

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	23
Einführung	24
A) Problemstellung	24
B) Gang der Untersuchung	31
Kapitel 1: Aktivistische Aktionäre – Ursprung; Definition; Ziele; Vorgehensweise	33
A) Ursprung und Entwicklung des Shareholder Activism	33
B) Beteiligte Personengruppen	37
C) Ziele und Vorgehensweise aktivistischer Aktionäre	47
D) Definition	58
E) Kritik am Verhalten von aktivistischen Aktionären	61
F) Zusammenfassung	63
Kapitel 2: Stakeholderinteressen im Rahmen der Hauptversammlung	65
A) Die Hauptversammlung	65
B) Interessensgruppen	77
C) Fazit	113
Kapitel 3: Maßnahmen im Rahmen des operativen Aktivismus	114
A) Umstrukturierungen einschließlich M&A Maßnahmen	115
B) Finanzpolitische Maßnahmen und Beeinflussung der Kapitalstruktur	128
C) Eingriffe in die Unternehmensführung	137
D) Zusammenfassung	141

Kapitel 4: Die Aktionärsrechte als Mittel zum Zweck zur Durchsetzung der verfolgten Maßnahmen in der Hauptversammlung	143
A) Die zur Verfügung stehenden Aktionärsrechte im Zusammenhang mit der Hauptversammlung	143
B) Berechtige Reichweite der einzelnen Aktionärsrechte	174
C) Zusammenfassung	287
Kapitel 5: Thesen, Zusammenfassung und Ausblick	292
A) Thesen	292
B) Zusammenfassung und Ausblick	302
Literaturverzeichnis	305

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Einführung	24
A) Problemstellung	24
I) Aktuelle Problematik	24
1) Shareholder Activism in Deutschland in den vergangenen Jahren	24
a) Einwirkung von Cerberus bei der Commerzbank AG	24
b) Beteiligung von Hastor an der Grammer AG	25
c) Beteiligung von Active Ownership Capital und Elliott an der Stada Arzneimittel AG	26
d) Auseinandersetzung zwischen Elliott und der ThyssenKrupp AG	26
e) Beteiligung von Cevian an der Bilfinger SE	27
f) Beteiligung von Cevian an der Demag Cranes AG	27
g) Beteiligung von Elliott an der Bayer AG	28
2) Die Hauptversammlung als Konfrontationsort	28
a) Fall Girmes aus dem Jahr 1989	29
b) Hauptversammlung von Cewe Color 2007	29
c) Hauptversammlung von der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft 2016	29
II) Untersuchungsgegenstand	30
B) Gang der Untersuchung	31
Kapitel 1: Aktivistische Aktionäre – Ursprung; Definition; Ziele; Vorgehensweise	33
A) Ursprung und Entwicklung des Shareholder Activism	33
I) Ursprung und Entwicklung des Shareholder Activism in den USA	33
II) Ursprung und Entwicklung des Shareholder Activism in Deutschland	36

B) Beteiligte Personengruppen	37
I) Hedgefonds	37
1) Begriffsbestimmung	38
2) Motivation hinsichtlich der Ausübung von Shareholder Activism durch Hedgefonds	38
II) Private Equity Funds	41
1) Begriffsbestimmung	41
2) Abgrenzung zum Hedgefonds	41
III) Institutionelle Investoren	42
1) Begriffsbestimmungen	44
2) Arten von institutionellen Investoren	45
3) Passives Aktionärsverhalten	45
IV) Weitere Aktionäre	46
V) Zielgesellschaft	46
VI) Zusammenfassung	47
C) Ziele und Vorgehensweise aktivistischer Aktionäre	47
I) Ziele	47
II) Erscheinungsformen des Shareholder Activism	48
1) Investor Activism – im Besonderen Leerverkaufsattacken	48
2) Aktivismus im Hinblick auf Sondersituationen	49
3) Ideeller Aktivismus	50
4) Default Activism	50
5) Operativer Aktivismus	51
III) Vorgehensweise im Rahmen des operativen Aktivismus	54
1) Generelles zur Vorgehensweise	54
a) Beteiligungshöhe	54
b) Zusammenschluss mit anderen Investoren (Wolfsrudeltaktik)	55
2) Konkretes zur Vorgehensweise	55
a) Kooperationsebene	56
aa) Schreiben an Vorstand und Aufsichtsrat	56
bb) Persönliches Gespräch mit Vorstand und Aufsichtsrat	56
b) Konfrontationsebene	57
aa) Medienkampagne	57
bb) Teilnahme der Hauptversammlung	58
D) Definition	58
I) Meinungsstand	59
II) Definition als Grundlage der vorliegenden Untersuchung	60

E) Kritik am Verhalten von aktivistischen Aktionären	61
I) Ökonomische Kritik	61
II) Rechtliche Kritik	62
F) Zusammenfassung	63
 Kapitel 2: Stakeholderinteressen im Rahmen der Hauptversammlung	65
A) Die Hauptversammlung	65
I) Begriff, Funktion und Formen der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft	65
1) Begriff der Hauptversammlung	65
2) Funktion der Hauptversammlung in der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft	66
3) Formen der Hauptversammlung	67
a) Ordentliche und außerordentliche Hauptversammlung	67
b) Präsenz- gegen Virtuelle-Hauptversammlung	68
II) Grundprinzipien der Hauptversammlung	69
1) Forum der Aktionärsdemokratie	69
2) Mehrheitsprinzip	71
3) Minderheitenschutz	73
4) Publizitätsgrundsatz	75
III) Zusammenfassung	76
B) Interessensgruppen	77
I) Vorstand	77
1) Funktion des Vorstands im Rahmen der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft	77
2) Interessensverfolgung in der Hauptversammlung	78
a) Außendarstellung der Gesellschaft	78
b) Umsetzung von Pflichten und Aufgaben	78
aa) Pflichten und Aufgaben im Vorfeld der Hauptversammlung	79
bb) Pflichten und Aufgaben innerhalb der Hauptversammlung	79
(1) Teilnahmepflicht und Teilnahmerecht	79
(2) Information der erschienenen Aktionäre	80
(a) Vorlagepflichten	80
(b) Berichtspflichten	82
(c) Auskunftspflicht	82

cc) Pflichten und Aufgaben im Anschluss an die Hauptversammlung	82
(1) Umsetzung von Hauptversammlungsbeschlüssen	82
(2) Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen	83
(3) Weitere Pflichten im Nachgang der Hauptversammlung	84
c) Persönliche Interessen	84
aa) Geschäftsleitung der Gesellschaft in eigener Verantwortung	84
bb) Vorstandsvergütung	86
cc) Vertrauensentzug, § 84 Abs. 3 S. 2, Alt. 3 AktG	87
dd) Entlastung, § 120 Abs. 1 S. 1 AktG	88
ee) Ausschluss der Innenhaftung durch einen Hauptversammlungsbeschluss	89
3) Fazit	90
II) Aufsichtsrat	90
1) Funktion des Aufsichtsrats im Rahmen der Kompetenzordnung der AG	90
2) Interessensverfolgung in der Hauptversammlung	91
a) Außendarstellung der Gesellschaft	91
b) Umsetzung von Pflichten und Aufgaben	91
aa) Pflichten und Aufgaben im Vorfeld der Hauptversammlung	91
bb) Pflichten und Aufgaben innerhalb der Hauptversammlung	92
(1) Teilnahmepflicht und Teilnahmerecht	92
(2) Auskunftspflicht	92
(3) Berichtspflicht	93
cc) Pflichten und Aufgaben im Anschluss an die Hauptversammlung	93
c) Persönliche Interessen	94
aa) Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder	94
bb) Entlastung	94
cc) Vergütung	95
dd) Ausschluss der Innenhaftung durch einen Hauptversammlungsbeschluss	95
3) Fazit	96

III) Aktionäre	96
1) Teilnahmerecht	97
a) Entstehung	97
b) Inhalt	97
c) Beschränkung	98
2) Aktionärsgruppen	99
a) Mehrheitsaktionär	99
b) Minderheitsaktionäre	100
aa) Einzelaktionäre	100
bb) Institutionelle Investoren	101
cc) Kritische Aktionäre	101
dd) Berufsopponenten bzw. räuberische Aktionäre	101
3) Interessen	102
IV) Weitere Interessensgruppen	103
1) Versammlungsleiter	103
2) Notar	104
3) Abschlussprüfer	106
4) Stimmrechtsberater (proxy advisor)	107
5) Aktionärsvereinigungen	109
6) Medienvertreter	110
7) Weitere Teilnehmergruppen	111
a) Teilnehmer aufgrund der Satzung oder Geschäftsordnung der Hauptversammlung	111
b) Teilnehmer aufgrund gesetzlicher Vorschriften	112
c) Weitere Teilnehmer	112
C) Fazit	113
Kapitel 3: Maßnahmen im Rahmen des operativen Aktivismus	114
A) Umstrukturierungen einschließlich M&A Maßnahmen	115
I) Veräußerung von Geschäftsbereichen/ Tochtergesellschaften/Carve-Outs	116
II) Umwandlungsrechtliche Maßnahmen	117
III) Geschäftsleitungsmaßnahmen	118
IV) Durchsetzung in der Hauptversammlung	118
V) Strategische Neuausrichtung der Gesellschaft	120
1) Steuerung der Kapitalflüsse	121
2) Änderung von Satzung und Unternehmensgegenstand	122
a) Abgrenzung Gesellschaftszweck und Unternehmensgegenstand	122

b)	Begriff des Unternehmensgegenstands	122
c)	Bedeutung des Unternehmensgegenstands	123
d)	Abweichung und Änderung des Unternehmensgegenstands	123
VI)	Durchsetzung in der Hauptversammlung	126
1)	Steuerung der Kapitalflüsse	126
2)	Änderung des Unternehmensgegenstand a) Zuständigkeit und Verfahren	127
	b) Verhältnis zu umwandlungsrechtlichen Maßnahmen	127
B)	Finanzpolitische Maßnahmen und Beeinflussung der Kapitalstruktur	128
I)	Beeinflussung der Kapitalstruktur	129
II)	Finanzpolitische Maßnahmen	130
1)	Verwendung des Jahresüberschusses	130
2)	Speziellere Maßnahmen a) Ausschüttung einer Superdividende	132
	b) Erwerb eigener Aktien	135
III)	Durchsetzung in der Hauptversammlung	136
1)	Verwendung des Bilanzgewinns	136
2)	Veränderung der Kapitalstruktur	136
C)	Eingriffe in die Unternehmensführung	137
I)	Beeinflussung der Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat	137
1)	Besetzung des Aufsichtsrats	138
2)	Besetzung des Vorstands	138
II)	Veränderung der Corporate Governance des Unternehmens	139
III)	Durchsetzung in der Hauptversammlung	140
D)	Zusammenfassung	141
Kapitel 4: Die Aktionärsrechte als Mittel zum Zweck zur Durchsetzung der verfolgten Maßnahmen in der Hauptversammlung		143
A)	Die zur Verfügung stehenden Aktionärsrechte im Zusammenhang mit der Hauptversammlung	143
I)	Grundsatz – § 118 Abs. 1 AktG – Ausübung von Aktionärsrechten in der Hauptversammlung	143

II) Einberufung der Hauptversammlung	144
1) Informations- und Mitteilungsrechte im Vorfeld der Hauptversammlung	145
2) Einberufungsverlangen, § 122 Abs. 1 AktG	146
III) Gestaltung und Ergänzung der Tagesordnung	147
1) Ergänzungsverlangen, § 122 Abs. 2 AktG	147
a) Herabsetzung der Maximalvergütung	148
b) Satzungsänderung, §§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 179 Abs. 1 AktG	149
aa) Unternehmensgegenstand	149
bb) Vergütungssystem des Aufsichtsrats, § 113 Abs. 1 S. 4 AktG	150
c) Zustimmung zu Verträgen	150
d) Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten	151
e) Vorbereitung und Ausführung von Hauptversammlungsbeschlüssen, § 83 Abs. 1 AktG	154
aa) Maßnahmen in der Zuständigkeit der Hauptversammlung, § 83 Abs. 1 S. 1 AktG	154
bb) Verträge, § 83 Abs. 1 S. 2 AktG	158
cc) Verlangen der Hauptversammlung, § 83 Abs. 1 S. 3 AktG	159
dd) Zwischenergebnis	160
f) Bestellung von Sonderprüfern, § 142 Abs. 1 AktG	160
g) Geltendmachung von Ersatzansprüchen, § 147 Abs. 1 AktG	162
h) Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern und Neuwahl, §§ 101, 103 Abs. 1 S. 1 AktG	163
i) Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand, § 84 Abs. 3 S. 2, 3. Fall AktG	164
2) Gegenantragsrecht von Aktionären, § 126 Abs. 1 AktG	165
3) Wahlvorschläge von Aktionären, § 127 AktG	166
4) Aktionärsforum, § 127a AktG	166
5) Stellungnahme	167
IV) Versammlungsgebundene Aktionärsrechte	167
1) Allgemeine versammlungsgebundene Rechte	167
a) Rederecht	168
b) Auskunftsrecht, § 131 Abs. 1 S. 1 AktG	169
c) Einsichtsrecht	170
d) Stimmrecht, §§ 12 Abs. 1, 134 Abs. 1 AktG	171
2) Besondere versammlungsgebundene Rechte	172

V) Zusammenfassung und Stellungnahme	173
B) Berechtige Reichweite der einzelnen Aktionärsrechte	174
I) Grundsätzlich geltende Schranken für die Ausübung von Aktionärsrechten	175
1) Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft	175
2) Treuepflicht	175
a) Reichweite	176
b) Inhalt	177
3) Gleichbehandlungsgrundsatz, § 53a AktG	177
a) Reichweite	178
b) Inhalt	178
4) Rechtsmissbrauch, § 242 BGB	179
5) Schädigungsverbot, § 117 Abs. 1 AktG	180
6) Vorsätzliche, sittenwidrige Schädigung, § 826 BGB	184
II) Schranken hinsichtlich der Durchsetzung konkreter Maßnahmen	185
1) Versammlungsungebundene Aktionärsrechte im Vorfeld der Hauptversammlung	186
a) Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat im Vorfeld der Hauptversammlung	186
aa) Gespräche mit dem Vorstand	187
(1) Inhalt	187
(2) Rechtliche Grenzen	187
(a) Kompetenzordnung	188
(b) Verschwiegenheitspflicht	188
(c) Insiderinformationen	189
(d) Gleichbehandlungsgrundsatz, § 53a AktG	190
(e) Schädigungsverbot, § 117 Abs. 1 AktG	193
bb) Gespräche mit dem Aufsichtsrat	194
(1) Inhalt	196
(2) Rechtliche Grenzen	196
(a) Kompetenzordnung	197
(b) Verschwiegenheitspflicht	197
(c) Insiderinformationen	198
(d) Gleichbehandlungsgrundsatz, § 53a AktG	199
(e) Schädigungsverbot, § 117 Abs. 1 AktG	200
cc) Stellungnahme	201

b) Einberufungs- und Ergänzungsverlangen, § 122	202
Abs. 1, 2 AktG	202
aa) Allgemeine Grenzen	202
bb) Grenzen in Bezug auf konkrete Maßnahmen	204
(1) Mittel zur Erreichung des erforderlichen Quorums im Rahmen des operativen Aktivismus	204
(2) Grenzen des Einberufungsverlangens im Rahmen des operativen Aktivismus	205
(a) Fehlende Eilbedürftigkeit	206
(b) Beschlusslose Gegenstände auf der Tagesordnung	208
(3) Grenzen des Ergänzungsverlangens im Rahmen des operativen Aktivismus	210
(a) Allgemein gültige Grenzen	211
(b) Zulässigkeit einzelner Maßnahmen	218
(4) Zwei Gestaltungsrichtungen	234
(a) Beeinflussung der Zusammensetzung der Verwaltung	234
(b) Beeinflussung der Ausrichtung der Gesellschaft	234
(5) Folgeprobleme	235
(a) Absetzung von Tagesordnungspunkten	235
(b) Mehrheitserfordernisse	237
c) Gegenantragsrecht, § 126 AktG	237
aa) Zulässigkeit von Gegenanträgen, § 126 Abs. 1 AktG	239
bb) Begrenzung des Antragsrechts, § 126 Abs. 2 AktG	240
(1) Anwendbarkeit bei börsennotierten Aktiengesellschaften	240
(2) Einzelne Fallgruppen	242
(a) § 126 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 AktG	242
(b) § 126 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 AktG	243
(c) § 126 Abs. 2 S. 1 Nr. 1, 4–7 AktG	244
cc) Zwischenergebnis	244
d) Wahlvorschläge, § 127 AktG	245
e) Nutzung des Aktionärsforums, § 127a AktG	246
2) Allgemeine versammlungsgebundene Aktionärsrechte innerhalb der Hauptversammlung	248
a) Einsichtsrecht	249

b) Auskunftsrecht, § 131 Abs. 1 S. 1 AktG	250
aa) Nutzungsmöglichkeit im Rahmen des Shareholder Activism	250
bb) Rechtliche Grenzen	251
(1) Gesetzlich verankerte Grenzen gem. § 131 AktG	251
(a) Voraussetzungen des Auskunftsanspruchs	251
(b) Grenzen i.S.v. § 131 Abs. 3 AktG	252
(c) Grenzen aufgrund Satzung oder Geschäftsordnung, § 131 Abs. 2 S. 2 AktG	252
(2) Allgemeingültige rechtliche Grenzen	253
cc) Bedeutung von § 131 Abs. 4 S. 1 AktG	254
dd) Beschränkung des Auskunfts- und Fragerecht aufgrund des Corona-Maßnahmengesetzes	256
ee) Zwischenergebnis	256
c) Rederecht	257
aa) Nutzungsmöglichkeit im Rahmen des Shareholder Activism	257
bb) Grenzen	258
(1) Rechtliche Grenzen	258
(2) Tatsächliche Grenzen	260
cc) Beschränkung des Auskunfts- und Fragerecht aufgrund des Corona-Maßnahmengesetzes	260
dd) Zwischenergebnis	261
d) Stimmrecht	261
aa) Aktienrechtliche Beschränkungen	262
(1) Werben um Stimmrechtsvollmachten	262
(a) Zulässigkeit	262
(b) Vorgehensweise	263
(2) Zusammenarbeit mit Stimmrechtsberatern und anderen Aktionärsvereinigungen	265
(3) Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung	266
(a) Ausnutzen von Zufallsmehrheiten	266
(b) Umgehung des Mehrheitsprinzips	270
(c) Gesellschaftsschädigende Stimmrechtsausübung	271
(d) Zwischenergebnis	274

bb) Kapitalmarktrechtliche Beschränkungen	274
(1) Kapitalmarktrechtliche Beschränkungen gem. WpHG	275
(a) Zurechnung von Stimmrechten, § 34 Abs. 1 WpHG	275
(b) Abgestimmtes Verhalten – Acting in concert, § 34 Abs. 2 WpHG	276
(2) Kapitalmarktrechtliche Beschränkungen gem. WpÜG	280
(a) Zurechnung von Stimmrechten, § 30 Abs. 1 WpÜG	280
(b) Abgestimmtes Verhalten – Acting in concert, § 30 Abs. 2 WpÜG	280
(c) Zwischenergebnis	284
(3) Zwischenergebnis	284
cc) Zwischenergebnis	285
e) Stellungnahme	286
C) Zusammenfassung	287
I) Erste Phase – Gespräche zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und aktivistischen Aktionären	287
II) Zweite Phase – Vorbereitung der Einberufung der Hauptversammlung und Erstellung der Tagessordnung	288
III) Dritte Phase – Durchführung der Hauptversammlung	289
IV) Schlussfolgerung	290
Kapitel 5: Thesen, Zusammenfassung und Ausblick	292
A) Thesen	292
I) Kommunikation außerhalb der Hauptversammlung	292
1) These	292
2) Begründung	292
II) Einflussnahme in der Hauptversammlung	294
1) These	294
2) Begründung	294
III) Einschränkung der Aktionärsrechte	295
1) These	295
2) Begründung	295
IV) Einflussnahme trotz Minderheitsbeteiligung	297
1) These	297
2) Begründung	297

V) Zusammenwirken mit anderen Aktionären	298
1) These	298
2) Begründung	298
VI) Umsetzung eines langfristigen Gesamtkonzepts	300
1) These	300
2) Begründung	300
VII) Durchführung als virtuelle Hauptversammlung	301
1) These	301
2) Begründung	301
B) Zusammenfassung und Ausblick	302
Literaturverzeichnis	305