

Christina Albath

Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung

Eine Untersuchung unter Berücksichtigung von aktienrechtlichen,
kapitalmarktrechtlichen und praktischen Beschränkungen



Nomos

Schriften zum gesamten Unternehmensrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Carsten Herresthal, LL.M., Universität Regensburg

Prof. Dr. Wolfgang Servatius, Universität Regensburg

Band 20

Christina Albath

Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung

Eine Untersuchung unter Berücksichtigung von aktienrechtlichen,
kapitalmarktrechtlichen und praktischen Beschränkungen



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Regensburg, Universität, Diss., 2022

ISBN 978-3-8487-7519-4 (Print)

ISBN 978-3-7489-3369-4 (ePDF)

1. Auflage 2022

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2022. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Für meine
Eltern*

Vorwort

Das Phänomen des *Shareholder Activism* gewinnt auch in Deutschland immer mehr an Bedeutung. Die Fragestellung, inwiefern dieses Phänomen in die Hauptversammlung von Aktiengesellschaften getragen werden kann, habe ich in den Jahren 2018–2021 untersucht.

Die vorliegende Arbeit wurde von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Regensburg im Sommersemester 2021 als Dissertation angenommen. Rechtsprechung, Gesetzgebung und Literatur sind – sofern nicht anders vermerkt – vom Stand August 2021.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater *Prof. Dr. Carsten Herresthal*, der mich während meiner gesamten Promotionszeit mit Anregungen, Diskussionen und einem konstruktiven Austausch mit sehr viel Freude und Leidenschaft betreut und unterstützt hat.

Darüber hinaus danke ich *Prof. Dr. Wolfgang Servatius* für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Ich danke meinem Doktorvater und dem Zweitgutachter zudem für die Aufnahme in ihre Reihe „Schriften zum gesamten Unternehmensrecht“.

Ebenso danken möchte ich Rechtsanwalt *Dr. Achim Herfs* für den konstruktiven Austausch und die Einblicke in die praktischen Erfahrungen zu der untersuchten Thematik.

Während der Promotionszeit und während meines Studiums hatte ich die Unterstützung von meiner gesamten Familie und weiteren vielen lieben Menschen, die mich stets begleitet und unterstützt haben. Ich danke diesen Personen von ganzem Herzen dafür.

Besonderer Dank gilt meinen Eltern, die stets an meiner Seite standen und jeden einzelnen Ausbildungsabschnitt mitbegleitet und mitgetragen haben – ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

München, den 10. Juli 2022

Christina Elisabeth Albath

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

Inhaltsübersicht

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) Berechtigte 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) Berufssopponenten 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	127
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	132
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) Berechtigte 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	
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

Inhaltsverzeichnis

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

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BT-Drucksache	Bundestags Drucksache
bzgl.	Bezüglich
bzw.	beziehungsweise
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex in der jeweils gültigen Fassung
Ecgi	European Corporate Governance Institute
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fn.	Fußnote
gem.	gemäß
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
UmwG	Umwandlungsgesetz
i.S.v.	Im Sinne von
i.V.m.	In Verbindung mit
Reg.Begr.	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Vol.	Volume
WpHG	Wertpapierhandelsgesetzbuch
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetzbuch
z.B.	zum Beispiel

Einführung

A) Problemstellung

I) Aktuelle Problematik

Das Phänomen *Shareholder Activism* hat auch in Deutschland börsennotierte Aktiengesellschaften erreicht. In den letzten Jahren ist die Anzahl von Kampagnen verschiedener aktivistischer Aktionäre stetig mehr geworden und in den Fokus der Öffentlichkeit gerückt.

1) Shareholder Activism in Deutschland in den vergangenen Jahren

Verschiedene Beispiele aus den vergangenen Jahren zeigen, dass *Shareholder Activism* für deutsche Unternehmen kein Fremdwort mehr ist.

a) Einwirkung von Cerberus bei der Commerzbank AG

2017 ist der Finanzinvestor Cerberus bei der Commerzbank AG eingestiegen.¹ Die Beteiligung macht im Oktober 2020 etwa 5 % der Aktien der Commerzbank AG.² Im Juni 2020 verfasste Cerberus zwei Briefe an den Vorstand und den Aufsichtsrat der Commerzbank AG und äußerte Kritik an der bisherigen Ausrichtung der Bank sowie dem Umstrukturierungsprozess. Cerberus war zu diesem Zeitpunkt nicht im Aufsichtsrat mit einem Vertreter vertreten und machte in seinen Briefen deutlich, dass es eine nachhaltige Veränderung der Führung der Bank fordere sowie die operative und strategische Ausrichtung der Bank im Interesse aller Stakeholder anzupassen sei. Cerberus wies daraufhin, dass zur Erreichung dieser Ziele

1 Handelsblatt vom 26.7.2017, Cerberus steigt bei der Commerzbank ein (<https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/us-finanzinvestor-cerberus-steigt-bei-der-commerzbank-ein/20109452.html> zuletzt abgerufen am 10.10.2020).

2 Investor Relations der Commerzbank AG zur Aktionärsstruktur (<https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaeere/aktie/aktionaeersstruktur/aktionaeere.html> zuletzt abgerufen am 10.10.2020).

alle zur Verfügung stehenden Mittel genutzt werden würden. Letzteres würde auch die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung umfassen.³

Letztendlich kam es hierzu nicht mehr, da sowohl der Vorstandsvorsitzende als auch der Aufsichtsratsvorsitzende dem Druck von Cerberus nachgaben und ihre Ämter niedergelegt haben. Nach Ernennung des neuen Aufsichtsratsvorsitzenden ließ Cerberus danach von weiteren Maßnahmen und Attacken ab.⁴

b) Beteiligung von Hastor an der Grammer AG

Im Jahr 2016 stieg die deutsch-bosnische Investorenfamilie Hastor über ihre Holdinggesellschaft beim Automobilzulieferer Grammer AG mit einer Beteiligung in Höhe von 19 % ein. Ziel von Hastor war es sowohl die Besetzung des Aufsichtsrats zu verändern als auch den Vorstandsvorsitzenden zum Rücktritt zu bewegen. Diese scheiterten jedoch aufgrund des Widerstandes weiterer Aktionärsgruppen und Hastor zog sich letztendlich im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot durch eine chinesische Gesellschaft aus der aktiven Position bei der Grammer AG zurück. Allerdings hat sich das zweijährige Engagement trotzdem gelohnt, da Hastor im Zuge der Veräußerung der Anteile mit einem Gewinn von 50 Millionen Euro aus dieser Beteiligung ausschied.⁵

3 Manager Magazin vom 16.6.2020, Cerberus lässt die Commerzbank nicht vom Haken (<https://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/commerzbank-cerberus-holt-zum-naechsten-schlag-aus-a-1307747.html> zuletzt abgerufen am 10.10.2020).

4 Handelsblatt vom 4.8.2020, Cerberus gibt Rebellion bei der Commerzbank auf (<https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/neuer-aufsichtsratschef-cerberus-gibt-rebellion-bei-der-commerzbank-auf/26064526.html> zuletzt abgerufen am 10.10.2020).

5 Manager Magazin vom 19.8.2018, Autozulieferer Grammer jetzt in chinesischer Hand (<https://www.manager-magazin.de/unternehmen/autoindustrie/grammer-hastors-verkaufen-anteile-an-autozulieferer-jifeng-aus-china-a-1222324.html> zuletzt abgerufen am 23.8.2019).

c) Beteiligung von Active Ownership Capital und Elliott an der Stada Arzneimittel AG

Seit 2016 sah sich auch der Pharmahersteller Stada Arzneimittel AG immer wieder dem Druck aktivistischer Aktionäre ausgesetzt. Zunächst beteiligte sich der Hedgefonds Active Ownership Capital (AOC) mit ca. 7 % an der Gesellschaft. AOC forderte Veränderungen im Vorstand und Aufsichtsrat.⁶ Im Rahmen der Hauptversammlung 2016 schaffte es AOC seinen Wunschkandidaten für den Aufsichtsrat durchzusetzen und die Wiederwahl des bisherigen Aufsichtsratschef zu verhindern.⁷ Im Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmeangebot durch die zwei Private-Equity Investoren Bain Capital und Cinven beteiligte sich so dann noch der Hedgefonds Elliott mit ca. 15 % der Aktien an Stada. Dies hatte zur Folge, dass die ursprüngliche zu zahlende Prämie auf Druck Elliotts von ursprünglich EUR 66,25 auf EUR 74,40 erhöht worden ist, um einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abschließen zu können.⁸ Zudem schaffte es Elliott sich seinen Ausstieg bei Stada im Rahmen eines Delistings mit EUR 81,83 pro Aktie bezahlen zu lassen.⁹

d) Auseinandersetzung zwischen Elliott und der ThyssenKrupp AG

Bereits seit einigen Jahren muss sich die ThyssenKrupp AG mit der Beteiligung von aktivistischen Aktionären auseinandersetzen, und zwar in diesem Fall mit dem schwedischen Investor Cevian, der mehr als 15 % der Anteile hält und dem Hedgefonds Elliott, der zwischen 3–5 % der Anteile an der ThyssenKrupp AG hält. Beide Aktionäre haben im Umfeld von ThyssenKrupp bereits für Unruhe gesorgt, indem sie die Ausrichtung

6 Wirtschaftswoche vom 16.6.2017, Stada Großaktionär AOC macht Kasse mit Aktienverkauf, (<https://www.wiwo.de/unternehmen/industrie/stada-grossaktionaeer-aoc-macht-kasse-mit-aktienverkauf/19942738.html> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

7 Finance Magazin vom 29.8.2016, AOC stürzt Stada Aufsichtsratschef Martin Abend, (<https://www.finance-magazin.de/cfo/strategie/aoc-stuerzt-stada-aufsichtsratschef-martin-abend-1386801/> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

8 Finance Magazin vom 4.9.2017, Elliott triumphiert bei Stada, (<https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/kapitalmarkt/elliott-triumphiert-bei-stada-1411461/> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

9 Wirtschaftswoche vom 1.10.2018, Stada: Bain und Cinven zahlen Elliott aus, (<https://www.manager-magazin.de/unternehmen/industrie/stada-bain-und-cinven-zahlen-elliott-aus-a-1231109.html> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

der Geschäftsstrategie von ThyssenKrupp mit der weit verzweigten Konglomerats Struktur mit zahlreichen Geschäftsfelder bereits öffentlich kritisiert haben und so erheblichen Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat ausgeübt haben. Dies hat im Sommer 2018 dazu geführt, dass sowohl der Vorstandsvorsitzende als auch der Aufsichtsratsvorsitzende von ihren Ämtern zurückgetreten sind.¹⁰

e) Beteiligung von Cevian an der Bilfinger SE

Ähnlich ergeht es auch der Bilfinger SE, welche sich bereits seit einigen Jahren ebenfalls mit Cevian als einem aktivistischen Großaktionär auseinandersetzen muss. Cevian schaffte es bereits ein Aufsichtsratsmandat zu erhalten, hatte bislang jedoch mit weitergehenden Maßnahmen weniger Erfolg. Trotz dessen hält Cevian an seiner Beteiligung fest.¹¹

f) Beteiligung von Cevian an der Demag Cranes AG

Anders lief es für Cevian jedoch im Zusammenhang mit der Demag Cranes AG. Hier hielt Cevian eine Aktienbeteiligung in Höhe von 10 % und schaffte es einen Platz im Aufsichtsrat zu erlangen. Darüber hinaus gelang es Cevian das Management davon zu überzeugen, Übernahmegespräche mit einem Konkurrenten zu führen, welche zur Übernahme von Demag Cranes AG geführt haben. Im Zusammenhang mit der Übernahme wurde der Angebotspreis durch Einfluss von Cevian erhöht und Cevian löste sich mit Gewinn von seiner Beteiligung.¹²

10 Manager Magazin vom 17.7.2018, Übernehmen Finanzinvestoren bei ThyssenKrupp die Macht, (<https://www.manager-magazin.de/unternehmen/personalien/thyssenkrupp-nach-ulrich-lehner-schmeisst-auch-ulrich-lehner-hin-a-1218775.html> zuletzt abgerufen am 23.8.2019).

11 Spiegel Online vom 17.6.2018, Das Debakel der Heuschrecke, (<https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/bilfinger-und-eckhard-cordes-debakel-der-heuschrecke-kommentar-a-1213226.html> zuletzt abgerufen am 23.8.2019).

12 Finance Magazin vom 15.6.2011, Großaktionär Cevian: Sind gegen feindliche Demag Übernahme, (<https://www.finance-magazin.de/deals/ma/grossaktionarer-cevian-sind-gegen-feindliche-demag-uebernahme-1098592/> zuletzt abgerufen am 23.8.2019); Finanzen.net vom 30.6.2011, Demag-Cranes Großaktionär Cevian verkauft Anteil an US-Konzern Terex, (<https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/demag-cranes-grossaktionar-cevian-verkauft-anteil-an-us-konzern-terex-1193292> zuletzt abgerufen am 23.8.2019).

g) Beteiligung von Elliott an der Bayer AG

Im Sommer 2019 hat sich Elliott an der Bayer AG beteiligt. Die Höhe der Beteiligung von 2 % der Anteile entspricht einem Wert von 1,1 Milliarden Euro. Nach Bekanntwerden der Beteiligung ließ Elliott durch die Medien verbreiten, dass es die Ausgestaltung der Rendite als zu gering bewertet und äußerte Kritik an der Gesellschaftsstruktur der Bayer AG. Ähnlich wie bereits im Zusammenhang mit der ThyssenKrupp AG hat die Bayer AG eine verzweigte Konglomerats Struktur.¹³ Darüber hinaus ist die Bayer AG zahlreichen Gerichtsverfahren in den USA ausgesetzt, welche Folge der Übernahme des US-amerikanischen Pflanzenschutzmittelherstellers Monsanto sind und sich auf den Unternehmensgewinn negativ auswirken.¹⁴

Der Angriff auf Bayer wird nicht der letzte gewesen sein, welcher von aktivistischen Aktionären auf deutsche börsennotierten Gesellschaften gerichtet ist. Ursache hierfür wird immer mehr die Abkehr von der Deutschland AG sein, da die Anteile der Gesellschaften, welche sich in Streubesitz finden, immer mehr zunehmen.¹⁵

2) Die Hauptversammlung als Konfrontationsort

Bereits in der Vergangenheit war die Hauptversammlung ein Ort, an dem sich verschiedene Aktionärsgruppen gegenüberstanden und konfrontiert waren mit unterschiedlichen Ansätzen in Bezug auf die Ausrichtung der Gesellschaft. Diese Kampagnen waren zum Teil erfolgreich und zum Teil scheiterten sie am Widerstand der anderen Aktionäre.

13 Spiegel Online vom 27.6.2019, „Elliott“ legt Milliardenbeteiligung an Bayer offen, (<https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/bayer-hedgefonds-elliott-von-paul-singer-legt-milliardenbeteiligung-offen-a-1274517.html> zuletzt abgerufen am 23.8.2019); Wirtschaftswoche vom 27.6.2019, Was der Elliott-Einstieg für Bayer bedeutet, (<https://www.wiwo.de/unternehmen/industrie/investor-paul-singer-was-der-elliott-einstieg-fuer-bayer-bedeutet/24500614.html> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

14 Hierzu unter anderem Wirtschaftswoche vom 7.8.2019, Bayer: Glyphosat-Prozesse werden vertagt, (<https://www.wiwo.de/unternehmen/industrie/monsanto-und-roundup-bayer-glyphosat-prozesse-werden-vertagt/24878886.html> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

15 So auch Welt.de vom 2.7.2019, Angriff auf die Deutschland AG (<https://www.welt.de/finanzen/article196149687/Elliott-Co-Angriff-der-aktivistischen-Investoren.html> zuletzt abgerufen am 23.8.2019); und im Folgenden Kapitel 1, A), II).

a) Fall Girmes aus dem Jahr 1989

Als Ursprung einer Auseinandersetzung zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären im Rahmen einer Hauptversammlung wird häufig die Hauptversammlung der Girmes AG aus dem Jahr 1989 genannt. Die Girmes AG war in eine wirtschaftliche Schieflage geraten und die Hauptversammlung sollte einem vom Vorstand ausgearbeiteten Sanierungskonzept zustimmen. Einem Minderheitsaktionär, welcher nicht über eine Sperrminorität verfügte, gelang es jedoch im Vorfeld der Hauptversammlung aufgrund einer öffentlichen Kampagne so viele Stimmrechtsvollmachten zu erlangen, dass er die Durchsetzung des Sanierungskonzeptes in der Hauptversammlung verhindern konnte.¹⁶

b) Hauptversammlung von Cewe Color 2007

Anders hingegen lief die Hauptversammlung der Cewe Color im Jahr 2007. Hier standen sich unter anderem die aktivistischen Hedgefonds MarCap, K Capital und Guy-Wyser Pratte auf der einen Seite und der Vorstand und weitere Aktionäre auf der anderen Seite gegenüber. Die Hedgefonds hatten zuvor Kritik an der Unternehmensausrichtung geäußert und forderten eine höhere Dividende an die Aktionäre auszuschütten als der Vorschlag vom Vorstand vorsah. Letztendlich setzte sich jedoch der Verwaltungsvorschlag durch.¹⁷ Was vor allem damit zusammenhing, dass der Vorstand es geschafft hatte, ausreichend Stimmrechtsvollmachten für seinen Vorschlag im Vorfeld der Hauptversammlung einzusammeln.¹⁸

c) Hauptversammlung von der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft 2016

Ein Beispiel für eine erfolgreiche Umsetzung von Maßnahmen in der Hauptversammlung war die bereits erwähnte Hauptversammlung von Sta-

16 Eingehen zum Fall „Girmes“ *Schockenhoff/Cullmann*, ZIP 2015, 297, 299 und ebenfalls darauf hinweisend *Schockenhoff*, NZG 2015, 657, 658.

17 Stern vom 27.4.2007, Kampf um Cewe Color: US-Heuschrecke verliert in Oldenburg, (<https://www.stern.de/wirtschaft/news/kampf-um-cewe-color-us-heuschrecke-verliert-in-oldenburg-3356324.html> zuletzt abgerufen am 27.8.2019).

18 Auf den Fall Cewe Color näher eingehend auch *Schockenhoff*, NZG 202015, 657, 658.

da im Jahr 2016.¹⁹ Hier schaffte es AOC als aktivistischer Aktionäre die Wiederwahl des Aufsichtsratschefs zu verhindern.

II) Untersuchungsgegenstand

Wie soeben aufgezeigt ist *Shareholder Activism* ein Phänomen, welches börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland bereits erreicht hat. Bislang lang der Fokus der Untersuchungen zu diesem Thema auf der grundsätzlichen Vereinbarkeit von *Shareholder Activism* und dem deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht.²⁰

Die Frage, welche Maßnahmen innerhalb der Hauptversammlung durchgesetzt werden können, wurde bislang nicht im Detail analysiert. Dies verwundert bereits deshalb, weil ein Fokus US-amerikanischer aktivistischer Kampagnen auf sogenannten *proxy-fights* im Zusammenhang mit dem *general meeting* einer amerikanischen Aktiengesellschaft liegt, welche das Pendant zur deutschen Hauptversammlung darstellt. Die amerikanisch geprägten Aktivisten kennen also in der Regel das Zusammentreffen unterschiedlicher Interessensgruppen in der Hauptversammlung.²¹

Doch der Fall „Girmes“, die Hauptversammlung von Cewe Color aus dem Jahr 2007 und die Hauptversammlung von Stada aus dem Jahr 2016 zeigen bereits, dass die Hauptversammlung durchaus als Ort genutzt und gesehen werden kann, an dem Aktionäre sich zusammenschließen können, um Maßnahmen durchzusetzen. Letzteres vor allem auch losgelöst von ihrer tatsächlichen Beteiligungshöhe aufgrund möglicher Kooperation mit anderen Aktionärsgruppen. Begrenzt werden solche Maßnahmen und Vorgehensweisen jedoch letztendlich durch die berechnigte Reichweite der jeweiligen Aktionärsrechte.

Bereits in der Präambel des Deutschen Corporate Governance Kodex (2019) ist verankert, dass die Aktionäre ihre Mitgliedschaftsrechte vor oder innerhalb der Hauptversammlung ausüben sollen. Ferner appelliert der Kodex an institutionelle Investoren, welche für die Gesellschaft von hoher Bedeutung sind, dass diese ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwor-

19 Siehe hierzu zuvor in diesem Kapitel I), 1), c).

20 Hierzu bereits *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts (2017) und *Heuser*, Shareholder Activism (2012).

21 Zum Ursprung des *Shareholder Activism* im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht siehe Kapitel 1, A), I).

tungsvoll ausüben sollen und hierbei ein transparentes und nachhaltiges Vorgehen wählen sollten. Der Begriff des institutionellen Investors ist im Kodex bewusst weit gefasst und umschließt auch aktivistische Aktionäre.²²

Aufgrund der Zugänglichkeit der Hauptversammlung für zahlreiche Interessensgruppe der Gesellschaft stellt sie einen passenden Rahmen für ein transparentes und nachvollziehbares Vorgehen von aktivistischen Kampagnen dar. Allerdings ist zu untersuchen, ob diese Zusammenkunft zahlreicher Interessensgruppen ein geeigneter Ort ist, um aktivistische Kampagnen durchzusetzen zu können. Hierbei kommt es darauf an, inwiefern aktivistische Aktionäre, die ihnen zur Verfügung stehenden Mitgliedschaftsrechte zur Durchsetzung ihrer Kampagnen tatsächlich nutzen können oder ob die berechnete Reichweite dieser Rechte ihrem Vorhaben entgegensteht.

Die Untersuchung soll die Frage klären, ob aktivistische Aktionäre die Hauptversammlung als Plattform nutzen können, um die von ihnen verfolgten Ziele und Maßnahmen in Bezug auf die Aktiengesellschaft, durchsetzen zu können und ob die zur Verfügung stehenden Aktionärsrechte hier für ausreichen oder ob diese durch ihre berechnete Reichweite solche Kampagnen erschweren oder sogar unmöglich machen. Hierbei müssen sowohl die weiteren Interessensgruppe, die Grundprinzipien der Hauptversammlung und tatsächliche Hürden wie die Beteiligungshöhe der aktivistischen Aktionäre berücksichtigt werden. Prüfungsmaßstab für diesen Untersuchungsgegenstand stellen so dann sowohl das Aktienrecht als auch das Kapitalmarktrecht unter Berücksichtigung praktischer Aspekte in der Umsetzung dar.

B) Gang der Untersuchung

Die Untersuchung gliedert sich im Wesentlichen in vier Teile auf und schließt mit einer Zusammenfassung und einem kurzen Ausblick.

Zu Beginn werden die Hintergründe des *Shareholder Activism* erläutert, wobei auch Bezüge zum US-amerikanischen Recht gemacht werden, da der *Shareholder Activism* seinen Ursprung in den USA hat. Ziel dieses Teils der Untersuchung ist es zu dem eine Definition für das Phänomen *Shareholder Activism* zu finden, welche im Fortgang der Untersuchung den Ausführungen zugrunde gelegt werden kann.

22 Siehe hierzu Begründung zum Deutschen Corporate Governance Kodex 2019, S. 2, Allgemeine Erläuterungen.

Der zweite Teil der Untersuchung legt den Schwerpunkt auf die Bedeutung und Funktion der Hauptversammlung im Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft. Herausgearbeitet werden die zugrundeliegenden Prinzipien, welche das Fundament der Hauptversammlung darstellen. Weiterer Fokus dieses Kapitels ist die Darstellung, der zahlreichen Interessensgruppen, welche in der Hauptversammlung zusammenkommen. Jede einzelne Interessensgruppe nimmt innerhalb der Hauptversammlung unterschiedliche Funktionen wahr, die zu unterschiedlichen Interessen führen, die nicht häufig im Kontrast zu anderen Interessensgruppen stehen. Diese Gegensätze werden im Fortgang der Untersuchung bei der Frage relevant, ob aktivistische Aktionäre innerhalb der Hauptversammlung tatsächlich die Möglichkeit haben von ihnen verfolgte Maßnahmen durchsetzen zu können.

Der dritte Teil der Untersuchung schließt genau an die Frage an, welche Maßnahmen aktivistische Aktionäre im Rahmen von Kampagnen im Zusammenhang mit dem *Shareholder Activism* generell verfolgen und welches ihres zentralen Ziels sind. Im Rahmen dieses Kapitels wird im Zusammenhang mit den Maßnahmen und Vorhaben bereits die Möglichkeit der Durchsetzung der einzelnen Maßnahmen in der Hauptversammlung angesprochen und erste Problemfelder aufgezeigt.

Schwerpunkt der Arbeit liegt so dann im vierten Teil. Hier werden die Aktionärsrechte erläutert und ausgeführt, welche zur Umsetzung der verfolgten Maßnahmen in der Hauptversammlung genutzt werden können und welche berechnigte Reichweite sich aus diesen Aktionärsrechten ergibt. Dieses Kapitel gliedert sich im Rahmen der Analyse hierfür in zwei Unterabschnitte auf. Zunächst liegt der Fokus auf der Analyse der einzelnen zur Verfügung stehenden Aktionärsrechte. Im Anschluss geht der zweite Teil der Analyse auf die berechnigte Reichweite der einzelnen Aktionärsrechte ein. Im Rahmen dieses zweiten Teils wird zum Ende der Untersuchung die Frage beantwortet, welche Maßnahmen des *Shareholder Activism* tatsächlich in der Hauptversammlung durchgesetzt werden können.

Den Abschluss der Arbeit bildet das fünfte Kapitel, welches die zuvor gefundenen Ergebnisse in Thesen zusammenfasst und einen Ausblick gibt, inwieweit sich der *Shareholder Activism* in Deutschland auch im Zusammenhang mit der Nutzung der Hauptversammlung zukünftig entwickeln kann.