

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhalt	XI
Kapitel 1 Einführung	1
§ 1 Problemaufriss	1
§ 2 Themeneingrenzung und -abgrenzung	6
§ 3 Typische Akteure des operativen Aktivismus	9
§ 4 Typische Ziele im Rahmen des operativen Aktivismus	15
§ 5 Gang der Untersuchung	20
Kapitel 2 Zulässige Wege der Einflussnahme	21
§ 6 Gesetzliche Entscheidungsfindungsordnung (Formelle Einflussnahme)	21
§ 7 Informelle Einflussnahme	39
Kapitel 3 Grenzen der Einflussnahme	53
§ 8 Treupflichtgrenzen formeller Einflussnahme	53
§ 9 Grenzen informeller Einflussnahme	108
§ 10 Insiderrecht	127
§ 11 Mitteilungs- und Transparenzpflichten	140
Kapitel 4 Pflichten der Verwaltung im Umgang mit aktivistischen Aktionären	189
§ 12 Der Umgang mit Aktionärsforderungen	189
§ 13 Informationspolitik des Vorstands	214
§ 14 Investorenkontakte des Aufsichtsrats	253
§ 15 Reaktions- und Verteidigungsmöglichkeiten	307
Kapitel 5 Untersuchungsergebnisse	323
Abkürzungen	337
Literatur	341
Sachregister	385

Inhalt

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Kapitel 1 Einführung	1
§ 1 <i>Problemaufriss</i>	1
§ 2 <i>Themeneingrenzung und -abgrenzung</i>	6
§ 3 <i>Typische Akteure des operativen Aktivismus</i>	9
I. Aktivistische Aktionäre	9
II. Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter nach ARRL und RegE ARUG II	10
III. Typisierende Betrachtung	11
§ 4 <i>Typische Ziele im Rahmen des operativen Aktivismus</i>	15
I. Personalmaßnahmen	15
II. Unmittelbare Rendite durch Ausschüttung von Gesellschaftsmitteln	16
III. Mittelbare Rendite durch Änderungen der Geschäftspolitik und -strategie	18
IV. Verknüpfung und Kombination	19
§ 5 <i>Gang der Untersuchung</i>	20
Kapitel 2 Zulässige Wege der Einflussnahme	21
§ 6 <i>Gesetzliche Entscheidungsfindungsordnung (Formelle Einflussnahme)</i>	21
I. Die Hauptversammlung als Tor zur Mitwirkung	21
II. Mitwirkungsrechte	22
1. Beschlussbezogene Rechte, §§ 122 I, II und 126 AktG	22
2. Stimmrecht als Ventil zur inhaltlichen Gestaltung, § 133 AktG	24
3. Mehrheitsprinzip als Hürde für aktivistische Aktionäre	24
a) Plattformen zum Mobilisieren von Mehrheiten	26
b) Absprachen, Stimmrechtsvollmachten und Stimmrechtsberater	27
4. Hauptversammlungsbeschlüsse ohne zwingende Wirkung	29
5. Mittelbar faktische Einflussnahme	30
a) Aufsichtsratspersonal	30
b) Entlastungsverweigerung (§ 120 I AktG)	31
c) Missbilligung des Vergütungssystems	32
d) Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand	33
III. Kontrollrechte	34
IV. Unterstützende Informationsrechte	34
V. Leitbild des Aktionärs	35
VI. Keine Erweiterung durch Art. 3g ARRL	36
VII. Zusammenfassung	37

§ 7	<i>Informelle Einflussnahme</i>	39
I.	Informelle Gespräche	39
II.	Öffentlichkeitskampagnen	40
III.	Drohungen	41
IV.	Eskalationskaskade und strategische Kombination	42
V.	Kein generelles gesetzliches Verbot informeller Einflussnahme	43
	1. Informelle Gespräche	45
	2. Öffentlichkeitskampagnen	46
	a) Öffentlicher Druck auf das Management	46
	b) Mobilisieren von Mitaktionären	47
VI.	Keine Umgehung zwingender Hauptversammlungskompetenzen	49
VII.	Ergebnis	50
Kapitel 3 Grenzen der Einflussnahme		53
§ 8	<i>Treupflichtgrenzen formeller Einflussnahme</i>	53
I.	Konkretisierungskriterien	54
	1. Realstruktur, Einwirkungsmacht und Lage der Gesellschaft	54
	2. Eigen- und Uneigennützigkeit	55
II.	Aktivistische Minderheitsaktionäre als Adressaten der inhaltsbezogenen Treupflicht	57
III.	Grenzen der Treupflicht	60
	1. Keine richterliche Bevormundung	60
	2. Vorrangiges geschriebenes Recht	60
IV.	Rechtsfolgen und Anspruchsziele bei Treupflichtverletzung	61
V.	Rechtsmissbrauch (§ 242 BGB) als Unterfall der Treupflicht	63
VI.	Stimmrecht	64
	1. Ausschüttung von Gesellschaftsmitteln	64
	a) Superdividende	65
	aa) Anwendbarkeit der Treupflicht trotz gesperrter materieller Beschlusskontrolle	66
	bb) Eigennützigkeit, Desinvestitionsfreiheit und Dividendenanspruch	67
	cc) Fehlende Liquidität und Fremdfinanzierung der Gewinnausschüttung	68
	dd) Existenzgefährdung	69
	(1) Unüberwindbarer Liquiditätsengpass	70
	(2) Wirtschaftliche Verschlechterung nach Bilanzstichtag (materielle Überschuldung)	70
	(a) Verlust zwischen Bilanzstichtag und Gewinnverwendungsbeschluss	70
	(b) Verlust zwischen Gewinnverwendungsbeschluss und Auszahlung der Dividende	72
	b) Aktienrückkauf	73
	aa) Anwendbarkeit der Treupflicht	73
	(1) Treuwidrigkeit von Beschlüssen ohne zwingende Wirkung	74
	(2) Rechtswirkungen des Beschlusses nach § 71 I Nr. 8 AktG	75
	bb) Eigennütziger Ermächtigungsbeschluss	75
	cc) Existenzgefährdung	77

dd) Übertriebener Kaufpreis	79
c) Zwischenergebnis	80
2. Abspaltung	80
3. Aufsichtsratsbesetzung und -vergütung	82
a) Wahl	83
b) Abberufung	84
c) Aufsichtsratsvergütung	85
4. Mittelbare Einflussnahme	87
a) Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand, § 84 III 2 AktG	88
b) Nicht-Entlastung, § 120 AktG	89
c) Billigung des Vergütungssystems, § 120 IV 1 AktG	90
5. Zwischenergebnis	91
6. (Treu-) Pflicht zur Langfristorientierung?	92
VII. »Beschlussbezogene« Mitwirkungsrechte	95
1. Einheitliche Treupflichtschranke für alle »beschlussbezogenen« Mitwirkungsrechte	95
2. Spezifische Besonderheiten	97
VIII. Informationsrechte	98
IX. Praktische Nachweisbarkeit	99
X. Verhältnis zu anderen Normen	100
1. § 117 I AktG: Rechtswidrig ist, was treuwidrig ist	100
2. § 826 BGB: Treupflicht strenger als Sittenwidrigkeit	103
3. Ausscheidende Normen	104
XI. Ergebnis	105
§ 9 <i>Grenzen informeller Einflussnahme</i>	108
I. Treuwidrige Zielmaßnahmen	108
1. Informelle Unterstützung für treuwidrige Hauptversammlungsbeschlüsse	108
2. Verfolgen informeller Zielmaßnahmen	109
a) Investitions- und Desinvestitionsmaßnahmen des Vorstands	110
aa) Kurzfristig kurssteigernde Maßnahmen	110
bb) Ausschüttungsrelevante Geschäftsführungsmaßnahmen	111
b) Vorstandsbestellung, -abberufung und -vergütung	115
II. Treuwidriger Mitteleinsatz	116
1. Informelle Gespräche	116
2. Öffentlichkeitskampagnen	116
a) Erforderlichkeit	117
b) Saldobetrachtung	118
c) Missbräuchliche Verknüpfung	119
3. Drohungen	120
III. Konsequenz für den operativen Aktivismus	121
IV. Beschränkungen für Jedermann: § 117 I AktG, § 826 BGB und §§ 185 ff. StGB	122
V. Geheimhaltungspflicht und Weitergabeverbot	123
VI. Marktmanipulation, Art. 15 i.V.m. Art. 12 MAR	124
VII. Ergebnis	124
§ 10 <i>Insiderrecht</i>	127
I. Insiderinformationen aus informellen Gesprächen	127

II.	Die Absicht der Einflussnahme (zur Kursbeeinflussung) als Insiderinformation .	127
1.	Realisierung eigener (aktivistischer) Absichten als Insidergeschäft	129
2.	Weitergabe eigener Absichten an Mitaktionäre	132
a)	Weitergabeinteresse	133
b)	Informationseindämmungsinteresse	135
c)	Verbote für den informierten Mitaktionär	136
3.	Öffentliche Bekanntmachung	137
III.	Ad-hoc-Pflicht des Aktionärs	138
IV.	Ergebnis	138
§ 11	<i>Mitteilungs- und Transparenzpflichten</i>	140
I.	Offenlegung der Beteiligungshöhe	140
1.	Beteiligungspublizität, § 33 und § 38 WpHG	140
2.	Namensaktien und Aktienregister, § 67 I 2 AktG	142
3.	Meldepflicht nach § 20 AktG und § 35 WpÜG	143
4.	Bewertung für den operativen Aktivismus	144
II.	Inhaltliche Mitteilungspflichten nach § 43 WpHG	144
1.	Bewertung für den operativen Aktivismus	146
2.	Empfehlung	150
III.	Stimmrechtszurechnung, insb. acting in concert	151
1.	Stimmrechtsvollmachten	151
2.	Acting in concert	151
a)	Einheitlicher Zurechnungstatbestand und Richtlinienkonformität von § 34 II WpHG	152
b)	Form der Verhaltensabstimmung: Vereinbarung oder in sonstiger Weise	153
c)	Abgestimmtes Verhalten in Bezug auf den Emittenten	155
aa)	Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten	155
bb)	Zusammenwirken in sonstiger Weise	156
cc)	Bewertung	159
d)	Einzelfallausnahme	160
aa)	Formelles Verständnis	161
bb)	Präzisierung und Anwendung	162
(1)	Ziele betreffen denselben Sachverhalt	162
(2)	Fortsetzungszusammenhang	164
(3)	Einzelne Ausführungshandlung	164
(4)	Einzelne Verhaltensabstimmung	166
cc)	Bewertung	167
e)	Fazit für den operativen Aktivismus	168
IV.	Transparenzpflichten nach Art. 3g und § 134b AktG-E	171
1.	Regelungsziele: Höheres Informationsniveau und aktives Aktionärs- engagement	171
2.	Abgrenzung zu Art. 3h und i ARRL sowie § 134c AktG-E	172
3.	Regelungsmechanismus	174
4.	Auslegung von Art. 3g ARRL und § 134b AktG-E	175
5.	Bewertung	177
a)	Inhaltlich vage und weiche Pflicht	177
b)	Zeitlich offen	178
c)	Keine sinnvolle Sanktion ohne Pflichtverstoß	178

d) Anreize zur Selbstregulierung	178
e) Interesse der Endanleger	179
f) Spannungsfeld zwischen Aktionärsaktivismus und Transparenz	181
g) Stimmrechtsberater	181
6. Empfehlung	182
a) Adressatenkreis	182
b) Konkretisierung	184
7. Fazit und Ausblick	184
V. Ergebnis	186
VI. Mögliches Gesamtkonzept	187

Kapitel 4 Pflichten der Verwaltung im Umgang mit aktivistischen Aktionären 189

§ 12 <i>Der Umgang mit Aktionärsforderungen</i>	189
I. Das Vorstandshandeln	189
1. Sorgfaltspflicht, § 93 I 1 und 2 AktG	189
a) Weigerungspflicht	190
b) Aktionärsverlangen nach § 122 I, II AktG und § 126 AktG	191
2. Eigenverantwortliche, weisungsfreie Entscheidung	193
a) Ermessensfreiheit im Umgang mit informellen Aktionärsvorschlägen	194
b) Gebundene Entscheidungen bei formeller Rechtsausübung	194
3. Treupflichtbindung der Verwaltung	195
4. Kompetenzordnung	195
5. Willensbildung durch kollektive Beschlussfassung	197
6. Gleichbehandlungsgebot, § 53a AktG	197
a) Ungleichbehandlung	197
b) Sachliche Rechtfertigung	199
II. Das Handeln des Aufsichtsrats	200
III. Insiderrecht	202
IV. Anwendungsbeispiele	203
1. Vorstandspersonal	203
2. Vorstandsvergütung	207
3. Ausschüttungsrelevante Geschäftsführungsmaßnahmen	208
V. Ergebnis	212
§ 13 <i>Informationspolitik des Vorstands</i>	214
I. Punktuell-anlassbezogene Informationspolitik	216
1. Gleichbehandlungsgebot, § 53a AktG	216
a) Zustandekommen bedeutender Hauptversammlungsbeschlüsse	217
b) Abwehr gesellschaftsschädigenden Aktionärsverhaltens	219
c) Gewinnen eines Ankeraktionärs	220
aa) Rechtfertigungsbedürftigkeit	220
bb) Keine (aktienrechtliche) Neutralitätspflicht	221
cc) Einschränkungen	222
d) Besonders nützliche Gegenleistung	223
e) Keine legalisierende Wirkung von § 131 IV 1 AktG	224
f) Informationeller Ausgleichsanspruch, § 131 IV 1 AktG	225
2. Verschwiegenheitspflicht, § 93 I 3 AktG	226

3. Abstrakter Gleichlauf	228
4. Weitergabeverbot, Art 10 I i.V.m. Art. 14 lit. c MAR	229
5. Verhältnis zur Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 I MAR	231
6. Zwischenergebnis	232
II. Institutionalisierte, effiziente Ungleichbehandlung	233
1. Informationen als Anreiz für langfristiges und erhebliches Engagement	234
2. Überwachungsanreiz	235
3. Legitimes Unternehmensinteresse an effizienter Ungleichbehandlung	235
a) Vereinbarkeit mit der Kompetenzordnung	235
b) Erpressungspotential	238
c) Bezug zur punktuell-anlassbezogenen Informationsprivilegierung	240
4. Erforderlichkeit der Ungleichbehandlung	240
a) Alternative Informationsadressaten und Anreizmechanismen	241
b) Kaum zulässiger Anreiz von geheimhaltungsbedürftigen Insiderinformationen	242
5. Verhältnismäßigkeit im engen Sinne	243
6. Unzulässige effiziente Ungleichbehandlung	245
7. Verschwiegenheitspflicht und Weitergabeverbot	246
8. Relevanzschwelle	248
III. Bewertung für den (operativen) shareholder activism	250
IV. Zusammenfassung	251
§ 14 Investorenkontakte des Aufsichtsrats	253
I. Eingeschränkte Befugnis zur Kapitalmarktkommunikation	253
1. Ausgangspunkt geschriebenes Recht	255
2. Rechtsfortbildung in Form der Annexkompetenz	258
a) Planwidrige Regelungslücke	259
b) Zwingende teleologische Sachgründe	260
aa) Praktische Erwägungen und Schlagworte ohne Mehrwert	261
bb) Mandatsverhältnis	263
cc) Fehlende Kenntnis	264
dd) Offenzulegender »Meinungsaustausch«	265
ee) Corporate Governance und die ARRL	266
ff) Trennungsprinzip im dualistischen System	267
(1) Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern und Prüfern	269
(2) Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds	271
(a) Teleologische Bedenken auf mehreren Ebenen	271
(b) Auslegung von § 124 III 1 Alt. 2 AktG	272
(c) Übertragung auf informelle Gespräche durch den Vorstand	274
(d) Zurückhaltung des Vorstands	275
(e) Ergänzende Annexkompetenz des Aufsichtsrats	276
(f) Bedeutung für den shareholder activism	278
(3) Überwachungstätigkeit	278
(a) Das Wie der Überwachung	279
(b) Einschränkung: Geschäftsführung und Leitung durch den Vorstand	280
(4) Beratung	283
(5) Aufsichtsratsvergütung	283

gg) Interessenkonflikte bei Vorstandsbestellung, -abberufung und -vergütung	285
hh) Notkompetenz und Bagatelldgrenze	287
c) Zwischenergebnis	288
3. Aufsichtsratsinterne Zuständigkeit	289
a) Willensbildung durch Gesamtorgan	289
b) Ermächtigung des Aufsichtsratsvorsitzenden	291
c) »Kommunikationsausschuss«	292
d) Zurückzuweisende Einwände	293
aa) Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK	294
bb) § 80 I AktG	294
cc) § 176 I 2 AktG	294
dd) Repräsentationsfunktion des Aufsichtsratsvorsitzenden	295
ee) (Unerlässliche) Hilfsgeschäfte	296
e) Zwischenergebnis	296
4. Gegenseitige Rücksichtnahme und gemeinsame Kommunikationsstrategie	297
II. Grenzen	299
1. Gleichbehandlungsgebot und Auskunftsanspruch	299
2. Verschwiegenheitspflicht und Vertraulichkeit	300
3. Insiderrecht: Weitergabeverbot und Ad-Hoc-Publizitätspflicht	302
a) Selbstbefreiungsentscheidung des Aufsichtsrats	302
b) Veröffentlichung durch den Vorstand	304
III. Ergebnis	304
§ 15 <i>Reaktions- und Verteidigungsmöglichkeiten</i>	307
I. Prävention	307
1. Typische Angriffspunkte	307
2. Gute Unternehmensführung	308
3. Vorgelagerte Kommunikation	309
4. Rundumschau	310
5. Notfallteam	311
II. Reaktion	311
1. Zurückhaltung im ersten Moment	311
2. Zusammentreffen des Notfallteams	311
3. Abwehrmaßnahmen	312
a) Vorschläge außerhalb der Hauptversammlungszuständigkeit	312
b) Kampf um die Mehrheit	313
c) Gesellschaftseigene Stimmrechtsvertreter	314
d) Aktives Einwerben von Stimmrechtsvollmachten	316
aa) Neutrales Einwerben	317
bb) Aktive, inhaltliche Beeinflussung	318
III. Bewertung	321
Kapitel 5 Untersuchungsergebnisse	323
Abkürzungen	337
Literatur	341
Sachregister	385