

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhalt	XI
Einführung	1
A. Prolog	1
B. Gang der Untersuchung	6
C. <i>Shareholder Activism</i> – Begriff und Akteure	7
Teil 1 Rechtsökonomische Vorbetrachtung	19
A. <i>Shareholder Activism</i> und Corporate Governance	20
B. Empirische Indizien	63
C. Ergebnisse der ökonomischen Analyse	78
Teil 2 Formen und rechtliche Schranken der Ausübung von Aktionärsrechten	79
A. Formen der Ausübung mitgliederschaftlicher Verwaltungsrechte	79
B. Aktienrechtliche Schranken	93
C. Zusammenfassung	158
Teil 3 Erscheinungsformen und rechtliche Rahmenbedingungen informeller Einflussnahme durch Aktionäre	159
A. Typisches Vorgehen aktivistischer Investoren	159
B. Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Entscheidungsorganisation	160
C. Rechtsbindung des einflussnehmenden Investors	162
D. Rechtsbindung der Verwaltungsorgane	165
E. Zusammenfassung	183
Teil 4 Kapitalmarkt- und übernahmerechtliches Regelungsumfeld	185
A. Meldepflichten und Anteilstransparenz	186
B. Abgestimmtes Verhalten (§§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG)	215
C. Insiderhandelsverbot (§§ 13 f. WpHG)	236
D. Zusammenfassung	239
Teil 5 Schluss	241
A. Wesentliche Ergebnisse	241
B. Handlungsbedarf <i>de lege ferenda</i>	245
C. Ausblick	247
Abkürzungen	249
Literatur	257
Sachregister	305

Inhalt

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Einführung	1
<i>A. Prolog</i>	1
I. Anteilseigneraktivismus in Deutschland	1
II. Überproportionaler Einfluss und »Wolfsrudeltaktik«	2
III. Kontrast zum aktienrechtlichen Leitbild	4
<i>B. Gang der Untersuchung</i>	6
<i>C. Shareholder Activism – Begriff und Akteure</i>	7
I. Vergleichende Betrachtung einiger Investortypen	7
1. Traditionelle institutionelle Anleger	7
a) Begriff	7
b) Geringe Anreize zum Engagement in den Portfoliogesellschaften	8
2. Hedge-Fonds	10
a) Aktivistische Fondsstrategien in Deutschland	10
b) Hedge-Fonds-Aktivismus begünstigende Faktoren	12
c) Insbesondere: Geringe Regulierungsdichte	12
d) Verschärfungen des regulatorischen Rahmens in den USA und der EU	13
aa) Vereinigte Staaten	13
bb) Europäische Union	14
3. Private Equity	15
a) Private Equity vs. Hedge-Fonds – Gemeinsamkeiten und Unterschiede	15
b) Begrenzte Konvergenz der Investortypen	16
4. »Räuberische« Aktionäre	17
II. Aktionärsaktivismus – Definition	17
Teil 1 Rechtsökonomische Vorbetrachtung	19
<i>A. Shareholder Activism und Corporate Governance</i>	20
I. Gesellschafterliche Mitwirkung in der Publikumsgesellschaft	20
1. Rationale Apathie und Kollektivhandlungsproblem	20
2. Rolle der Finanzinvestoren	22
a) Mitwirkungsanreize	22
b) Interessenkonflikte im Verhältnis zu Mitaktionären	23
aa) Divergente Anlagehorizonte	24
bb) Risikoentkoppelte Verwaltungsrechte	26
c) Folgen für andere Interessengruppen	28

d) Stellungnahme	29
aa) Kurzfristorientierung	29
bb) »Zufallsmehrheiten«	30
cc) »Aktionärsdemokratie«	31
II. Problematik geringer Hauptversammlungspräsenz	31
1. Ausgangspunkt	31
2. Vorschläge und Maßnahmen zur Steigerung der Hauptversammlungs- präsenz	32
3. Aufwärtstendenz in jüngerer Zeit	33
4. Abgrenzung und Schlussfolgerung	34
III. Unternehmenstheoretische Bewertung erhöhten Aktionärsinflusses	35
1. Transaktionskostenökonomik	35
a) Kostspieligkeit von Transaktionen	35
b) Neoklassische Position	36
c) Transaktionskosten und Unternehmen	36
aa) Unvollständige Verträge und Autorität	37
bb) Trennung von Eigentum und Leitungsmacht	39
(1) Aktienrechtliches Paradigma	39
(2) Effizienzvorteile aus der Trennung von Eigentum und Leitungsmacht	39
cc) Wirkung verstärkten Anteilseignereinflusses	40
(1) Mögliche Effizienzeinbußen	40
(2) Reibungsverluste durch Aktionärsaktivismus	41
(3) Schlussfolgerung	42
2. Theorie der Verfügungsrechte	43
a) <i>Property-rights</i> -Theorie des Unternehmens	43
b) Mangelnde Modellierung der <i>separation of ownership and control</i>	43
3. Ökonomische Vertragstheorie – Prinzipal-Agent-Ansatz	44
a) Prinzipal-Agent-Konflikt	44
b) Agenturkosten	45
c) <i>Free-cash-flow</i> -Hypothese	46
d) Funktion aktiver Investoren	47
aa) Eignung zur Verwaltungskontrolle	47
bb) Reduktion liquiditätsinduzierter Agenturkosten	47
(1) Wirkung verstärkter Gewinnausschüttung	47
(2) Theoretische Substituierbarkeit der Finanzierungsquellen	49
(3) Empirische Indizien	50
(4) Schlussfolgerung	51
e) Aktive Aktionäre im Gefüge gesellschaftsinterner Kontroll- mechanismen	52
aa) Hauptversammlung	53
(1) Kontrollfunktion	53
(2) Präsenz aktiver Investoren	54
bb) Der Aufsichtsrat als Kontrollorgan	54
(1) Effizienz der Entscheidungskontrolle durch Gesellschafts- organe	54
(2) Überwachungsdefizite	56
(3) Interaktion von Aktionärsaktivisten und Aufsichtsrat	57

(a) Komplementäre Überwachung	57
(b) Einfluss im Aufsichtsrat	57
f) Zielkonflikt von Kontroll- und Entscheidungseffizienz	59
g) Verlagerter Interessenkonflikt	61
IV. Zwischenbefund	61
1. Rationale Apathie vs. Engagement der Finanzinvestoren	61
2. Entschärfung des Agenturkonflikts vs. Gefahr übersteigerter Ausschüttung	62
3. Friktionsverluste und Interessenkonflikte	62
4. <i>Conclusio</i>	63
B. <i>Empirische Indizien</i>	63
I. Hedge-Fonds-Beteiligungen	63
1. Charakteristika der Zielunternehmen	64
a) Deutschland	64
b) Vereinigte Staaten	65
2. Werteffekte	66
a) Methodik	66
b) Kurzfristeffekte der Beteiligung aktivistischer Hedge-Fonds	68
aa) Deutschland	68
bb) Vereinigte Staaten	68
cc) Erklärungsansätze zu den kurzfristigen Marktreaktionen	69
c) Langfristeffekte des <i>shareholder activism</i>	70
aa) Deutschland	71
(1) Widersprüchliche Resultate älterer Studien	71
(2) Konsistentere Ergebnisse aktueller Untersuchungen	72
bb) Vereinigte Staaten	72
cc) Stellungnahme	73
II. Private-Equity-Beteiligungen	74
1. Empirische Befunde	74
2. Geringe Relevanz für den Untersuchungsgegenstand	75
III. Zwischenbefund und Stellungnahme	76
1. Investitionsmotive	76
2. Liquiditätsabbau	76
3. Keine nachhaltige Unternehmenswertsteigerung	77
C. <i>Ergebnisse der ökonomischen Analyse</i>	78
Teil 2 Formen und rechtliche Schranken der Ausübung von Aktionärsrechten	79
A. <i>Formen der Ausübung mitgliederschafilicher Verwaltungsrechte</i>	79
I. Versammlungsgebundene Teilhaberechte	79
1. Stimmrecht	79
a) Relevante Beschlussgegenstände	80
aa) Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern (§§ 101, 103 AktG)	80
bb) Satzungsänderung (§ 179 AktG)	81
cc) Entlastung (§ 120 AktG)	81

dd)	Vertrauensentzug (§ 84 Abs. 3. S. 2, 3. Var. AktG)	82
ee)	Geltendmachung von Ersatzansprüchen (§ 147 AktG)	83
ff)	Sonderprüfung (§ 142 AktG)	83
gg)	Gewinnverwendung (§§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 AktG)	84
hh)	Vorbereitung von Hauptversammlungsbeschlüssen (§ 83 Abs. 1 AktG)	84
	(1) Hauptversammlungsmaßnahmen	84
	(2) Zustimmungspflichtige Verträge	85
b)	Sperminorität	85
2.	Beschlussantragsrecht	86
3.	Auskunftsrecht	87
II.	Aktionärsrechte im Vorfeld der Hauptversammlung	87
1.	Minderheitenrechte nach § 122 AktG	87
a)	Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung	87
b)	Ergänzung der Tagesordnung	88
2.	Spezielle Informations- und Mitteilungsrechte	88
III.	Klage- und gerichtliche Antragsrechte	89
1.	Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen	89
2.	Klagezulassung (§ 148 Abs. 1 AktG)	90
3.	Gerichtliche Bestellung des Aufsichtsrats (§ 104 AktG)	90
4.	Aktienrechtliche <i>actio negatoria</i>	91
5.	Sonstige Klage- und gerichtliche Antragsrechte	92
B.	<i>Aktienrechtliche Schranken</i>	93
I.	Treupflicht und Rechtsmissbrauch	93
1.	Gesellschaftsrechtliche Treupflicht	93
a)	Inhalt und Wirkrichtung	95
b)	Konkretisierung nach Art des Mitgliedschaftsrechts	96
aa)	Eigennützige und gesellschaftsbezogene Aktionärsrechte	96
bb)	Förderpflicht gegenüber der Gesellschaft und Rücksicht- nahmepflicht gegenüber den Mitgesellchaftern	97
c)	Materielle Beschlusskontrolle	98
aa)	Institutionelle Ausprägung der Treupflicht unter Aktionären	98
bb)	Keine allgemeine Inhaltskontrolle von Hauptversammlungs- beschlüssen	99
d)	Rechtsfolgen	100
aa)	Treuwidrige Maßnahmen	100
	(1) Stimmrechtsausübung	100
	(2) Hauptversammlungsbeschluss	101
	(a) Anfechtbarkeit	101
	(b) Positive Beschlussfeststellung	102
	(c) Darlegungs- und Beweislast	102
	(3) Beschlussmängelklagen	103
bb)	Anspruchsziele bei Treupflichtverstoß	103
e)	Bindung aktiver Minderheitsaktionäre	104
2.	Rechtsmissbrauchsverbot	105
a)	Zweckentfremdung von Aktionärsrechten	105
b)	Treupflichtverletzung als Implikat des Rechtsmissbrauchs	106
3.	Konkretisierung im Hinblick auf einzelne Aktionärsrechte	107

a) Stimmrecht	107
aa) Grad der Treubindung bei der Stimmrechtsausübung	107
bb) Qualifizierter Mehrheitsbeschluss; Sperrminorität	109
(1) Paralleles Stimmverhalten	110
(2) Keine »wirkungsbezogene« Treupflicht	110
(3) Relevanz für das Wirken aktiver Aktionäre	111
(a) Konstellationen möglicher Treupflichtverstöße der Minderheit	111
(b) Schlussfolgerung	112
cc) Einfacher Mehrheitsbeschluss	113
(1) »Zufallmehrheit«	113
(2) Mehrheitsprinzip und prozedurale Richtigkeitsgewähr	114
(3) Kausales Stimmgewicht der AktivistInnen	115
dd) Typische Konfliktlagen	116
(1) Kurzfristorientierte Stimmrechtsausübung	116
(a) »Superdividenden«	117
(aa) Keine Inhaltskontrolle des Gewinnverwendungsbeschlusses	118
(bb) Treuwidrigkeit im Einzelfall	119
(cc) Fremdfinanzierung der Gewinnausschüttung	119
(dd) Fazit	121
(b) Aktienrückkaufprogramme	121
(c) Abspaltung und Verkauf von Unternehmensteilen	122
(2) Entkopplung von Verwaltungsrechten und wirtschaftlicher Betroffenheit	123
(a) Terminologie	123
(b) Keine Erfassung durch § 8 Abs. 5 AktG oder § 136 Abs. 1 AktG	124
(c) Mehrfachpositionierung vor Übernahmen	124
(aa) Anreizprofil des Investors	125
(bb) AktionärsEinfluss auf Akquisitionsvorhaben	126
(d) Treupflichtverstoß	129
(aa) Ausgangspunkt	129
(bb) Gestörter Interessengleichklang	129
(cc) Beschlussanfechtung	130
(dd) Darlegungs- und Beweislast	130
(ee) Fazit	133
ee) Treupflichtgebundenheit der Stimmrechtsausübung – Zusammenfassung	136
b) Sonstige versamlungsbezogene Individualrechte	136
c) Quotale Minderheitenrechte	137
aa) Einberufungsverlangen (§ 122 AktG)	137
(1) Minderheitenschutz und Missbrauchsverbot	137
(2) Durchsetzung gesellschaftsschädlicher Zwecke	139
(3) Judikatur des Kammergerichts	139
bb) Gerichtliche Bestellung von Sonderprüfern (§ 142 Abs. 2 S. 1 AktG)	140
(1) Sonderprüfung als Druckmittel	140

	(2) Substantiierungslast und objektive Zweckwahrung bei der Sonderprüfung	141
	(3) Anreizwirkung der Kostentragungsregel in § 146 S. 2 AktG	142
	(4) Ergebnis	143
	cc) Gerichtliche Bestellung besonderer Vertreter (§ 147 Abs. 2 S. 2 AktG)	143
	dd) Klagezulassung (§ 148 Abs. 1 S. 1 AktG)	144
	d) Anfechtungsrecht (§§ 243, 245 AktG)	145
	aa) Individuelles Kontrollrecht	145
	bb) Missbräuchlicher Einsatz als Nötigungsmittel	146
	cc) Erfordernis illoyaler Zwecksetzung	147
	4. Zwischenergebnis	148
II.	Haftung aus § 117 Abs. 1 AktG	149
	1. Regelungsgegenstand und -zweck	149
	2. Tatbestandsvoraussetzungen	150
	3. Tatbestandsmäßigkeit aktivistischer Strategien	150
	a) Einfluss auf die Gesellschaft und kausaler Schaden	150
	b) Rechtswidrigkeit der Einflussnahme	151
	c) Vorsatz	153
	4. Praktische Bedeutung	153
III.	Sittenwidrige vorsätzliche Schädigung (§ 826 BGB)	154
IV.	Konzernrechtliche Einflusssschranken (§§ 17, 311, 317 AktG)	155
	1. Konzernrechtliche Abhängigkeit bei faktischer Hauptversammlungsmehrheit	155
	2. Keine Abhängigkeit aufgrund bloßer Sperrminorität	156
V.	Haftung aufgrund faktischer Geschäftsführung (§ 93 Abs. 2 AktG)	157
	1. Wahrnehmung von Geschäftsleiterfunktionen	157
	2. Kein organotypisches Auftreten der Aktivisten	158
C.	Zusammenfassung	158
Teil 3 Erscheinungsformen und rechtliche Rahmenbedingungen informeller Einflussnahme durch Aktionäre		159
A.	<i>Typisches Vorgehen aktivistischer Investoren</i>	159
I.	Kontaktaufnahme zum Management	159
II.	Öffentlichkeitsmaßnahmen	159
B.	<i>Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Entscheidungsorganisation</i>	160
I.	Kompetenzordnung nach dem Aktiengesetz	160
II.	Grundsätzliche Zulässigkeit faktischen Einflusses	161
C.	<i>Rechtsbindung des einflussnehmenden Investors</i>	162
I.	Gesellschaftsrechtliche Treupflicht	162
	1. Informelles Einwirken auf die Geschäftsführung	162
	2. Sonstiges Verhalten abseits der Hauptversammlung	163
II.	Haftung aus § 117 Abs. 1 AktG	164
III.	Sittenwidrige vorsätzliche Schädigung (§ 826 BGB)	165
IV.	Zwischenergebnis	165

D.	<i>Rechtsbindung der Verwaltungsorgane</i>	165
I.	Organschaftliche Sorgfalts- und Treupflichten	165
	1. Vorstand	165
	a) Ausgangspunkt	165
	b) Pflichtenbindung im Umgang mit aktiven Investoren	166
	aa) Sondierungsgespräche	166
	bb) Bluff und Investor Relations	167
	2. Aufsichtsrat	168
	3. Verwaltungspflichten im Vorfeld des Gewinnverwendungsbeschlusses	169
	a) Rücklagenbildung gemäß § 58 Abs. 2 AktG	169
	aa) Ausgangspunkt	169
	bb) Unternehmerisches Ermessen und Ermessensfehler	169
	b) Bilanzgewinn aus stillen Reserven und aufgelösten Rücklagen	171
	c) Ausschüttungswünsche der Aktionäre und Verwaltungspflichten	172
II.	Schranken privilegierter Informationserteilung an aktive Investoren	172
	1. Aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebote	173
	a) Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 53a AktG)	173
	b) Erweitertes Auskunftsrecht des Aktionärs (§ 131 Abs. 4 AktG)	173
	c) Anlassbezogene Vorabunterrichtung von Paketaktionären	174
	d) Generelle informationelle Bevorzugung wesentlich beteiligter Aktionäre	175
	aa) Effizienz informationeller Ungleichbehandlung	175
	bb) Unvereinbarkeit mit geltendem Recht	176
	e) Praktische Relevanz	178
	2. Informationelle Gleichbehandlung nach Ziff. 6.3 S. 1 DCGK	179
	3. Organschaftliche Verschwiegenheitspflicht (§§ 93 Abs. 1 S. 3, 116 AktG)	179
	4. Insiderrechtliches Weitergabeverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)	180
	5. Kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot (§ 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	182
E.	<i>Zusammenfassung</i>	183
Teil 4 Kapitalmarkt- und übernahmerechtliches Regelungsumfeld		185
A.	<i>Meldepflichten und Anteilstransparenz</i>	186
I.	Melde- und Offenlegungspflichten beim Beteiligungsaufbau	186
	1. Mitteilungspflichten nach §§ 21 f. WpHG	186
	2. Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten (§ 25 WpHG)	186
	3. Verschärfte Meldepflicht nach § 27a WpHG	187
	4. Rechtsverlust (§ 28 WpHG)	189
	5. Namensaktien (§ 67 AktG)	189
	6. Neuerungen nach dem Risikobegrenzungsgesetz – Stellungnahme	192
II.	Kapitalmarkttransparenz in Entkoppelungsfällen	193
	1. Risikoentkleidete Stimmrechte (<i>empty voting</i>)	193
	a) Beteiligungstransparenz (§§ 21–25a WpHG)	193
	b) Leerverkaufstransparenz	194

aa)	Zweistufiges Transparenzregime der EU-Leerverkaufsverordnung	195
bb)	Obsoleete Regelung des § 30i WpHG	196
cc)	Erfassung von <i>empty voting</i> durch Art. 5 und Art. 6 der Leerverkaufsverordnung	197
c)	Weiterer Handlungsbedarf <i>de lege ferenda</i>	198
aa)	Sinnhaftigkeit der Offenlegung von <i>empty voting</i>	198
bb)	Probleme der gesetzgeberischen Umsetzung	199
cc)	Geringe tatsächliche Relevanz in Deutschland	200
2.	Verdeckter Beteiligungsaufbau (<i>hidden ownership</i>)	201
a)	Begriff	201
b)	Struktur von Barausgleichsderivaten	203
c)	Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG	204
aa)	§ 25 Abs. 1 S. 1 WpHG	204
bb)	§ 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG	205
cc)	§ 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	205
dd)	Fazit	206
d)	Rechtspolitische Debatte	207
e)	Neuregelung der §§ 25, 25a WpHG	210
aa)	Normzweck und tatbestandliche Ausgestaltung	210
bb)	Erfasste Finanzinstrumente	211
cc)	Wertung	212
f)	Beschränkte Relevanz in Sachen Aktionärsaktivismus	213
3.	Zwischenergebnis und Stellungnahme	214
B.	<i>Abgestimmtes Verhalten</i> (§§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG)	215
I.	Einführung	215
II.	Zurechnungsgrund	216
III.	Gegenstand der Verhaltensabstimmung	218
1.	Stimmrechtsausübung	219
2.	Zusammenwirken in sonstiger Weise – Probleme der Auslegung	219
a)	Dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung	219
b)	Insbesondere: »Änderung« der unternehmerischen Ausrichtung	221
IV.	Einzelfallausnahme	222
1.	Keine Streichung durch das Risikobegrenzungsgesetz	222
2.	Grundsätzlich formale Inhaltsbestimmung	223
3.	Materielle Korrektur im Einzelfall	223
V.	Ausgewählte Fallkonstellationen	224
1.	Abgestimmter Parallelerwerb	224
2.	Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern	226
3.	Vorgänge im Aufsichtsrat	227
4.	Einflussnahme außerhalb der Hauptversammlung	229
VI.	Rechtsfolgen	230
1.	Rechtsverlust (§§ 28 WpHG, 59 WpÜG)	230
2.	Angebotspflicht (§§ 29 Abs. 2, 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG)	230
VII.	Beweisfragen	231
1.	Beweisprobleme <i>in praxi</i>	231
2.	Mögliche Beweiserleichterungen im Zivilprozess	233

3. Fortbestehende Nachweisschwierigkeiten in der Neufassung	234
VIII. Zwischenergebnis und Stellungnahme	235
<i>C. Insiderhandelsverbot (§§ 13 f. WpHG)</i>	<i>236</i>
I. Strategischer Anteilerwerb	236
1. Verwenden von Insiderinformationen (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	236
2. Unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)	238
II. Dialog mit den Leitungsorganen	239
<i>D. Zusammenfassung</i>	<i>239</i>
Teil 5 Schluss	241
<i>A. Wesentliche Ergebnisse</i>	<i>241</i>
I. Rechtsökonomische Bewertung	241
II. Aktienrechtliche Schranken	242
III. Kapitalmarkt- und übernahmerechtlicher Rahmen	244
<i>B. Handlungsbedarf de lege ferenda</i>	<i>245</i>
I. Mangelnder legislatorischer Handlungsbedarf im Aktienrecht	245
II. Punktuelle Effektivierung im Kapitalmarktrecht	246
<i>C. Ausblick</i>	<i>247</i>
Abkürzungen	249
Literatur	257
Sachregister	305