

# Aktive Aktionäre

## Interessen verschiedener Aktionärsgruppen und Verhaltensempfehlungen für Vorstand und Aufsichtsrat

Dr. Axel Smend\*

**„Aktive Aktionäre“ unterscheiden sich von anderen Aktionären dadurch, dass sie sich nicht darauf beschränken, Aktien zu erwerben, zu halten, gelegentlich Dividende zu empfangen und die Aktien irgendwann wieder zu veräußern. Aktive Aktionäre üben vielmehr ihre Rechte als Aktionäre aus und setzen weitere Mittel ein, um ihre Interessen aktiv zu verfolgen. Die Zahl derjenigen, die man hiernach als „aktive Aktionäre“ bezeichnen kann, ist in den vergangenen beiden Jahrzehnten stetig gestiegen. In den letzten zehn Jahren waren bestimmte Aktionärsgruppen erheblich stärker als aktive Aktionäre in der Öffentlichkeit wahrzunehmen, als es früher der Fall war. Das Ausmaß ihrer Aktivitäten und deren Wirkungen auf börsennotierte Unternehmen und ihre Organe geben Anlass, sich mit aktiven Aktionären näher zu beschäftigen.**

### 1. Welche Interessen verfolgen „aktive Aktionäre“?

Es liegt die Frage nahe, ob das Wirken aktiver Aktionäre im Interesse der Gesellschaft liegt. Diese Frage stellt sich nicht nur den Leitungs- und Aufsichtsorganen der Gesellschaften, sondern auch der schweigenden Mehrheit „nicht-aktiver Aktionäre“, ferner den Arbeitnehmern und ihren Interessenvertretungen, der Rechtsprechung, den Kapitalmärkten und nicht zuletzt der Politik und damit dem Gesetzgeber. Um Antworten darauf zu finden, ist zunächst zu untersuchen, welche Arten von aktiven Aktionären es gibt, welche Interessen sie verfolgen und welche Mittel sie einsetzen. Es lassen sich verschiedene Gruppen ausmachen, deren Interessen und Mittel zur Verfolgung ihrer Ziele sich teilweise decken, sich teilweise aber auch stark unterscheiden.

#### 1.1 Aktionärsvereinigungen

Die erste klassische Gruppe aktiver Aktionäre sind die Aktionärsvereinigungen. Bereits seit langem vertreten sie in Deutschland aktiv die Interessen der

Privatanleger und Minderheitsaktionäre. Die bedeutendsten und zugleich ältesten Vereinigungen sind die 1947 gegründete Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) und die 1959 gegründete Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK). Die Aktionärsvereinigungen verfolgen im Grundsatz keine eigenwirtschaftlichen Ziele, sondern haben es sich zur Aufgabe gesetzt, die „schutzwürdigen ideellen und materiellen Interessen der Wertpapierbesitzer wahrzunehmen“<sup>1</sup> und „die Interessen von Aktionären, insbesondere von Minderheitsaktionären, sowie anderen Anlegern insbesondere durch Aufklärung und Beratung wahrzunehmen, Mitglieder oder Stimmgeber gegenüber Gesetzgeber, Mehrheitsaktionären oder Unternehmensleitungen zu vertreten und das Privateigentum zu schützen“<sup>2</sup>.

In Verfolgung dieser Ziele vertreten sie in den Hauptversammlungen fast aller bedeutenden Aktiengesellschaften Stimmen ihrer Mitglieder, leisten Redebeiträge und machen von ihrem Fragerecht

Gebrauch. Sie analysieren regelmäßig kritisch die Aktivitäten und Leistungen des Managements und stellen gelegentlich Gegenanträge zu den Vorschlägen von Vorstand und Aufsichtsrat. Darüber hinaus führen sie Gerichtsverfahren zur Klärung grundsätzlicher Fragen des Aktienrechts, insbesondere bei der Verletzung fundamentaler Aktionärsrechte, sowie in Spruchverfahren, in denen die Gerichte über die Höhe von Abfindungs- und Ausgleichszahlungen bei Strukturmaßnahmen wie Umwandlungen, Squeeze-outs, Abschlüssen von Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen sowie Delistings zu entscheiden haben.

#### 1.2 Kleinaktionäre

Neben den Aktionärsvereinigungen treten zahlreiche einzelne Aktionäre aktiv in Erscheinung und machen aus unterschiedlichen Beweggründen in Hauptversammlungen extensiv von ihren Rede-, Frage- und Antragsrechten Gebrauch. In seltener werdenden Ausnahmefällen geht es Kleinaktionären um die Nutzung des Forums Hauptversammlung für ideelle und politische Ziele (z.B. den Schutz der Umwelt oder der Kampf gegen Kinderarbeit und Waffenhandel). Ein mit gleichbleibender Häufigkeit festzustellendes Motiv ist die Befriedigung eines Bedürfnisses nach Geltung und Aufmerksamkeit.

Der überwiegenden Zahl der aktiven Kleinaktionäre geht es aber doch ähnlich wie den Aktionärsvereinigungen darum, innerhalb und außerhalb der Hauptversammlung das Management kritisch zu beobachten und seine Leistungen zu hinterfragen, insbesondere dann, wenn sich der Wert ihrer Aktien nicht ihren Erwartungen entsprechend entwickelt. In Gesellschaften mit einem beherrschenden Aktionär beobachten sie aufmerksam,

\* Dr. Axel Smend ist Geschäftsführender Gesellschafter der Deutsche Agentur für Aufsichtsräte; der Beitrag beruht auf einem Vortrag auf einer Ende 2007 in Berlin veranstalteten Aufsichtsratskonferenz.

1 So die DSW, vgl. unter [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de) (Stand: 23.1.2008).

2 So die SdK, vgl. unter [www.sdk.org](http://www.sdk.org) (Stand: 23.1.2008).

## ► Als vierte Gruppe aktiver Aktionäre sind Finanzinvestoren in den vergangenen zehn Jahren erheblich stärker als aktive Aktionäre in Erscheinung getreten. ◀

ob der Großaktionär seinen Einfluss auf die Gesellschaft zum Nachteil der Gesellschaft ausübt, was für herrschende Unternehmen angesichts lockender „Synergieeffekte“ eine häufige Versuchung darstellt. Damit üben aktive Minderheitsaktionäre ebenso wie die Aktionärsvereinigungen wichtige Kontrollfunktionen im Interesse der Gesellschaft aus. Sie dienen dem Schutz ihres Eigentum und zugleich des Eigentums ihrer nicht-aktiven Mitaktionäre. Eine solche Rechtsausübung liegt im Interesse der Gesellschaft und ist durch Art. 14 GG geschützt<sup>3</sup>.

### 1.3 Berufsoponenten

Innerhalb der Gruppe der aktiven Minderheitsaktionäre gibt es aber auch eine besondere Gruppe, die ihre Aktionärsrechte nicht zu dem Zweck verwenden, auf eine Wertsteigerung ihrer Gesellschaft hinzuwirken oder die Gesellschaft vor schädigendem Einfluss durch einen Großaktionär zu schützen, sondern denen es darauf ankommt, auf andere Weise finanzielle Vorteile entweder zulasten der Gesellschaft oder eines Großaktionärs zu erzielen. Die zu diesem Zweck angewandten Methoden folgen wiederkehrenden Mustern und man kann schon sagen „Geschäftsmodellen“, denn einigen dieser Aktionäre gelingt es, geschäftsmäßig mehrstellige Millionenvermögen hieraus zu generieren<sup>4</sup>.

Das Grundmodell besteht darin, dass der Berufsoponent die Durchführung von Hauptversammlungsbeschlüssen behindert, an deren Realisierung die Gesellschaft oder ein Großaktionär ein hohes wirtschaftliches Interesse hat, indem er sie mit Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen blockiert. Der aktive Aktionär nutzt in diesen Fällen aus, dass häufig allein der durch die zeitliche Verzögerung der Durchführung des Beschlusses entstehende Nachteil so groß ist, dass die betroffene Gesellschaft meist bereit ist, sich im Wege eines Vergleichs mit ihm zu einigen. Der Vergleich kommt zustande, weil sich die Gesellschaft regelmäßig verpflichtet, dem aktiven Aktionär für die Aufgabe der rechtlichen Blockade seine Anwaltskosten zu erstatten, und indem der für die Bemessung der Anwaltsgebühren maßgebliche Gegenstandswert

so hoch angesetzt wird, dass es sich für den Kläger und seinen Anwalt lohnt. Kläger und Anwalt teilen sich dann die Gebühren.

Je größer die wirtschaftliche Bedeutung des angegriffenen Hauptversammlungsbeschlusses für die Gesellschaft ist, um so größer ist auch das Druckpotenzial des Berufsoponenten. Dass dieser Typus aktiver Aktionäre als „räuberisch“ bezeichnet wird<sup>5</sup>, verwundert nicht. Es liegt auf der Hand, dass ein derart motivierter Aktivismus der betroffenen Gesellschaft nur schadet und nicht in ihrem Interesse liegt.

Ein weiteres Betätigungsfeld aktiver Aktionäre ergibt sich aus Situationen, die die gerichtliche Festsetzung von Abfindungs- und Ausgleichszahlungen im Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz nach sich ziehen. Ziel dieser Verfahren ist es, dem von einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme betroffenen Minderheitsaktionär einen angemessenen Ausgleich zu gewähren. Da die große Mehrzahl aller Spruchverfahren zu einer Erhöhung der zunächst festgesetzten Ausgleichs- und Abfindungszahlungen führt, ist das Betreiben eines Spruchverfahrens als eine aus der Sicht der Gesellschaft nicht zu beanstandende Aktivität anzusehen, mit der der Minderheitsaktionär sein Eigentum in seinem wertmäßigen Bestand schützt.

Hierbei ist darauf hinzuweisen, dass es in den Sondersituationen, die Spruchverfahren nach sich ziehen (wie z.B. bei dem Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags oder im Falle eines Squeeze-out), einen natürlichen Interessengegensatz zwischen dem beherrschenden Mehrheitsaktionär und dem Minderheitsaktionär gibt. Der Mehrheitsaktionär hat ein Interesse daran, dass die an die Minderheitsaktionäre zu erbringende Leistung möglichst niedrig ausfällt, während der Minderheitsaktionär das gegenteilige Interesse an einer möglichst hohen Abfindungs- oder Ausgleichszahlung hat. Aus der Perspektive der Gesellschaft ist dieser Interessengegensatz im Grundsatz neutral, weil er keine unmittelbaren wirtschaftlichen Auswirkungen auf sie hat.

### 1.4 Finanzinvestoren

Die vierte Gruppe aktiver Aktionäre sind Finanzinvestoren. Sie sind in den vergangenen zehn Jahren erheblich stärker als aktive Aktionäre in Erscheinung getreten, als es zuvor der Fall war<sup>6</sup>. Bekanntlich kommt es den als aktiven Aktionären tätigen Finanzinvestoren im Regelfall darauf an, durch ihre Aktivitäten eine möglichst hohe Rendite zu erzielen. Dieses Ziel können sie auf verschiedenen Wegen erreichen.

#### 1.4.1 Renditestreben

Zum einen kann dem Finanzinvestor die Rendite aus der Unternehmensleistung selbst zufließen, etwa in Form von Dividendenausschüttungen oder aber der Realisierung eines Wertzuwachses aufgrund eines gestiegenen Aktienkurses. Zur Realisierung eines Wertzuwachses durch verbesserte Unternehmensleistung kann ein Finanzinvestor beitragen, indem er z.B. mit eigenen Anstößen das Management dazu bewegt, seine Strategie für das Unternehmen zu ändern oder ein ertragsschwaches Geschäftsfeld zu veräußern. Oder aber er erreicht, dass die Organe der Gesellschaft mit Personen besetzt werden, von denen er erwartet, dass sie bessere Ergebnisse erzielen werden.

Ein aktiver Aktionär, der diesen Weg sehr offensiv und nicht ohne Erfolg gegangen ist, ist Guy Wyser-Pratte. So wurde zuletzt berichtet, dass er eine außerordentliche Hauptversammlung der TUI AG anstrebt, um auf die Abberufung des Vorstandsvorsitzenden und eines weiteren Vorstandsmitglieds hinzuwirken<sup>7</sup>. Eine solche Vorgehensweise kann der betroffenen Gesellschaft und den übrigen Aktionären nützen, wenn sie auf einer zutreffenden Analyse beruht und

3 Vgl. z. B. v. Werder, in: Ringleb et al., Komm. z. Deutschen Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rn. 355.

4 Vgl. z. B. Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007 S. 1629 ff.

5 Begriffsprägung durch Lutter, vgl. z. B. Lutter, in: Festschrift DER BETRIEB, 1988, S. 193 ff.

6 Vgl. ausführlich zur Rolle der Finanzinvestoren z. B. Strenger, Finanzinvestoren in Deutschland – Gefahr oder Effizienzmotor?, EGIP Investors' Luncheon Berlin, 26. 10. 2006.

7 Vgl. z. B. HB vom 30. 10. 2007, S. 21.

## ► Die Aktivitäten von strategischen Investoren haben meist die am weitesten reichenden Konsequenzen für die Gesellschaft und ihre Aktionäre. ◀

mit Erfolg durchgesetzt werden kann. Wenn aber diese Voraussetzungen nicht gegeben sind, können solche Aktivitäten große Unruhe in das Unternehmen bringen, Managementkapazitäten binden und so der Gesellschaft schaden statt ihr zu nützen. Ein pauschales Urteil über Finanzinvestoren als aktive Aktionäre lässt sich daher nicht fällen.

### 1.4.2 Beteiligungswerte

Zum anderen kann ein Finanzinvestor eine Wertsteigerung seiner Beteiligung aus einer besonderen Situation ziehen, die nur mittelbar etwas mit der Unternehmensleistung zu tun hat. Hier ist an die Situationen zu denken, in denen ein Großaktionär für die Durchführung bestimmter gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen eine qualifizierte Mehrheit in der Hauptversammlung benötigt, sei es eine Dreiviertelmehrheit für einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag oder 95% der Stimmen für ein Squeeze-out. Anders als die Kleinaktionäre und die meisten Berufsopponenten verfügen Finanzinvestoren mitunter über eine Stimmenzahl, mit der sich entsprechende Beschlüsse verhindern lassen. Das kann den Großaktionär dazu veranlassen, dem Finanzinvestoren zusätzlich zum Börsenkurs eine Prämie für die Verschaffung der qualifizierten Mehrheit zu zahlen. Hierbei handelt es sich um einen Vorgang auf Ebene der Gesellschafter, der aus Sicht der Gesellschaft grundsätzlich neutral zu beurteilen ist.

Das Interesse der Gesellschaft ist jedoch in hohem Maße berührt, wenn ein Finanzinvestor sich nicht auf eine Minderheitsbeteiligung beschränkt, sondern eine Mehrheit erwirbt und nach Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags zwischen einem finanzschwachen Akquisitionsvehikel und der beherrschten Gesellschaft Schulden aufbürdet, die der Finanzierung des Mehrheitserwerbs dienen oder um Ausschüttungen an sich zu ermöglichen. Die Schulden können die Gesellschaft in eine ihre Existenz bedrohende Situation bringen, wenn der Zinsdienst bei nachlassender Ertragslage nicht mehr aus dem laufenden Cashflow geleistet

werden kann. Solche von einigen Finanzinvestoren angewandten Strategien begründen für die Gesellschaft ein hohes Risiko und liegen gewiss nicht in ihrem Interesse.

### 1.4.3 Durchsetzung von Sonderausschüttungen: Praxisfall CeWe Color AG

Insbesondere angloamerikanische Fonds investieren gerne in deutsche Gesellschaften mit einem hohen Bestand flüssiger Mittel, um Sonderausschüttungen durchzusetzen. Diesen Versuch unternahmen amerikanische Fonds zum Beispiel bei der CeWe Color AG, wenn auch ohne Erfolg, da es ihnen trotz intensiver Aktivitäten nicht gelang, in der Hauptversammlung die erforderliche Stimmenmehrheit zu mobilisieren. Es gelang dem Vorstand nach einer heftigen, auch öffentlich geführten Kontroverse, die Mehrheit der Aktionäre davon zu überzeugen, dass die CeWe Color AG die flüssigen Mittel für Zwecke des Unternehmens dringend benötigt. Die über Monate intensiv geführte Auseinandersetzung bedeutete für das Unternehmen eine erhebliche Belastung. Durch sie wurden in erheblichem Umfang Managementkapazitäten gebunden, die nicht für das operative Geschäft eingesetzt werden konnten. Dieses Beispiel zeigt, dass die Aktivitäten von Finanzinvestoren nicht immer auch im Interesse der Gesellschaft liegen.

### 1.5 Strategische Investoren

Bei Verwendung des Begriffs „aktive Aktionäre“ wird überwiegend wohl eher an Berufsopponenten und Finanzinvestoren als an sog. strategische Investoren gedacht<sup>8</sup>. Aber deren Aktivitäten sind oft am intensivsten und haben meist die am weitesten reichenden Konsequenzen für die Gesellschaft und ihre Aktionäre. Daher sollen sie hier in die Betrachtung der aktiven Aktionäre mit einbezogen werden.

Strategische Investoren wollen mit ihrer Beteiligung ihre Unternehmensstrategie verwirklichen. Um das tun zu können, erwerben sie eine Beteiligung in einer Höhe, die ihnen einen beherrschenden Einfluss verschafft. Dabei können die strategischen Interessen des Investors

mit dem Interesse der Gesellschaft und ihrer Minderheitsgesellschafter in Konflikt geraten. Ein spektakuläres Beispiel aus jüngerer Zeit ist die HypoVereinsbank. Nachdem die italienische Bank Unicredit Mehrheitsgesellschafterin der HypoVereinsbank geworden war, erwarb sie von der HypoVereinsbank u.a. deren Beteiligung an der Bank Austria zu einem Preis, der nach Ansicht der Analysten weit unter ihrem bei einem freien Verkauf erzielbaren Marktpreis lag. Dieser Ansicht sind auch einige an der HypoVereinsbank mit etwa 1,5% des Grundkapitals beteiligte Fonds, die – als aktive Aktionäre – die Unicredit auf Zahlung des nach dem Aktienkonzernrecht vorgeschriebenen Nachteilsausgleichs an die HypoVereinsbank in Milliardenhöhe verklagt haben<sup>9</sup>. Wenden sich aktive Minderheitsaktionäre gegen den schädlichen Einfluss eines Mehrheitsaktionärs und nutzen sie zu diesem Zweck die Schutzvorschriften des Aktienkonzernrechts, liegt eine solche Aktivität im Interesse der Gesellschaft.

## 2. Verhaltensempfehlungen für den Vorstand

Die vorstehende differenzierte Betrachtung verschiedener Aktionärsgruppen mit jeweils spezifischen Interessen führt zu der Frage, wie sich der Vorstand einer Gesellschaft verhalten soll, wenn aktive Aktionäre in Erscheinung treten.

### 2.1 Pflichten des Vorstands

#### 2.1.1 Leitung der Gesellschaft in eigener Verantwortung

Wollen aktive Aktionäre gleich welcher Art die Geschäftsführung beeinflussen, so sollte sich der Vorstand stets bewusst sein, dass nach dem AktG nicht die Aktionäre, sondern nur er selbst berechtigt, aber auch verpflichtet ist, die Geschäfte der Gesellschaft in eigener Verantwortung zu leiten. Daraus folgt, dass der Vorstand sich nicht im Interesse der Erhaltung seines Amtes den Einflüssen aktiver

<sup>8</sup> Zum Begriff der strategischen Investoren vgl. Mallin/Mullineux/Wihlborg, *Corporate Governance: An International Review*, 2005, S. 532 ff.

<sup>9</sup> Vgl. dazu LG München I, Urteil vom 6.9.2007 – 5 HK O 12570/07.

► **Die Kommunikation mit aktiven Aktionären kann dazu beitragen, unternehmensinterne Widerstände gegen sinnvolle Strategiewechsel zu überwinden.** ◀

Aktionäre beugen darf, sondern stets verpflichtet ist, allein das Eigeninteresse des Unternehmens zu verfolgen. So darf der Vorstand beispielsweise nicht dem Wunsch aktiver Aktionäre entsprechen, höhere Dividendenausschüttungen dadurch zu ermöglichen, indem er es unterlässt, Teile des Gewinns in die Gewinnrücklagen einzustellen, wenn die Stärkung der Rücklagen im Gesellschaftsinteresse liegt.

### 2.1.2 Ansprechpartner für aktive Aktionäre

Das heißt aber nicht, dass sich der Vorstand der Kommunikation mit Aktionären verschließen dürfte<sup>10</sup>. Als das Organ der Gesellschaft, das die Geschäfte der Gesellschaft führt und sie im Außenverhältnis vertritt, ist er der natürliche Ansprechpartner für alle Aktionäre innerhalb und außerhalb der Hauptversammlung.

### 2.1.3 Gleichbehandlungsgebot

Bei seiner Kommunikation mit aktiven Aktionären ist der Vorstand verpflichtet, stets das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot zu beachten; er darf keinen Aktionär bei der Versorgung mit Informationen über das Unternehmen bevorzugen oder bestimmten Aktionären Sondervorteile für ein bestimmtes Verhalten versprechen. Der Vorstand ist ihnen gegenüber hinsichtlich vertraulicher Informationen in gleicher Weise zur Verschwiegenheit verpflichtet wie auch gegenüber anderen Aktionären und dritten Personen.

## 2.2 Chancen und Risiken durch aktive Aktionäre für die Gesellschaft und ihre Organe

Der Vorstand ist gut beraten, das Gespräch mit aktiven Aktionären zu führen und zu suchen, um ihre Interessen und Ziele kennenzulernen. Ein Gedankenaustausch mit kompetenten aktiven Investoren, denen es wirklich um die Verbesserung der Unternehmensleistung geht, kann fruchtbar sein und zur Wertsteigerung beitragen. U.U. kann das Gespräch mit aktiven Aktionären sogar dazu beitragen, unternehmensinterne

Widerstände gegen sinnvolle Strategiewechsel zu überwinden. Auch das Gespräch mit aggressiven Finanzinvestoren bietet Chancen. Es beinhaltet die Gelegenheit, die Forderungen und Vorstellungen im Einzelnen wahrzunehmen, deren Vor- und Nachteile abzuwägen und die handelnden Akteure persönlich kennenzulernen. Zudem gibt das Gespräch auch dem Vorstand Gelegenheit, seine Positionen zu erklären und zu erläutern, um auf diese Weise Verständnis bei den aktiven Aktionären zu wecken und möglicherweise so eine der Gesellschaft abträgliche öffentliche oder in der Hauptversammlung geführte kontroverse Diskussion zu vermeiden.

Solche Aussichten sind demgegenüber bei räuberischen Aktionären nicht zu erwarten. Sie lauern darauf, Angriffspunkte jeglicher Art zu finden, um in geeigneten Situationen Druckpotenzial für die Blockade von Kapitalmaßnahmen und Strukturmaßnahmen aufbauen zu können. Aus Sicht des Vorstands ist von solchen aktiven Aktionären nichts Positives zu erhoffen. Vielmehr begründen ihre Aktivitäten für die Gesellschaft fast ausschließlich Risiken, binden Management-Kapazitäten, verursachen hohe Beraterkosten und können für die Gesellschaft wichtige Maßnahmen verzögern oder gar verhindern. Nur in Ausnahmefällen kann der Vorstand mit einer gewissen Unterstützung von ihnen rechnen, nämlich dann, wenn ein Großaktionär versucht, seinen Einfluss auf die Gesellschaft treuwidrig zu ihrem Nachteil zu nutzen. Dann können sich die sonst ausschließlich eigennützigen Aktivitäten der Berufsoponenten als der Gesellschaft nützlich erweisen. Es mag dem Vorstand in seiner Argumentation gegenüber dem herrschenden Aktionär helfen, wenn er darauf hinweisen kann, dass die Berufsoponenten sich gegen nachteilige Eingriffe des Mehrheitsaktionärs wehren werden.

## 2.3 Schutzinstrumente Corporate Governance und Investor Relations

Was können Vorstand und Aufsichtsrat tun, um die Gesellschaft vor den Risiken des Wirkens der so vielfältig auftretenden aktiven Aktionäre zu schützen?

Gute Corporate Governance und gute Investor-Relations-Arbeit sind m.E. die besten Schutzinstrumente. Je weniger formale und materielle Ansatzpunkte für Kritik an der Unternehmensführung aktive Aktionäre finden, umso geringer ist auch die Gefahr, dass sie Aktivitäten entfalten, die der Gesellschaft schaden können. Von besonderer Bedeutung sind die Richtigkeit und Pünktlichkeit der Rechnungslegung und Berichterstattung sowie die überzeugende Kommunikation der Unternehmensstrategie<sup>11</sup>. In schwierigen Unternehmenslagen ist die Erfüllung dieser Aufgaben von noch höherer Bedeutung als in guten Zeiten. Ist der Vorstand in der Lage schlüssig zu erklären, welche Strategie er verfolgt, kann er aktiven Aktionären von vornherein den Wind aus den Segeln nehmen.

Für die Sicherheit der Fassung von Hauptversammlungsbeschlüssen ist ein gutes Informationsmanagement von höchster Bedeutung. Professionelle Anfechtungskläger warten nämlich erfahrungsgemäß darauf und versuchen zu provozieren, dass zu einem Tagesordnungspunkt Fragen unbeantwortet bleiben, um dann Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse auf die mangelhafte Beantwortung zu stützen. Ein möglichst lückenloser Informationsbestand über das Unternehmen schützt gegen solche Gefahren.

Hohe Bestände flüssiger Mittel ziehen fast immer aktive Aktionäre an. Daher sollte jeder Vorstand stets darlegen können, welche Investitionen er mit dem Barmittelbestand tätigen möchte und in welcher Weise solche Investitionen zum Wertzuwachs des Unternehmens beitragen sollen.

## 3. Die Sicht des Aufsichtsrats

### 3.1 Pflichten des Aufsichtsrats

Für den Aufsichtsrat sollten aktive Aktionäre besonderer Ansporn sein, ihre gesetzlichen Aufgaben ernst zu nehmen

10 Zur Bedeutung der Unternehmenskommunikation vgl. v. Werder/Grunde/Talaulicar, in: Frese/Stöber, E-Organisation, Wiesbaden 2002, S. 395 ff.; Meckel/Mohr/Vater, ZCG 2008 S. 59 (in diesem Heft).

11 Vgl. insbesondere auch in diesem Heft den Beitrag von Meckel/Mohr/Vater, ZCG 2008 S. 59 ff.

und gut zu erfüllen, insbesondere die Überwachung der Geschäftstätigkeit des Vorstands im Hinblick auf Zweckmäßigkeit und Rechtmäßigkeit. Das können die Aktionäre ohnehin zu Recht von den von ihnen gewählten Aufsichtsratsmitgliedern verlangen. Mitunter wenden sich aktive Aktionäre unmittelbar an den Aufsichtsrat, insbesondere dann, wenn sie eine Veränderung in der personellen Besetzung des Vorstands anstreben. Im Umgang mit aktiven Aktionären gilt für den Aufsichtsrat z. T. das Gleiche wie für den Vorstand. So sollte auch der Aufsichtsrat ernst gemeinte Vorschläge aktiver Aktionäre und seriöse Kritik an der Geschäftsführung des Vorstands unvoreingenommen prüfen und ggf. gemeinsam mit dem Vorstand diskutieren.

Da der Aufsichtsrat grundsätzlich nicht dazu berufen ist, die Gesellschaft im Außenverhältnis zu vertreten, sollte sich jedes Aufsichtsratsmitglied bei Gesprächsangeboten seitens aktiver Aktionäre sehr vorsichtig verhalten. Es muss stets mit der Möglichkeit gerechnet werden, dass aktive Aktionäre versuchen, den Aufsichtsrat zu instrumentalisieren, um ihre Interessen gegenüber dem Vorstand durchzusetzen. Zudem ist jedes Aufsichtsratsmitglied gegenüber jedermann und damit auch gegenüber Aktionären gesetzlich zur Verschwiegenheit verpflichtet. Allerdings kann es auch Fälle geben, in denen ein Gespräch zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzenden und einem aktiven Aktionär nützlich ist, um die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats wahrnehmen zu können. So mag es für den Aufsichtsratsvorsitzenden sinnvoll und u.U. geradezu notwendig sein, sich die Bedenken eines kompetenten und ernsthaft um das Wohl der Gesellschaft besorgten Aktionärs anzuhören. Darin kann für die Gesellschaft eine wichtige Chance liegen, insbesondere dann, wenn auf diesem Wege ungeeignete Vorstandsmitglieder gegen besser qualifizierte ausgetauscht werden. Im Falle räuberischer Aktionäre gilt es hingegen, dem Vorstand Rückhalt zu geben und ihnen im Umgang mit den Berufsoponenten mit Rat zur Seite zu stehen. Den unmittelbaren Kontakt mit räuberischen Aktionären sollte jedes Aufsichtsratsmitglied meiden.

### 3.2 Interessenkonflikte

Aufsichtsratsmitglieder, die ihr Mandat auf Betreiben und mit den Stimmen eines Großaktionärs ausüben, dürfen sich bei der Ausübung ihres Amtes als Aufsichtsratsmitglied nicht von dem Interesse des Großaktionärs leiten lassen, sondern sind ausschließlich dem Interesse der Gesellschaft verpflichtet. Das klingt selbstverständlich, ist es aber in der Praxis nicht immer. Das Aufsichtsratsmitglied darf nicht „Diener zweier Herren“ sein. Aktive Aktionäre betrachten potenzielle Interessenkonflikte bei Aufsichtsratsmitgliedern zu Recht sehr kritisch. Eine ausreichende Zahl unabhängiger Mitglieder, wie es der DCGK verlangt<sup>12</sup>, ist ein geeigneter Weg, um Aktionären Angriffsflächen zu entziehen.

### 3.3 Aktive Aktionäre als Herausforderung für den Aufsichtsratsvorsitzenden als Leiter der Hauptversammlung

Der Vorsitzende des Aufsichtsrats muss als Leiter der Hauptversammlung damit rechnen, dass in der Versammlung aktive Aktionäre aller Art in Erscheinung treten und unter Einsatz aller Mittel versuchen, ihre Ziele zu erreichen, sei es durch rechtmäßige Ausübung der Rede- und Fragerechte des Aktionärs oder aber durch Missbrauch dieser Rechte, durch Störungen und Provokationen.

In Hauptversammlungen, die aufgrund ihrer Tagesordnung sehr kontrovers zu werden drohen, etwa weil über bedeutende Strukturmaßnahmen zu entscheiden ist, ist die Leitung der Hauptversammlung für den Aufsichtsratsvorsitzenden häufig eine schwer zu bewältigende Aufgabe. Um das Risiko klein zu halten, dass solche Versammlungen völlig entgleisen oder in ihnen anfechtbare oder nichtige Beschlüsse gefasst werden, ist die rechtzeitige und gründliche Vorbereitung und die Einschaltung erfahrener kompetenter Berater unabdingbar. Das ist aber nur die eine (fachliche) Seite; daneben benötigt der Aufsichtsratsvorsitzende Nervenstärke, innere Ausgeglichenheit, Einfühlungsvermögen, Augenmaß und Mut, um turbulente Auseinandersetzungen mit aktiven Aktionären bestehen zu können. An diese Anforderungen sollte jeder denken, der über die Besetzung eines Aufsichtsrats zu entscheiden hat.

rungen sollte jeder denken, der über die Besetzung eines Aufsichtsrats zu entscheiden hat.

## 4. Künftige Entwicklungen

### 4.1 Tendenzen bei aktiven Aktionären

Bei den Berufsoponenten ist seit einigen Jahren die Tendenz festzustellen, ihre Stimmrechte auf verschiedene Gesellschaften mit beschränkter Haftung zu verteilen, um in Anfechtungsprozessen das Gebührenvolumen zu vervielfachen. Das führt dazu, dass die Zahl der Kläger und der Nebenintervenienten in Anfechtungsprozessen stark wächst. Diese Entwicklung lässt sich an den Vergleichen ablesen, die seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)<sup>13</sup> im elektronischen Bundesanzeiger zu veröffentlichen sind. Die Hoffnung, dass sich die Zahl der mit „räuberischer“ Absicht geführten Anfechtungsklagen verringern würde, hat sich mit der Veröffentlichungspflicht übrigens nicht erfüllt.

Treten Finanzinvestoren als aktive Aktionäre auf, so bedienen sie sich meist des Rats hoch spezialisierter Anwaltskanzleien, die ihre Mandanten hinsichtlich ihrer Rechte als Aktionäre und ihrer Strategie professionell beraten. Mitunter setzten Finanzinvestoren auch zusätzliche Mittel wie z.B. Medienkampagnen ein, um ihre Ziele zu kommunizieren und Unterstützung für sie zu gewinnen<sup>14</sup>. In den Fällen, in denen es dem Investor um die Steigerung des Unternehmenswerts, die Verbesserung der Unternehmensleistung oder den Schutz vor schädlichen Eingriffen eines Mehrheitsaktionärs geht, ist ein solches Vorgehen durch aktive Aktionäre grundsätzlich zu begrüßen, weil es allen Aktionären zugute kommen kann. Zudem mag es dem einen oder anderen Vorstand und Auf-

12 Vgl. Tz. 5.4.2 Satz 1 DCGK: „Um eine unabhängige Beratung und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat zu ermöglichen, soll dem Aufsichtsrat eine nach seiner Einschätzung ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören.“

13 Vgl. Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007 S. 1629 ff.

14 Wie z.B. bei der Deutsche Börse AG.

► Es ist fraglich, ob das Risikobegrenzungs-gesetz dem Wirtschaftsstandort Deutschland nützen wird. ◀

sichtsrat vor Augen führen, dass es nicht nur Kursverluste zur Konsequenz haben kann, wenn die Leistungen des von ihm geführten Unternehmens hinter den Erwartungen dauerhaft zurückbleiben. Auch das liegt im Interesse der Gesellschaften und aller ihrer Aktionäre.

#### 4.2 Rechtsprechung

Die Rechtsprechung ist an aktive Aktionäre seit langem gewöhnt. In allerjüngster Zeit verurteilte das Landgericht Frankfurt/M. den Berufsoponenten Zapf (Z) zur Leistung von Schadensersatz an eine Aktiengesellschaft, deren Kapitalerhöhung er mit einer Klage blockiert hatte<sup>15</sup>. Aus dem Umstand, dass Z angeboten hatte, die Klage gegen die Einräumung zusätzlicher Bezugsrechte zurückzunehmen, schloss das Gericht, dass er die Anfechtungsklage zu gesetzesfremden Zwecken missbrauchen wollte. Es ist seit längerem anerkannt, dass Aktionäre unter dem Gesichtspunkt der Verletzung ihrer Treuepflicht zur Leistung von Schadensersatz verpflichtet sein können, wenn sie eine Kapitalerhöhung verhindern, an deren Interesse die Gesellschaft ein überlebenswichtiges Interesse hat.

Da die meisten Anfechtungsklagen der Berufsoponenten aber im Wege des Vergleichs beendet werden, gibt es nur wenige Fälle, in denen die zu Tage tretenden missbräuchlichen Tendenzen durch die Rechtsprechung sanktioniert werden. Der Vergleichsschluss ist für die betroffenen Unternehmen meist der einzige Weg, um die Nachteile zu vermeiden, die durch die zeitliche Verzögerung der blockierten Beschlüsse eintreten würden, wenn die Anfechtungsprozesse bis zum Ende geführt werden müssten.

#### 4.3 Gesetzgebung

Der Gesetzgeber hat versucht, mit dem UMAG Abhilfe durch das sog. Freigabeverfahren zu schaffen<sup>16</sup>. Das erlaubt es in den Fällen, in denen gegen einen Hauptversammlungsbeschluss über eine Maßnahme der Kapitalbeschaffung, der Kapitalherabsetzung oder einen Unternehmensvertrag Klage erhoben wurde, durch gerichtlichen Beschluss feststel-

len zu lassen, dass die Erhebung der Klage der Eintragung im Handelsregister nicht entgegensteht und etwaige Mängel des Hauptversammlungsbeschlusses die Wirkung der Eintragung unberührt lassen. Voraussetzung für einen solchen Beschluss ist, dass das Gericht die Klage als unzulässig oder offensichtlich unbegründet ansieht oder das alsbaldige Wirksamwerden des angegriffenen Hauptversammlungsbeschlusses nach freier Überzeugung des Gerichts zur Abwendung wesentlicher Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre vorrangig erscheint.

In der Praxis hat das Freigabeverfahren zwar einige deutliche Erleichterungen gebracht. Zur nachhaltigen Eindämmung der Anfechtungsklagen aktiver Aktionäre hat es aber nicht geführt.

Das Bundeskabinett hat kürzlich das sog. Risikobegrenzungs-gesetz verabschiedet<sup>17</sup>, zu dem am 23.1.2008 eine öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Bundestags stattfand. Das Gesetz soll „gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren“ erschweren, ohne effizienzfördernde Finanz- oder Unternehmenstransaktionen zu beeinträchtigen. Es sieht in Art. 1 Nr. 4 zur Änderung des Wertpapierhandels-gesetzes u.a. vor, dass künftig Aktionäre die Herkunft ihrer Mittel und ihre Ziele offenlegen sollen, wenn sie einen Stimmrechtsanteil von mindestens 10 % erworben haben. Weiter konkretisiert und erweitert das Gesetz den Zurechnungstatbestand des sog. „Acting in Concert“, also des abgestimmten Verhaltens zwischen Aktionären<sup>18</sup>. Das kann dazu führen, dass aktive Aktionäre, die parallel auf eine bestimmte Änderung der Unternehmensstrategie oder eine Neubesetzung des Aufsichtsrats hinwirken wollen, sich wechselseitig ihre Stimmrechte zurechnen lassen müssen. Wenn auf diese Weise die betroffenen aktiven Aktionäre die Schwelle von 30 % der Stimmrechte erreichen, sind sie einerseits zu Stimmrechtsmitteilungen nach dem Wertpapierhandels-gesetz und andererseits nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz dazu verpflichtet, allen anderen Aktionären den Erwerb ihrer Aktien anzubieten.

Insbesondere letztere schwerwiegende Rechtsfolge mag manche aktive Aktionäre davon abschrecken, gemeinschaftlich auf Veränderungen in der Führung ihrer Gesellschaft hinzuwirken – und genau dies ist mit dem Gesetz wohl auch beabsichtigt. Insofern kann es dazu führen, dass schlecht arbeitende Unternehmensführungen nicht abgelöst werden, obwohl eine personelle Neubesetzung im Interesse der Gesellschaft läge.

Es ist fraglich, ob das Risikobegrenzungs-gesetz dem Wirtschaftsstandort Deutschland nützen wird. Zahlreiche kritische Stimmen warnen davor, dass die Offenlegungspflichten vermutlich leerlaufen werden und die geänderten Zurechnungsvorschriften aufgrund zahlreicher ungeklärter Rechtsfragen neue Spielwiesen für räuberische Aktionäre eröffnen werden<sup>19</sup>.

#### 5. Zusammenfassende Thesen

- (1) Unter den aktiven Aktionären gibt es solche, deren Ziele und Mittel anzuerkennen sind, weil sie mit ihnen ihre Rechte als Eigentümer ausüben und schützen. Ihre Aktivitäten liegen häufig auch im Interesse der betroffenen Gesellschaft selbst.
- (2) Andere Gruppen aktiver Aktionäre üben ihre Rechte missbräuchlich aus, weil sie auf finanzielle Vorteile auf Kosten der betroffenen Gesellschaft und damit auf Kosten ihrer Mitaktionäre abzielen.
- (3) Börsennotierte Gesellschaften können sich ihre Aktionäre nicht aussuchen, aber ihre Vorstände und Aufsichtsräte können durch gute Unternehmensführung und eine umsichtige Informationspolitik dafür sorgen, dass sie nicht die falschen Aktionäre anziehen.

15 Vgl. LG Frankfurt/M., Urteil vom 2.10.2007 – 3-5 O 177/07.

16 Vgl. Heinrich/Theusinger, BB 2006 S. 449 ff.

17 Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (BT-Drucks. 16/7438).

18 Vgl. zum Acting in Concert zuletzt Schneider, ZGR 2007 S. 440 ff.

19 Vgl. von Rosen, FAZ vom 7.9.2007, S. 16.