



---

**Ausarbeitung**

---

**Aktionärsaktivismus unter gesellschafts- und aktienrechtlichen Gesichtspunkten**

**Aktionärsaktivismus unter gesellschafts- und aktienrechtlichen Gesichtspunkten**

Aktenzeichen: WD 7 - 3000 - 168/18  
Abschluss der Arbeit: 23. August 2018  
Fachbereich: WD 7: Zivil-, Straf- und Verfahrensrecht, Umweltschutzrecht,  
Bau und Stadtentwicklung

---

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

**Inhaltsverzeichnis**

|           |   |          |
|-----------|---|----------|
| <b>1.</b> | <b>Einleitung</b>                           | <b>4</b> |
| <b>2.</b> | <b>Lösungsansätze</b>                       | <b>4</b> |
| 2.1.      | Handlungsmöglichkeiten des Zielunternehmens | 5        |
| 2.2.      | Handlungsmöglichkeiten des Gesetzgebers     | 7        |
| <b>3.</b> | <b>Fazit</b>                                | <b>7</b> |

## 1. Einleitung

Vor allem bei ausländischen, institutionellen Minderheitsaktionären, wie beispielsweise Hedgefonds, ist seit Jahren eine Anlagestrategie zu erkennen, die als „shareholder activism“ oder „Aktionärsaktivismus“ bezeichnet wird. Aktivistisch handelnde Aktionäre zeichnen sich dadurch aus, dass sie versuchen, ihre Interessen durch die gezielte Ausübung ihrer Aktionärsrechte sowie durch informelle Maßnahmen durchzusetzen. Dies kann durch eine gezielte Öffentlichkeitsarbeit oder eine Beeinflussung des Vorstandes, des Aufsichtsrates sowie weiterer Anteilseigner geschehen. Hierdurch gelingt es aktivistischen Minderheitsaktionären, einen bedeutend höheren Einfluss auf die Unternehmensführung sowie die strategische Ausrichtung des Unternehmens auszuüben, als es ihrer Beteiligungsquote entspricht.

Bestimmte Aktivitäten von Minderheitsaktionären können negative Auswirkungen bis zur Zerschlagung eines Konzerns sowie Massenentlassungen zur Folge haben. Vor diesem Hintergrund wird nach gesellschafts- und aktienrechtlichen Lösungsansätzen gesucht, um negativen Auswirkungen des Aktionärsaktivismus zu begegnen. Zunächst werden die Handlungsoptionen des betroffenen Unternehmens aufgezeigt, die bereits nach geltender Rechtslage möglich sind (Ziffer 2.1). Schließlich werden auch Handlungsmöglichkeiten des Gesetzgebers in Erwägung gezogen (Ziffer 2.2).

## 2. Lösungsansätze

Der Aktionärsaktivismus wird erst seit wenigen Jahren unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten in der Fachliteratur<sup>1</sup> behandelt. Die Wissenschaft hat sich nur in wenigen juristischen Dissertationen dieser Thematik aus gesellschaftsrechtlicher Sicht angenommen. Zu verweisen ist hierbei vor allem auf Hommer, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance* (2014) und auf Wolf, *Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht* (2010).

Daneben liegen verschiedene Studien vor, die sich in sehr unterschiedlicher Weise mit dieser Thematik auseinandersetzen. Im Einzelnen wurden folgende nach dem Erscheinungsjahr aufgeführte Untersuchungen herangezogen:

---

1 Beck, *Shareholder Activism – Erscheinungsformen, Konsequenzen, Bewertung*, *FreiLaw – Freiburger Law Students Journal*, 01/2018, S. 89-96; Bunz, *Vorbereitung- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* 2014, S. 1049-1053; GraBl/Nikolajczyk, *Shareholder Activism und Investor Activism – Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und Reaktion der Zielgesellschaft*, *Die Aktiengesellschaft (AG)* 2017, S. 49-60; Hommelhoff, *Aktuelle Impulse aus dem europäischen Unternehmensrecht: Eine Herausforderung für Deutschland*, *NZG* 2015, S. 1329-1336; Kleinmanns, *Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?*, *Zeitschrift für internationale Rechnungslegung (IRZ)* 2016, S. 341-345; Thaeter/Guski, *Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhalten*, *AG* 2007, S. 301-308.

- 
- Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive – Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht (2008),
  - Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), Private Equity Monitor 2017 – Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland (2017),
  - PricewaterhouseCoopers (PwC, Hrsg.), Destination Deutschland – M&A-Aktivitäten ausländischer Investoren 2017 (2017),
  - Bundesverband der Unternehmensjuristen (BUJ) in Zusammenarbeit mit CLI Corporate Legal Insights und der Kanzlei CMS Hasche Sigle (Hrsg.), Investor Activism 2018 – Phänomen, Erscheinungsformen, Abwehrstrategien und wirksame Handlungskonzepte (2018).

Gegenstand der Studie der Hans-Böckler-Stiftung aus dem Jahre 2008 sind typische Strukturen vor allem von Private-Equity-Gesellschaften „[...] und sehr knapp die der aktivistischen Hedgefonds“.<sup>2</sup>

Die Studie der Hans-Böckler-Stiftung aus dem Jahre 2017 gibt einen umfassenden Überblick zum Übernahmegeschehen durch Private-Equity-Investoren in Deutschland. Obwohl sich der Aktionärsaktivismus und das Vorgehen von Private-Equity-Investoren ähneln oder überschneiden können, findet das spezielle Verhaltensmuster des Aktivismus von Minderheitsaktionären keine ausdrückliche Erwähnung.

Der Report von PricewaterhouseCoopers (PwC) vermittelt in gedrängter Form auf 15 Seiten eine Analyse der Transaktionsaktivitäten ausländischer Investoren in Deutschland zwischen 2014 und Ende 2017.

Die Ansätze, um negativen Auswirkungen des Aktionärsaktivismus zu begegnen, können grob in Handlungsmöglichkeiten der hiervon betroffenen Unternehmen (Ziffer 2.1) und in gesetzgeberischen Handlungsbedarf (Ziffer 2.2) unterteilt werden.

### 2.1. Handlungsmöglichkeiten des Zielunternehmens

Der BUJ hat vor allem auf der Grundlage empirischer Untersuchungen „aus der Praxis, für die Praxis“ eine aktuelle Studie aus dem Jahre 2018 veröffentlicht und konkrete, vor allem präventive Abwehrstrategien für (potentiell) betroffene Unternehmen entwickelt.<sup>3</sup> Diese Studie des BUJ sieht im Ergebnis wohl keine gesetzgeberischen Lösungsansätze vor. Auch die Untersuchung von PwC sieht wohl keinen gesetzgeberischen Handlungsbedarf; entsprechendes gilt für die Studie der Hans-Böckler-Stiftung aus dem Jahre 2017.

---

2 Schmidt/Spindler, in: Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive (2008), S. 74.

3 Hennke, in: BUJ u. a., Investor Activism 2018, S. 4 f.

Im Rahmen der empirischen Untersuchung des BUJ wurde unter anderem festgestellt, dass zwei Drittel der befragten Unternehmen von einer Zunahme aktivistischer Investoren ausgehen. Es wurde aber auch festgestellt, dass lediglich 38 % der befragten Unternehmen eine ausgearbeitete Strategie entwickelt hatten, um Aktivitäten von Investoren gezielt und innerhalb kürzester Zeit abzuwehren und zu managen.

Nach der Untersuchung des BUJ sei Voraussetzung einer effektiven und präventiven Gegenstrategie, dass sich Zielunternehmen zunächst überhaupt mit dem Phänomen des Aktionärsaktivismus vertraut und sich bewusst machen, auf welche Unternehmensstrukturen sich aktivistische Investoren in erster Linie fokussieren. Da aktivistisches Verhalten gerade dadurch an Stärke gewinnt, dass das jeweilige Zielunternehmen nicht mit einem Angriff rechnet, müsse die oberste Priorität darin liegen, das Bewusstsein der Unternehmen dafür zu schärfen, welche Schwachstellen sich aktivistische Akteure zu Nutze machen.<sup>4</sup>

Ähnliche, vor allem präventive oder vorbeugende Gegenmaßnahmen wurden in der Vergangenheit bereits in der juristischen Fachliteratur geäußert. Um aktivistischen Aktionären keine Angriffsfläche zu bieten, sollten Unternehmensstrategien sowie die wesentlichen Geschehnisse im Unternehmen offen kommuniziert und möglichst transparent an die Öffentlichkeit getragen werden.<sup>5</sup> Auch die regelmäßige Analyse der Aktionärsstruktur sowie die Überwachung größerer Handelsbewegungen oder sogenannter Netto-Leerverlaufpositionen könne Aufschluss darüber geben, ob sich ein aktivistischer Angriff ankündigt.<sup>6</sup> Das Kernstück einer erfolgreichen Prävention gegen aktivistische Angriffe sei es auch, sich der Kritik von Aktionären zu öffnen und zu versuchen, gemeinsame Lösungswege zu finden.

Schmidt/Spindler<sup>7</sup> schlugen bereits in der von der Hans-Böckler-Stiftung veröffentlichten Studie aus Jahre 2008 entsprechende prophylaktische Maßnahmen vor, beispielsweise aktivistischen Stimmvorhaben in der Hauptversammlung frühzeitig entgegenzuwirken und Zufallsmehrheiten zu verhindern. Die Motivation vieler Anleger zur Teilnahme an Hauptversammlungen könne durch die Verteilung von entsprechenden Präsenzboni gesteigert werden. Alternativ könne auch eine Stimmabgabe mittels einer Online-Teilnahme an der Hauptversammlung ermöglicht werden.

Neben der präventiven Zusammenstellung eines Notfallteams aus internen Schlüsselpersonen und externen Beratern wie Rechtsanwälten, Investmentbankern oder Beratern für eine gezielte Öffentlichkeitsarbeit, sei für den Erfolg von Gegenmaßnahmen ein geschlossenes Auftreten der Leitungsorgane erforderlich. Öffentliche Aussagen sollten einheitlich sein und dürften mögliche

---

4 BUJ u. a., Investor Activism 2018, S. 76 f.; vgl. bereits Kleinmanns, oben Fn. 1, IRZ 2016, S. 341 (344).

5 Graßl/Nikoleyczik, oben Fn. 1, AG 2017, S. 49 (59).

6 Vgl. hierzu insbesondere Zanner/Mayer-Uellner, Short Attacks – Wie suchen Short Seller ihre Angriffsobjekte aus?, in: BUJ u. a., Investor Activism 2018, S. 114 ff.; Bunz, oben Fn. 1, NZG 2014, S. 1049 (1051 f.).

7 Schmidt/Spindler, in: Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive (2008), S. 312; vgl. auch Wolf, Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht (2010), S. 224.

Ungereimtheiten innerhalb der Führungsebene nicht erkennen lassen. Bereits vor einem aktivistischen Angriff, erst recht aber nach dem Tätigwerden aktivistischer Akteure sei eine besonders ausgefeilte Kommunikations-Strategie von entscheidender Bedeutung.<sup>8</sup>

Als Zwischenergebnis ist deshalb festzustellen, dass besonders die aktuelle Studie des BUJ zahlreiche Gegenmaßnahmen und Handlungsoptionen auf der Grundlage des bereits geltenden Rechts vorstellt, um dem Aktionärsaktivismus wirksam zu begegnen und ihn möglichst präventiv auszuschließen.

## 2.2. Handlungsmöglichkeiten des Gesetzgebers

Unter dem Gesichtspunkt, dass aktivistisches Handeln teilweise schwerwiegende Folgen nach sich zieht, könnte auch daran gedacht werden, Aktionärsaktivismus durch gesetzliche Reglementierungen zu beschränken.

Ein aktienrechtlicher Anknüpfungspunkt könnte etwa die Beschränkung der Tätigkeiten von Hedgefonds sein, wenn sie verstärkt aktivistische Verhaltensmuster aufweisen. Allerdings dürfte sich das Phänomen des Aktionärsaktivismus nicht nur auf diese Investorengruppe beschränken lassen, sodass auch Wolf in ihrer Dissertation darauf verweist, dass rechtliche Restriktionen, die lediglich auf bestimmte Akteure ausgerichtet sind, wenig zweckdienlich seien<sup>9</sup>.

Hommer verweist in seiner Dissertation darauf, dass durch gesetzliche Maßnahmen auch die positiven Aspekte aktivistischen Investitionsverhaltens unterbunden würden. Grundsätzlich sieht er keinen weitergehenden gesetzlichen Regelungsbedarf.<sup>10</sup>

Auch die aktuellen Studien von PwC, der Hans-Böckler-Stiftung aus dem Jahre 2017 und die des BUJ aus dem Jahre 2018 sehen wohl keinen gesetzgeberischen Handlungsbedarf für den Bereich des Aktionärsaktivismus.

## 3. Fazit

Zusammenfassend ließe sich auf der Grundlage der vorgestellten Studien und der weitergehenden Fachliteratur im Ergebnis feststellen, dass grundsätzlich kein oder allenfalls ein zurückhaltender gesetzlicher Regelungsbedarf für das Aktienrecht erkennbar ist.

\*\*\*

---

8 Graßl/Nikoleyczik, oben Fn. 1, AG 2017, S. 49 (59); Bunz, oben Fn. 1, NZG 2014, S. 1049 (1052).

9 Wolf, Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht (2010), S. 223.

10 Hommer, Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance (2014), S. 169.