24</sup> BGH NJW 1982, 1703 ff. – *Holmüller*; BGH NJW 2004, 1860 ff. – *Gelatine*.

<sup>25</sup> *Hoffmann*, in: BeckOGK/AktG, § 118 Rn. 7; *Hüffer/Koch*, AktG, § 119 Rn. 1; vgl. auch: *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299 f.

<sup>26</sup> Vgl.: *Hüffer/Koch*, AktG, § 119 Rn. 1.

<sup>27</sup> *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301.

## 1. Deutsche Börse AG

Shareholder Activism hat in Deutschland erst ab Mitte der 2000er Jahre Aufmerksamkeit erfahren, genauer gesagt im Jahre 2005, als ein institutioneller Investor, der Hedgefonds *The Children's Investment Fund (TCI)*, wohl auch mit Unterstützung anderer Hedgefonds, erfolgreich die Übernahme der *London Stock Exchange (LSE)* durch die *Deutsche Börse AG* verhinderte.<sup>28</sup> Kern des Streits waren unterschiedliche Auffassungen darüber, wie Finanzmittel eingesetzt werden sollen. Das Management der *Deutsche Börse AG* wollte Finanzmittel für die Akquisition der *LSE* einsetzen. *TCI* hingegen wollte, dass die Finanzmittel lieber den Aktionären zu Gute kommen sollten<sup>29</sup> und meinte, dass die Aktien der *LSE* überbewertet und das angekündigte Barangebot aus Sicht der Aktionäre der Deutschen Börse zu hoch sei.<sup>30</sup> Es folgten weitere Forderungen, wie die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, Neubesetzung des Aufsichtsrates und der Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden und des Aufsichtsratsvorsitzenden.<sup>31</sup> *TCI* hatte seinen Bestand zwar kleinschrittig, jedoch sehr zügig aufgestockt,<sup>32</sup> wobei eine Beteiligungsquote von 8 Prozent weit von einer Mehrheitsbeteiligung entfernt war. *TCI* umging die bis dahin üblichen Wege und blieb bei einer niedrigen Beteiligung.<sup>33</sup> Dennoch wurde das Management weiter unter Druck gesetzt, insbesondere durch Äußerungen, dass Aktionärsrechte verletzt seien, und kein Vertrauen zum Management mehr bestehe.<sup>34</sup> Mit diesen und weiteren Behauptungen ging *TCI* an die Presse und drohte mit der Abwahl des Aufsichtsrates und des Aufsichtsratsvorsitzenden in der kommenden Hauptversammlung.<sup>35</sup> Weitere Angriffspunkte wurden die Performance, schlechte Corporate Governance und die Beschuldigung der Bilanzfälschung.<sup>36</sup> Am Ende

---

<sup>28</sup> Vgl. auch: *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2009, 219, 228; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341; *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 690; *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2107; *Kumpan*, ZHR 170 (2006), 39, 40; „Neun Hedgefonds gegen die Börse“, FAZ v. 13.6.2005; „Aktionäre der Deutschen Börse streiten über Strategie“, FAZ v. 28.9.2005.

<sup>29</sup> *Seifert/Voth*, Invasion, S. 17; *Kumpan*, ZHR 170 (2006), 39, 40.

<sup>30</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 298; *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2107; vgl. auch: „Londoner Börse pocht auf hohen Kaufpreis, FAZ v. 15.3.2005.

<sup>31</sup> *Seifert/Voth*, Invasion, S. 27, 183.

<sup>32</sup> *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2107.

<sup>33</sup> *Seifert/Voth*, Invasion, S. 11.

<sup>34</sup> *Seifert/Voth*, Invasion, S. 23, 30, 31.

<sup>35</sup> *Seifert/Voth*, Invasion, S. 23.

<sup>36</sup> *Seifert/Voth*, Invasion, S. 136, 166.

erreichte *TCI* insbesondere durch öffentliche Kampagnen seine Ziele. Sowohl der Aufsichtsratsvorsitzende als auch der Vorstandsvorsitzende der *Deutsche Börse AG* traten zurück,<sup>37</sup> und der Aufsichtsrat wurde mit einigen Wunschkandidaten von *TCI* neu besetzt.

Es stellte sich zudem heraus, dass *TCI* Aktien der *LSE* leerverkauft hatte und sowohl Aktien an der *Deutsche Börse AG* als auch an der *Euronext* hielten.<sup>38</sup> Durch die geplatzte Übernahme kam es zu einem Kurssturz der *LSE*-Aktie. Der Aktienkurs der *Euronext* stieg hingegen, sodass *TCI* aus beiden Kursveränderungen hohe Gewinne generieren konnte, mit denen er die Verluste der *Deutsche Börse* Aktien verschmerzen konnte.<sup>39</sup>

## 2. STADA Arzneimittel AG

Im April 2016 wurde bekannt, dass *Active Owner Capital (AOC)* 5,05 Prozent der *STADA*-Aktien erworben hatte.<sup>40</sup> Zu diesem Zeitpunkt war die Entwicklung des Aktienkurses des *MDAX*-Unternehmens sowohl im Vergleich zum *MDAX* als auch im Vergleich zu Peer-Group-Unternehmen unterdurchschnittlich niedrig. *AOC* prangerte Versäumnisse im operativen Geschäft, die Kostenstruktur und nicht genutzte Einsparmöglichkeiten an und forderte die Tagesordnung der für den 9. Juni 2016 geplanten Hauptversammlung, um die Abberufung von drei Mitgliedern des Aufsichtsrats zu ergänzen.<sup>41</sup> Kurz darauf legten die drei Aufsichtsratsmitglieder, deren Abberufung *AOC* forderte, und ein weiteres Mitglied des Aufsichtsrats ihre Ämter nieder. Da *AOC* mit den Kandidatsvorschlägen der Verwaltung in zwei Fällen nicht einverstanden war, wurden gemäß § 127 AktG zwei eigene Wahlvorschläge auf den Weg gebracht. In einem weiteren Ergänzungsverlangen setzte *AOC* die Abberufung des Aufsichtsratsvorsitzenden und dessen Stellvertreters auf die Tagesordnung der nächsten Hauptversammlung. Noch vor dieser Hauptversammlung legte der Vorstandsvorsitzende sein Amt nieder. Keine der beiden Seiten konnte sich auf der Hauptversammlung vollständig durchsetzen.<sup>42</sup>

---

<sup>37</sup> Turu, Hedgefonds-Aktivismus, 2015, S. 117; Faber, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2009, 219, 228; Heuser, DK 2012, 308, 309; Schiessl, ZIP 2009, 689, 690; „Neun Hedge-Fonds gegen die Börse, FAZ v. 13.6.2005.

<sup>38</sup> Turu, Hedgefonds-Aktivismus, 2015, S. 115; Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015, 297, 298; Engert, ZIP 2006, 2105, 2107f; Seifert/Voth, Invasion, S. 130ff; Schmolke, ZGR 2007, 701, 711; „Aktionäre der Deutschen Börse streiten über Strategie“, FAZ v. 28.9.2005.

<sup>39</sup> Vgl. dazu auch: Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015, 297, 298; Engert, ZIP 2006, 2105, 2107f.

<sup>40</sup> Schiessl, in: FS Seibert, 2019, 733, 735; Hasselbach/Peters, BB 2017, 1347, 1350; vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen insbesondere: Schmid, Investor Activism 2018, 134, 143 ff.;

<sup>41</sup> Vgl. auch: Hasselbach/Peters, BB 2017, 1347, 1350.

<sup>42</sup> Hasselbach/Peters, BB 2017, 1347, 1350.

Im April 2017 kündigten *Bain Capital* und *Cinven* ein freiwilliges Übernahmeangebot zu je 66 Euro pro *STADA*-Aktie an.<sup>43</sup> Trotz der Absenkung der Mindestannahmeschwelle von 75 Prozent auf 67 Prozent war das Übernahmeangebot nicht erfolgreich.

Im Juli 2017 folgte ein erneutes Übernahmeangebot. Das zweite Übernahmeangebot für 66,25 Euro pro Aktie sah nur noch eine Annahmeschwelle von 63 Prozent vor, welche auch erreicht wurde. Zu diesem Zeitpunkt trat der Hedgefonds *Elliott* als Übernahmeaktivist auf den Plan. Er erwarb sukzessive 15 Prozent der *STADA*-Aktien. Für den Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages, der einer Dreiviertelmehrheit bedurfte, waren die Bieter auf den Erwerb zusätzlicher *STADA*-Aktien oder auf die Unterstützung anderer Aktionäre angewiesen. *Elliott* verweigerte den Verkauf seiner Aktien für 66,25 Euro und kündigte an, dem Vertrag auf der Hauptversammlung nur zuzustimmen, wenn die Abfindung für außenstehende Aktionäre mindestens bei 74,40 Euro läge.

Im September 2017 gaben *Bain Capital* und *Cinven* bekannt, dieser Forderung Folge zu leisten, sodass der Beherrschungsvertrag im Februar 2018 mit einer Mehrheit von 99 Prozent geschlossen wurde. Letztlich gab sich *Elliott* aber auch nicht mit einem Preis von 74,40 Euro zufrieden, was dazu führte, dass es zu einem weiteren Abfindungsangebots im Rahmen eines Delistings nach § 39 BörsG mit je 81,73 Euro pro Aktie kam, welches *Elliott* schließlich annahm und seine Aktien verkaufte.

### 3. Thyssenkrupp

Auch *Thyssenkrupp* ist bereits ins Visier aktivistischer Aktionäre geraten. Der schwedische Finanzinvestor *Cevian*, der ca. 15 Prozent der Anteile hält, und der US-amerikanische Hedgefonds *Elliott*, mit ca. 3 Prozent an *Thyssenkrupp* beteiligt, kritisierten das Management öffentlich und forderten eine Umstrukturierung des Unternehmens.<sup>44</sup> Im Sommer 2018 traten sowohl der Vorstandsvorsitzende *Hiesinger* als auch der Aufsichtsratsvorsitzende *Lehner* zurück.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Siehe zu den nachfolgenden Ausführungen insbesondere: *Schiessl*, in: FS Seibert, 2019, 733, 735 f.; *Schmid*, *Investor Activism* 2018, 134, 143 ff.; sowie *Hasselbach/Rauch*, BB 2019, 194, 196.

<sup>44</sup> Vgl. zum Fall *Thyssenkrupp*: *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 299; „Aktivisten stiften Unruhe wie nie zuvor“, FAZ v. 11.1.2019; „Thyssenkrupp sortiert sich neu“, WAZ v. 13.2.2019.

<sup>45</sup> „Aktivisten stiften Unruhe wie nie zuvor“, FAZ v. 11.1.2019; „Ruhestörung im Ruhrpott“, Handelsblatt Wochenende, 7./8./9. September 2018.

#### 4. Commerzbank

Im Fall der *Commerzbank* pochte der Finanzinvestor *Cerberus*, mit ca. 5 Prozent beteiligt, auf stärkere Kostensenkung. *Cerberus*, eigentlich ein Private-Equity Unternehmen, hat dennoch aktivistische Züge.<sup>46</sup> Nachdem mehrere Gespräche geführt, und sowohl diese als auch andere Forderungen ins Leere gelaufen waren, griff er die Bankspitze öffentlich an und drohte mit einer Aktionärsrevolte. In einem Brief an den Aufsichtsrat wurde ein Kurswechsel gefordert und Versäumnisse und Untätigkeit der Verwaltungsorgane moniert. Angeprangert wurde neben der zu hohen Kostenbasis auch die zu schwache Wertentwicklung. Zudem forderte *Cerberus* zwei Sitze im Aufsichtsrat. Zwar kündigte er Dialogbereitschaft an, zur Not würden die Forderung aber auch auf anderem Wege durchgesetzt. *Cerberus* ging weiter davon aus, dass sich viele Aktionäre seinem Bestreben anschließen werden.<sup>47</sup> Auch der Vorstandsvorsitzende der Commerzbank *Martin Zielke* und der Aufsichtsratsvorsitzende *Stefan Schmittmann* legten ihre Ämter nieder.<sup>48</sup>

### III. Hintergründe des Shareholder Activism

Seinen Ursprung hat der Shareholder Activism in den USA. Dort wurde 1942 von der U.S. Securities and Exchange Commission die Rule 14a-8 erlassen.<sup>49</sup> In dieser wurde den Aktionären ein Vorschlagsrecht für Abstimmungen auf der Hauptversammlung zugesichert.<sup>50</sup> Von diesem Zeitpunkt an setzten sich aktivistische Aktionäre für Veränderungen in den Unternehmen ein und begannen das Management dieser Unternehmen unter Druck zu setzen.<sup>51</sup> Die Entwicklung des Shareholder Activism nahm jedoch erst Mitte der 1980er Jahre richtig Fahrt auf, als vermehrt große institutionelle Investoren, allen voran Pensionsfonds, angingen,

---

<sup>46</sup> „*Cerberus* fletscht die Zähne“, FAZ v. 10.6.2020.

<sup>47</sup> Vgl. dazu: *Cerberus* macht Stunk in der *Commerzbank*“, FAZ v. 10.6.2020; „*Cerberus* fletscht die Zähne“, FAZ v. 10.6.2020; „Aktivisten feuern auch in der Krise“, FAZ v. 27.6.2020.

<sup>48</sup> „Wie es zum Eklat um *Cerberus* und die *Commerzbank* kam, Handelsblatt v. 31.7.2020.

<sup>49</sup> *Kolat*, Shareholder Activism institutioneller Investoren, 2014, S. 122; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Butu*, Shareholder Activism by Hedge Funds, 2013, S. 17; *Gillan/Starks*, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2007, S. 2, online abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=959670> (zuletzt abgerufen am 17.9.2021).

<sup>50</sup> *Kolat*, Shareholder Activism institutioneller Investoren, 2014, S. 122; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Gilan/Starks*, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2007, S. 2, online abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=959670> (zuletzt abgerufen am 17.9.2021).

<sup>51</sup> *Gillan/Starks*, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2007, S. 2, online abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=959670> (zuletzt abgerufen am 17.9.2021).



aktivistisch vorzugehen.<sup>52</sup> In Deutschland hingegen wurde Shareholder Activism erst Mitte der 2000er Jahre bekannt, als der britische Hedgefonds „*The Children's Investment Fund*“ (TCI) die Übernahme der *London Stock Exchange* durch die *Deutsche Börse AG* verhinderte und sowohl der Vorstandsvorsitzende als auch der Aufsichtsratsvorsitzende der *Deutsche Börse AG* in Folge dessen von ihren Ämtern zurücktraten.<sup>53</sup>

## 1. Globalisierung der Finanzmärkte

Begünstigend für den Vormarsch des Shareholder Activism war unter anderem die Globalisierung der Finanzmärkte. Deren Folge war eine internationale Anpassung von Verhaltensmustern sowie die Vernetzung von Gesellschafts- und Wirtschaftsbereichen.<sup>54</sup> Die globalen Finanzmärkte verflochten sich zunehmend und Geschäfte wurden auch am internationalen Finanzmarkt getätigt.<sup>55</sup> Durch den Anstieg grenzüberschreitender Direktinvestitionen entstand ein globales Wirtschaftssystem mit einem globalen Wettbewerb der Unternehmen.<sup>56</sup> Der zunehmende Wettbewerb verlangt schon von sich aus schnell anpassungsfähige und flexible Strukturen auf Ebene der einzelnen Unternehmen, wobei auch effiziente Funktionsweisen und Entscheidungsfindungen eine große Rolle spielen.<sup>57</sup>

## 2. Die Zerschlagung der „Deutschland AG“

Dieser wirtschaftlichen Entwicklung ist die sogenannten *Deutschland AG* zum Opfer gefallen. Vor dem Hintergrund der Globalisierung und Internationalisierung der Finanzmärkte und Unternehmen wurde die *Deutschland AG* vermehrt als hinderlich angesehen.<sup>58</sup> Die *Deutschland AG* entstand nach der Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er Jahre und weiter

---

<sup>52</sup> Kleinmanns, IRZ 2016, 341, 342; Gillan/Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2007, S. 2, online abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=959670> (zuletzt abgerufen am 17.9.2021).

<sup>53</sup> Kolat, Shareholder Activism institutioneller Investoren, 2014, S. 129; Heuser, DK 2012, 308, 309; vgl. auch: Bunz, NZG 2014, 1049; Dauner-Lieb, WM 2007, 9, 10.

<sup>54</sup> Klein, Globalisierung der Finanzmärkte, 2000, S. 15.

<sup>55</sup> Klein, Globalisierung der Finanzmärkte, 2000, S. 15, 24.

<sup>56</sup> Wymeersch, ZGR 2001, 294, 298.

<sup>57</sup> Wymeersch, ZGR 2001, 294, 297.

<sup>58</sup> Ahrens/Gehlen/Reckendrees, in: Die „Deutschland AG“ 2013, 7, 8; „Die Deutschland AG löst sich auf und formiert sich neu“, Welt am Sonntag v. 28.01.2001, online abrufbar unter: <https://www.welt.de/print-wams/article608778/Deutschland-AG-loest-sich-auf-und-formiert-sich-neu.html> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021).

nach dem zweiten Weltkrieg.<sup>59</sup> Sie war bis in die späten 1990er Jahre ein System wechselseitiger finanzieller Verflechtungen der Finanzbranche mit der Industrie.<sup>60</sup> Unternehmen wie die *Deutsche Bank* oder die *Allianz* hielten große Beteiligungen an anderen DAX-Unternehmen.<sup>61</sup> Banken und Versicherungen waren eng mit der Industrie verflochten. In der Folge entstand ein engmaschiges Netz finanzieller Abhängigkeit, und gegenseitiger Einflussnahme und Kontrolle z.B. durch eine gegenseitige Besetzung von Aufsichtsrats- und Vorstandsposten.<sup>62</sup>

Dass sich das System vor einem Umbruch befand, wurde bereits im November 1990 angedeutet, als *Vodafone Airtouch* ein Übernahmeangebot für *Mannesmann* abgab, welches einer der industriellen Kerne der *Deutschland AG* war.<sup>63</sup> Ebenfalls trug die Steuerreform von *Hans Eichel* zur Zerschlagung der *Deutschland AG* bei, welche steuerfreie Gewinne aus der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen ermöglichte.<sup>64</sup> Abgesehen davon zwangen

---

<sup>59</sup> „Die Deutschland AG löst sich auf und formiert sich neu“, Welt am Sonntag v. 28.01.2001, online abrufbar unter: <https://www.welt.de/print-wams/article608778/Deutschland-AG-loest-sich-auf-und-formiert-sich-neu.html> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021).

<sup>60</sup> *Ahrens/Gehlen/Reckendrees*, in: Die „Deutschland AG“ 2013, 7; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, HdB Corporate Governance, 2009, 219, 221; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2017, S. 151; *Turu*, Hedgefonds-Aktivismus, 2015, S. 49; *Kolat*, Shareholder Activism institutioneller Investoren, 2014, S. 141; „Wir brauchen eine neue Deutschland AG“, manager magazin v. 22.07.2017, online abrufbar unter: <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/kapitalturbo-wir-brauchen-eine-neue-deutschland-ag-a-1158840.html> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021).

<sup>61</sup> *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, HdB Corporate Governance, 2009, 219, 221; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2017, S. 152; „Wir brauchen eine neue Deutschland AG“, manager magazin v. 22.07.2017, online abrufbar unter: <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/kapitalturbo-wir-brauchen-eine-neue-deutschland-ag-a-1158840.html> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021).

<sup>62</sup> *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2017, S. 151; *Turu*, Hedgefonds-Aktivismus, 2015, S. 49; *Ahrens/Gehlen/Reckendrees*, in: Die „Deutschland AG“ 2013, 7; *Beyer*, in: Die „Deutschland AG“ 2013, 31, 32 ff.; „Wir brauchen eine neue Deutschland AG“, manager magazin v. 22.07.2017, online abrufbar unter: <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/kapitalturbo-wir-brauchen-eine-neue-deutschland-ag-a-1158840.html> (zuletzt abgerufen am: 31.1.2021).

<sup>63</sup> „Wie ein Brite die Deutschland-AG sprengte“, Welt v. 12.11.2009, online abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article5188616/Wie-ein-Brite-die-Deutschland-AG-sprengte.html> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021); „Ende der Deutschland AG“, Handelsblatt v. 28.04.2009, online abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/archiv/2000-2008-ende-der-deutschland-ag/3166250.html?ticket=ST-3861068-Or6lRxsrlQLG63eG1Z4K-ap1> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021).

<sup>64</sup> *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2017, S. 154; *Kolat*, Shareholder Activism institutioneller Investoren, 2014, S. 142; „Die Deutschland AG löst sich auf und formiert sich neu“, Welt am Sonntag v. 28.01.2001, online abrufbar unter: <https://www.welt.de/print-wams/article608778/Deutschland-AG-loest-sich-auf-und-formiert-sich-neu.html> (zuletzt abgerufen am 31.1.2021); zu Gesetzesreformen siehe auch: *Beyer*, in: Die „Deutschland AG“, 2013, 31, 38.