

# Die Kommanditgesellschaft auf Aktien als Ziel aktivistischer Aktionäre und Investoren

Justus Fautz

Dissertation des Fachbereichs der Rechtswissenschaft der Ruhr-Universität Bochum

Erstgutachter: Frau Prof. Dr. Katharina Uffmann  
Zweitgutachter: Herr Prof. Dr. Martin Zimmermann

Tag der mündlichen Prüfung: 27. November 2025

**Bibliografische Information Der Deutschen Nationalbibliothek**

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

I S B N 9 7 8 - 3 - 8 0 0 5 - 2 0 3 2 - 9

**dfv** Mediengruppe

© 2026 Deutscher Fachverlag GmbH, Fachmedien Recht und Wirtschaft, Mainzer Landstr. 251, 60326 Frankfurt am Main, [buchverlag@ruw.de](mailto:buchverlag@ruw.de)

[www.ruw.de](http://www.ruw.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Druck: Beltz Grafische Betriebe GmbH, 99947 Bad Langensalza

Printed in Germany

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2025/2026 durch die juristische Fakultät der Ruhr-Universität Bochum als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden bis zum Zeitpunkt der Abgabe im Oktober 2024 berücksichtigt.

Ein besonderer Dank gilt meiner Doktormutter Frau Prof. Dr. Katharina Uffmann für die Betreuung meiner Arbeit. Herrn Prof. Dr. Martin Zimmermann danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Der größte Dank gebührt meiner Familie, die mich stets unterstützt und bestärkt hat – ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Darmstadt, Januar 2026

Justus Fautz

## Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> .....	VII
<b>1. Kapitel: Einleitung</b>	
§ 1 Problemaufriss .....	1
§ 2 Gang der Untersuchung .....	3
§ 3 Eingrenzung des Themas .....	5
<b>2. Kapitel: Verortung und Klassifizierung des Aktionärs- und Investoraktivismus</b>	
§ 4 Definitionen .....	6
I. Aktivismus .....	6
II. Wer ist (der moderne Kommandit-)Aktionär? .....	7
1. Die Mitgliedschaft als zentrales Element der Aktionärs- eigenschaft .....	7
2. Die Mitgliedschaft in der Kommanditgesellschaft auf Aktien .....	8
3. Zusammenfassung .....	9
III. Wer ist Investor? .....	9
IV. Aktionärs- und Investoraktivismus .....	10
1. Aktionärsaktivismus .....	10
2. Investoraktivismus .....	13
V. Zusammenfassung .....	14
§ 5 Ursprung und Fortentwicklung des Phänomens .....	15
I. 17. Jahrhundert – Niederlande .....	15
II. 20. Jahrhundert – Vereinigte Staaten von Amerika .....	17
1. Die Prinzipal-Agent-Theorie .....	18
2. Aktivismus als Lösung .....	19
III. Die Jahrtausendwende – Deutschland .....	20
1. Das Prinzipal-Agent-Verhältnis in der deutschen Aktien- gesellschaft .....	22
2. Aktivismus als Lösung .....	23
IV. Zusammenfassung .....	24
§ 6 Akteure des Aktionärs- und Investoraktivismus .....	24
I. Einzelpersonen .....	25
II. Private-Equity-Investoren .....	25
III. Institutionelle Investoren – insbesondere Pensionsfonds und Vermögensverwalter .....	27
	IX

## Inhaltsverzeichnis

1. Pensionsfonds . . . . .	28
2. Vermögensverwalter . . . . .	29
IV. Hedgefonds . . . . .	30
V. Zusammenfassung . . . . .	32
<b>3. Kapitel:</b>	
<b>Die Kommanditgesellschaft auf Aktien als Ziel</b>	
<b>aktivistischer Aktionäre und Investoren</b>	
§ 7 Strukturelle »Eignung« der KGaA . . . . .	33
I. Handelbarkeit der Kommanditaktien . . . . .	33
II. Prinzipal-Agent-Verhältnis und Konflikt in der KGaA . . . . .	34
1. Gesetzestypische KGaA . . . . .	35
a) Der gesetzestypische Komplementär als Agent . . . . .	35
aa) Prinzipal-Agent-Verhältnis . . . . .	36
bb) Prinzipal-Agent-Konflikt . . . . .	37
b) Der vorstandsähnliche Komplementär als Agent . . . . .	41
aa) Prinzipal-Agent-Verhältnis . . . . .	42
bb) Prinzipal-Agent-Konflikt . . . . .	43
2. Atypische KGaA . . . . .	47
a) Prinzipal-Agent-Verhältnis . . . . .	48
b) Prinzipal-Agent-Konflikt . . . . .	49
III. Einflussmöglichkeiten . . . . .	50
IV. Zusammenfassung . . . . .	51
§ 8 Relevante Rechtstatsachen . . . . .	52
I. Gesellschafterstruktur . . . . .	52
1. Kommanditaktionärsstruktur . . . . .	52
a) Streubesitz . . . . .	52
b) Ankerkommanditaktionäre . . . . .	54
c) Akteure des Aktionärs- und Investoraktivismus in der KGaA . . . . .	56
2. Komplementärstruktur . . . . .	56
a) Gesetzestypische KGaA . . . . .	56
b) Atypische KGaA . . . . .	57
aa) Rechtsform der Komplementärgesellschaft . . . . .	57
bb) Beteiligungsstruktur . . . . .	58
c) Aufnahme und Ausscheiden . . . . .	59
aa) Aufnahme . . . . .	59
bb) Ausscheiden . . . . .	60
d) Geschäftsführung und Vertretung . . . . .	61
II. Börsenbewertung anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) . . . . .	62
III. Varianten der KGaA . . . . .	64

## Inhaltsverzeichnis

1. Komplementärdominierte KGaA . . . . .	64
2. Hauptversammlungsdominierte KGaA . . . . .	65
3. Beiratsdominierte KGaA . . . . .	66
a) Gemeinsamer Ausschuss/Gesellschafterausschuss . . . . .	67
b) Gesellschafterrat/Kuratorium/Beirat . . . . .	68
c) Besonderer Ausschuss . . . . .	69
4. Aufsichtsratsdominierte KGaA . . . . .	69
IV. Zusammenfassung . . . . .	70
§ 9 Analyse aktueller Beispiele am deutschen Kapitalmarkt . . . . .	71
I. Muddy Waters Capital LLC ./ Ströer SE & Co. KGaA . . . . .	71
II. Gotham City Research LLC ./ Aurelius Equity Opportunities SE & Co. KGaA . . . . .	73
III. Ontake Research ./ Aurelius Equity Opportunities SE & Co. KGaA . . . . .	74
IV. Elliott Investment Management L.P. ./ Fresenius SE & Co. KGaA . . . . .	75
V. Zusammenfassung . . . . .	76
§ 10 Leerverkaufsaktivismus . . . . .	76
I. Grundlagen der Anlagestrategie . . . . .	76
II. Vorfeldmaßnahmen – Die KGaA im Beuteschema von Leerverkaufsaktivisten . . . . .	77
1. Die Kommanditaktionärsstruktur . . . . .	78
2. Überbewertete Unternehmen . . . . .	81
3. Komplexe Geschäftsmodelle und Gesellschaftsstrukturen . . . . .	81
a) Erhöhte Geldwäschegefahr in der KGaA? . . . . .	83
b) »Unfaire« Steuerpraktiken in der KGaA? . . . . .	84
c) Bilanzierungsungereimtheiten . . . . .	87
4. Der fakultative Beirat in der KGaA . . . . .	89
5. Abweichen von Empfehlungen des deutschen Corporate Governance Kodex . . . . .	91
a) Besetzung des Aufsichtsrats . . . . .	97
aa) Fachliche Qualifikation (C.1 Satz 1, 2, 3 und 4 DCGK 2022) . . . . .	97
bb) Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder (Empfehlungen C.6 bis C.12 DCGK 2022) . . . . .	98
b) Vergütungsempfehlung – Falscher Anreiz durch Vorstandsvergütung . . . . .	102
aa) Gewinnbeteiligung des persönlich haftenden Gesellschafters als Tätigkeitsvergütung . . . . .	103
bb) Tätigkeitsvergütung in der KGaA . . . . .	105
(1) Vergütungskompetenz in der KGaA . . . . .	105
(2) Vergütungsschranken in der KGaA . . . . .	109

## Inhaltsverzeichnis

(a) § 87 Abs. 1 AktG.....	110
(b) § 87a AktG .....	111
cc) Folgen für die Anwendbarkeit des Grundsatzes 23 DCGK 2022 und die dazu gehörigen Vergü- tungsempfehlungen für die KGaA.....	112
(1) Festlegung des Vergütungssystems (G.1 DCGK 2022).....	113
(2) Festlegung der konkreten Gesamtvergütung (G.2-G.5 DCGK 2022).....	113
(3) Festlegung der variablen Vergütungsbestand- teile (G.6-G.11 DCGK 2022) .....	114
(4) Leistungen bei Vertragsbeendigung (G.12 bis G.14 DCGK 2022) .....	115
(5) Sonstige Regelungen (G.15 bis G.16 DCGK 2022).....	116
(6) ... für die Fälle des vorstandsähnlichen Kom- plementärs und der atypischen KGaA. ....	116
6. Zusammenfassung. ....	119
III. Die Leerverkaufsattacke und ihre rechtliche Ausgestaltung ..	120
1. Gedeckter Leerverkauf (1a und 1b) .....	123
a) Das Deckungsgeschäft (1a) .....	123
aa) Grundlagen .....	123
bb) Die Gegenwart der Dauerglobalurkunde.....	124
(1) Die mittelbar verkörperte Mitgliedschaft als vertretbare Sache.....	125
(2) Überlassen der vertretbaren Sache .....	126
(a) Eigentumsübertragung beim Sachdarlehen (aa) Meinungsstand .....	128
(bb) Stellungnahme .....	129
(b) Besitzverschaffung? .....	131
b) Der Leerverkauf (1b) .....	132
c) Exkurs: Der gedeckte Leerverkauf im Lichte des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG).....	132
2. Die aktive Einflussnahme (2) .....	134
a) Kommanditaktionärsrechtliche Maßnahmen .....	134
b) Faktische Maßnahmen .....	135
3. Gattstellen der Leerverkaufsposition (3a und 3b).....	136
4. Aktionärs- oder Investoraktivismus? .....	137
5. Zusammenfassung. ....	138
IV. Verteidigungsmaßnahmen – Die KGaA als angegriffene Gesellschaft.....	139
1. Prävention .....	139

a) Vermeidung einer angreifbaren Kommanditaktionärsstruktur (Ankerkommanditaktionär) . . . . .	140
b) Risikominimierung einer Überbewertung (Reale Marktpreisbildung, Annäherung an den Fundamentalwert) . . . . .	141
c) Strukturelle Entscheidungen . . . . .	142
d) Entsprechend anwendbare und strukturell unanwendbare DCGK-Empfehlungen (bestmögliche Entsprechenserklärung) . . . . .	142
aa) Entsprechend anwendbare Empfehlungen (Kategorie 2) . . . . .	143
bb) Strukturell unanwendbare Empfehlungen (Kategorie 3) . . . . .	143
(1) Befolgen von Empfehlungen . . . . .	143
(2) Strukturelle Angleichung . . . . .	143
(3) Ablehnungsmodell . . . . .	144
(4) Selektionsmodell . . . . .	144
(5) Schweigen . . . . .	145
(6) Semi-extensive Erklärung . . . . .	146
cc) Vorstandsähnlicher Komplementär und atypische KGaA . . . . .	146
e) Entsprechend anwendbare und strukturell unanwendbare DCGK-Empfehlungen (Lobbyarbeit) . . . . .	147
f) Akzeptable Vorstandsvergütung . . . . .	147
g) Sonstige allgemeine Präventivmaßnahmen . . . . .	148
aa) Defence Manual und Defence Team . . . . .	148
(1) Grundidee . . . . .	148
(2) Anbindung des Defence Teams . . . . .	148
bb) Intelligente Frühwarnsysteme . . . . .	149
2. Reaktion . . . . .	150
a) Kommunikativer Ansatz . . . . .	151
aa) Kommunikationskompetenz in der Kommanditgesellschaft auf Aktien . . . . .	151
bb) Art, Umfang und Form . . . . .	152
cc) Adressaten . . . . .	154
b) Konfrontativer Ansatz . . . . .	154
aa) Geltendmachung von Ansprüchen der betroffenen KGaA – Die Gesellschaft als »erste Verteidigerin« . . . . .	156
bb) Geltendmachung von Ansprüchen des betroffenen Komplementärs – Der persönlich haftende Gesellschafter als »zweiter Verteidiger«? . . . . .	157

## Inhaltsverzeichnis

(1) Kein Anspruch wegen Schädigungsverbot gem. § 117 Abs. 1 AktG. . . . .	158
(2) Kein Anspruch aus § 280 Abs. 1 BGB wegen Verletzung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht. . . . .	159
(3) Kein deliktischer Anspruch wegen Eigen- tumsverletzung – § 823 Abs. 1 BGB . . . . .	161
(4) Deliktische Ansprüche wegen der Beein- trächtigung und Verletzung eines »sonstigen Rechts« – § 823 Abs. 1 BGB . . . . .	162
(a) Mitgliedschaft als sonstiges Recht des Komplementärs . . . . .	162
(b) Das Recht am eingerichteten und aus- geübten Gewerbebetrieb als sonstiges Recht des Komplementärs . . . . .	164
(aa) Meinungsstand . . . . .	165
(bb) Stellungnahme . . . . .	166
(5) Deliktische Ansprüche wegen Kreditgefähr- dung – § 824 BGB. . . . .	168
(6) Deliktischer Anspruch wegen sittenwidriger vorsätzlicher Schädigung – § 826 BGB . . . . .	170
(7) Deliktische Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Normen der MMVO . . . . .	172
(a) Art. 15, 12 MMVO – Verbot von Markt- manipulation. . . . .	173
(aa) Meinungsstand . . . . .	173
(bb) Stellungnahme . . . . .	174
(b) Art. 14 Abs. 1 lit. a, 8 Abs. 1 MMVO – Verbot von Insidergeschäften und un- rechtmäßiger Offenlegung von Insider- informationen . . . . .	178
(c) Art. 20 MMVO – Anlageempfehlung und Statistik. . . . .	179
(8) Anspruchsgegner. . . . .	180
(9) Außergerichtlich . . . . .	180
(10) Gerichtlich. . . . .	181
(a) Einstweiliger Rechtsschutz – §§ 916 ff. ZPO . . . . .	181
(b) Allgemeines Erkenntnisverfahren – §§ 253 ff. ZPO. . . . .	183
cc) Rückkauf von Kommanditaktien und der Erwerb durch Führungspersonen . . . . .	183

dd) Kauf von Kommanditaktien durch den Komplementär	185
ee) Kauf von Wandelanleihen	187
ff) Kontaktaufnahme zur BaFin	188
(1) Warnung, § 6 Abs. 2 Satz 3, Abs. 9 WpHG	189
(2) Einstweilige Handelsuntersagung/-aussetzung, § 6 Abs. 2 Satz 4 WpHG	189
(3) Beschränkung von Leerverkäufen, Art. 20 LeerverkaufsVO	190
(a) Bedrohung der Finanzstabilität	191
(b) Bedrohung des Marktvertrauens	192
(c) Ernst zu nehmende Bedrohung für Schutzgut, Erforderlichkeit sowie Verhältnismäßigkeit	192
(d) Effektivität aus Sicht der angegriffenen KGaA	193
(4) Befugnis zur befristeten Beschränkung des Leerverkaufs von Finanzinstrumenten bei signifikantem Kursverfall (Circuit-Breaker), Art. 23 LeerverkaufsVO	193
(a) Eingriffsvoraussetzungen	193
(b) Effektivität aus Sicht der angegriffenen KGaA	195
3. Zusammenfassung.	195
§ 11 Operativer Aktivismus	197
I. Grundlagen des operativen Aktivismus.	197
II. Vorfeldmaßnahmen – Die KGaA im Beuteschema aktivistischer Kommanditaktionäre	198
1. Unterbewertung und Leistungsschwäche	198
2. Konglomerate	202
3. Corporate Governance	204
4. Finanzpolitik und Finanzstruktur	206
a) Liquide Mittel.	206
b) Stille Reserven	209
c) Verschuldung	210
5. Die Gesellschafterstruktur	212
6. Verteidigungsfähigkeit	214
7. Zusammenfassung.	215
III. Die Attacke und ihre Ausgestaltung	216
1. Rechtlich	216
a) Stimmrecht, § 278 Abs. 3 i. V.m. § 134 AktG	216
aa) Unternehmensstrategie	217

## Inhaltsverzeichnis

(1) Gewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahmen . . .	218
(2) Außergewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahmen . . . . .	218
(3) Grundlagengeschäfte . . . . .	219
(a) Meinungsstand . . . . .	220
(b) Stellungnahme . . . . .	222
(4) Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen . . . . .	223
(a) Wenig Effektivität bei einer KGaA mit vorstandsähnlichem Komplementär oder einer atypischen KGaA . . . . .	225
(b) Ansprüche gegen den Geschäftsleiter der Komplementärgesellschaft in der atypischen KGaA . . . . .	226
(5) Sonderprüfung . . . . .	227
(6) Billigung eines Vorstandsvergütungssystems . . . . .	228
bb) Unternehmensstruktur . . . . .	230
(1) Exkurs: Die KGaA als »Objekt« eines Kompletterkaufs . . . . .	231
(a) Gesellschaftsanteile der Kommanditaktionäre . . . . .	232
(b) Gesellschaftsanteile der Komplementäre/Komplementärin . . . . .	232
(aa) Gesetzestypische KGaA . . . . .	232
(bb) Atypische KGaA . . . . .	233
(2) Kerngeschäftsstrategie . . . . .	234
cc) Personalstruktur . . . . .	235
(1) Beeinflussung der Besetzung des KGaA-Aufsichtsrats . . . . .	236
(2) Kompetenzen des KGaA-Aufsichtsrats in der gesetzestypischen und atypischen KGaA . . . . .	237
(a) Einflussnahme auf die Geschäftsführung mittels Überwachungskompetenz, § 111 Abs. 1 AktG . . . . .	237
(b) Einflussnahme auf die Geschäftsführung mittels Ausführungskompetenz, § 287 Abs. 1 AktG . . . . .	240
(c) Einflussnahme auf die Geschäftsführung mittels Vertretungskompetenz, § 287 Abs. 2 AktG und § 278 Abs. 3 i. V. m. § 112 AktG . . . . .	241

(3) Beeinflussung der Besetzung des Aufsichtsrats einer Komplementär-AG/SE . . . . .	242
(4) Beeinflussung der Besetzung des Aufsichtsrats einer Komplementär-AG/SE einer personenidentischen atypischen KGaA . . . . .	244
(5) Beeinflussung der Besetzung des Aufsichtsrats einer Komplementär-AG/SE einer Einheits-KGaA . . . . .	244
(a) Mitspracherecht der Kommanditaktionäre im Wege der Einheitsbetrachtung . . . . .	245
(aa) Die Trennung von Leitung und Kontrolle als Grund für die Schutzbedürftigkeit . . . . .	246
(bb) Stimmverbot des faktischen Geschäftsführers als Grund für die Schutzbedürftigkeit . . . . .	247
(b) Mitspracherecht der Kommanditaktionäre im Wege einer rechtsgeschäftlichen Bevollmächtigung oder einer abweichenden Satzungsgestaltung . . . . .	249
(c) Mitspracherecht der Kommanditaktionäre durch das MoPeG (§ 170 Abs.2 HGB n. F.) . . . . .	251
(6) Besetzung eines fakultativen Beirats . . . . .	255
(a) Personalkompetenz . . . . .	256
(b) Zustimmungsvorbehalte . . . . .	258
(aa) § 116 Abs.2 Satz 1 Hs.2 HGB . . . . .	258
(bb) § 111 Abs.4 Satz 2 AktG . . . . .	259
(c) Weisungskompetenz . . . . .	259
(7) Besetzung des »Managements« . . . . .	260
(a) Austausch des Komplementärs einer gesetzestypischen und atypischen KGaA . . . . .	260
(b) Austausch eines vorstandsähnlichen Komplementärs . . . . .	262
(c) Austausch des Geschäftsführers der Komplementärgesellschaft einer atypischen KGaA . . . . .	263
(d) Entziehung der Geschäftsführungsbefugnis in einer gesetzestypischen und atypischen KGaA . . . . .	265
(e) Kein Abberufungsdurchgriff (Entziehungsdurchgriff) in der atypischen KGaA . . . . .	267

## Inhaltsverzeichnis

(f) Sonderfall der Einheits-GmbH & Co. KGaA .....	268
(g) Entlastungsverweigerung .....	269
(h) Vertrauensentzug .....	271
(aa) Meinungsstand .....	272
(bb) Stellungnahme .....	273
dd) Finanzpolitik .....	274
(1) Bilanzpolitische Entscheidungen im Jahres- abschluss der KGaA .....	274
(a) Aufstellungskompetenz .....	274
(b) Feststellungskompetenz .....	275
(2) Gewinnverwendungsbeschluss .....	277
(3) Sperrminoritäten (insbesondere bei Kapital- maßnahmen) .....	277
ee) Die zustimmungsbedürftigen Hauptversamm- lungsbeschlüsse als Hürde für aktivistische Kom- manditaktionäre .....	279
ff) Die autonomen Hauptversammlungsbeschlüsse und das Mehrheitsprinzip als Hürde für aktivisti- sche Kommanditaktionäre .....	281
b) Tagesordnungsergänzungsverlangen .....	283
c) Auskunftsrecht, § 278 Abs. 3 i. V.m. § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG .....	284
d) Rederecht, § 278 Abs. 3 i. V.m. § 118 Abs. 1 AktG .....	287
2. Faktische Einflussnahme .....	287
a) Kontaktaufnahme .....	287
b) Verkauf der eigenen Beteiligung .....	289
c) Gang an die Öffentlichkeit .....	289
3. Eskalationskaskade und die »Wirksamkeit« der einzel- nen Stufen .....	291
4. Zusammenfassung. ....	293
IV. Verteidigungsmaßnahmen .....	295
1. Prävention .....	295
a) Allgemeine Präventivmaßnahmen .....	295
b) Grundsätzliche Möglichkeiten der Reduktion der Ein- flussnahme über das Stimmrecht .....	297
c) Verhinderung von Zufallsmehrheiten .....	298
d) Statutarische Beschränkung der individuellen Kom- manditaktionärsrechte .....	299
aa) Ausschluss des Zustimmungsrechts zu außerge- wöhnlichen Geschäftsführungsmaßnahmen nach § 116 Abs. 2 Satz 1 Hs. 2 HGB .....	299

## Inhaltsverzeichnis

(1) Meinungsstand .....	300
(2) Stellungnahme .....	301
bb) Keine Abbedingung autonomer Hauptversammlungsbeschlüsse .....	302
e) Austausch und Entmachtung des Managements verhindern .....	302
aa) Abbedingung des Ausschlusses eines Komplementärs und Entziehung der Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis des Komplementärs .....	303
(1) Statutarische Abbedingung des Ausschlusses eines Komplementärs in der gesetzestypischen und atypischen KGaA .....	303
(a) Meinungsstand .....	304
(b) Stellungnahme .....	304
(2) Ausschluss der Entziehung der Geschäftsführungsbefugnis .....	305
(a) Meinungsstand .....	305
(b) Stellungnahme .....	306
bb) Erschweren der Ausschließung eines Komplementärs und der Entziehung der Geschäftsführungsbefugnis .....	308
(1) Abbedingung des Zustimmungserfordernisses bzw. antizipierte Zustimmung der Kommanditaktionäre zu personengesellschaftsrechtlichen Grundlagengeschäften .....	308
(2) Erhöhung erforderlicher Beschlussmehrheiten .....	311
(a) Meinungsstand .....	312
(b) Stellungnahme .....	313
(3) Verschärfung des wichtigen Grundes .....	315
f) Das Einschränken oder Verhindern des Einflusses auf Bilanzpolitik und Verteilung des Bilanzgewinns .....	316
aa) Unentziehbarkeit der Feststellungskompetenz der Hauptversammlung zum Jahresabschluss .....	316
bb) Kein statutarisches Zustimmungsrecht des Komplementärs zum Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung .....	317
(1) Meinungsstand .....	317
(2) Stellungnahme .....	318
cc) Einschränkung des Auskunftsrechts .....	320
2. Reaktion .....	320
a) Kooperativer Ansatz .....	321
aa) Kommunikation .....	321

## Inhaltsverzeichnis

(1) Art, Umfang und Form . . . . .	322
(2) Grenzen der Kommunikation . . . . .	322
bb) Freiwillige Zugeständnisse . . . . .	323
b) Konfrontativer Ansatz . . . . .	324
aa) Öffentliche Gegenkampagnen . . . . .	325
bb) Aktionärsmehrheiten organisieren . . . . .	326
cc) Geltendmachung von Ansprüchen . . . . .	327
(1) Anspruch wegen Schädigungsverbot gem. § 117 Abs. 1 AktG . . . . .	327
(a) Anspruchsberechtigung . . . . .	327
(b) Anspruchsvoraussetzungen . . . . .	328
(2) Anspruch aus § 280 Abs. 1 BGB wegen Ver- letzung der gesellschaftsrechtlichen Treue- pflicht . . . . .	330
(a) Anspruchsberechtigung . . . . .	330
(b) Anspruchsvoraussetzungen . . . . .	331
(3) Deliktischer Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB oder § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. einem Schutz- gesetz. . . . .	332
(4) Deliktischer Anspruch wegen sittenwidriger vorsätzlicher Schädigung – § 826 BGB . . . . .	335
3. Zusammenfassung. . . . .	336
<b>4. Kapitel:</b>	
<b>Thesen, Erkenntnisse und Fazit</b>	
§ 12 Thesen und Erkenntnisse . . . . .	339
§ 13 Fazit . . . . .	348
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	351

# 1. Kapitel: Einleitung

## §1 Problemaufriss

»Ein Mann zum Fürchten«

So titelte die Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung über den US-Amerikaner *Paul Singer* und dessen Anlagefirma *Elliott*.<sup>1</sup> Jener Investmentfonds stieg im Sommer 2019 mit 1,1 Milliarden Euro bei einem Chemie- und Pharmakonzern, der *Bayer AG*, ein. *Elliott* forderte langfristige Wertschöpfungsmaßnahmen, welche *Bayer* zu dauerhaftem Erfolg verhelfen sollten.<sup>2</sup> Davon versprach sich *Elliott* eine Steigerung des Unternehmenswerts und eine damit verbundene höhere Rendite.

Derartiges Auftreten aktivistischer Aktionäre aber auch aktivistischer Investoren<sup>3</sup> am deutschen Kapitalmarkt ist immer häufiger zu beobachten.<sup>4</sup> Deren Tätigwerden versetzt Deutschlands oberste Konzernvorstände in Unruhe und erfreut sich zunehmender medialer, aber auch wissenschaftlicher Aufmerksamkeit. Es ist davon auszugehen, dass sich aktivistische Beteiligungen und damit verbundene Zielsetzungen in den nächsten Jahren weiter häufen werden. Keine börsennotierte Publikumsgesellschaft wird daher daran vorbeikommen, sich mit den Methoden aktivistischer Aktionäre und Investoren sowie mit eigenen Präventions- und Reaktionsmöglichkeiten zu beschäftigen.

Mit Blick auf die aktivistische Einflussnahme von Kommanditaktionären auf eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (»KGaA«) schreibt die Wirtschaftspresse:

»KGaA wird als Schutzschild immer beliebter«.<sup>5</sup>

Nichtsdestotrotz ist die Unternehmensform der Kommanditgesellschaft auf Aktien eine bislang nur wenig verbreitete Rechtsform in der Bundesrepublik Deutschland. In jüngerer Zeit scheint es jedoch, als würde die KGaA immer populärer. So ist die Anzahl seit dem Jahr 2018 von 324 Gesellschaften, auf 378 im Jahr 2022 und nunmehr 400 im Jahr 2024 angestiegen.<sup>6</sup> Von den

1 *Kremer*, F.A.S. 10.03.2019, 27.

2 *Becker*, BöZ 28.06.2019, 7.

3 Aus Gründen der Leserlichkeit wird das generische Maskulinum verwendet; es sind alle Geschlechter gemeint.

4 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 62 (2017), 49; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341 (342).

5 *Kögler*, <[www.finance-magazin.de/finanzierungen/kapitalmarkt/kgaa-wird-als-schutzschild-immer-beliebter-36089/](http://www.finance-magazin.de/finanzierungen/kapitalmarkt/kgaa-wird-als-schutzschild-immer-beliebter-36089/)>.

6 Für 2018 *Kornblum*, GmbHR 2019, 689 (690); für 2022 *Bayer/Lieder/Hoffmann*, GmbHR 2022, 777 (778); für 2024 *Bayer/Lieder/Hoffmann*, GmbHR 2024, 785.

## Kap. 1 Einleitung

DAX-40-Unternehmen haben drei Unternehmen die Rechtsform der KGaA gewählt: *Fresenius*, *Henkel* und *Merck*.

Die Gesellschaftsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien hat seit ihrer Schaffung im 18. Jahrhundert<sup>7</sup> vergleichsweise wenig Beachtung in der juristischen Diskussion gefunden und wurde gesetzgeberisch<sup>8</sup> sowie wissenschaftlich stiefmütterlich behandelt.

Zentrale Norm für das Recht der KGaA ist § 278 AktG. Über § 278 Abs. 2 AktG wird das Personengesellschaftsrecht und über § 278 Abs. 3 AktG werden große Teile des Rechts der Aktiengesellschaft für anwendbar erklärt.

In den allermeisten juristischen Ausarbeitungen liegt der Fokus auf der Aktiengesellschaft (»AG«) als Mutter der deutschen Publikumsgesellschaften. So verhält es sich auch bei dem Phänomen des Aktionärs- und Investoraktivismus (angelsächsisch: »Shareholder und Investor Activism«). Das Phänomen des Aktionärs- und Investoraktivismus wird seit einigen Jahren in der Fachliteratur behandelt. Dabei wird untersucht, ob das Verhalten aktivistischer Aktionäre unrechtmäßig ist oder de lege ferenda unrechtmäßig sein könnte.<sup>9</sup> Welche Rolle aktivistische Aktionäre in einem Unternehmen spielen können<sup>10</sup> und welche Reaktionsmaßnahmen einer betroffenen Aktiengesellschaft<sup>11</sup> bleiben, sind weitere behandelte Schwerpunkte wie auch Maßnahmen der Unternehmen gegen aktivistische Investoren.<sup>12</sup>

Die KGaA als mögliches Ziel aktivistischer Aktionäre und Investoren wurde dagegen von der Rechtswissenschaft bislang nicht beachtet. Dies verwundert angesichts der stetig steigenden Bedeutung aktivistischer Vorgänge und in Anbetracht der zwischen der KGaA und der klassischen Aktiengesellschaft bestehenden zum Teil erheblichen Unterschiede. So hat die KGaA keinen auf Zeit berufenen Vorstand, sondern mit dem persönlich haftenden

---

7 Die Historie der KGaA umfassend darlegend *Sethe*, Die personalistische Kapitalgesellschaft mit Börsenzugang, S. 11–94.

8 Das letzte Mal in einem für die Rechtsform bedeutsamen gesetzgeberischen Fokus stand die KGaA mit der Schaffung der §§ 320 bis 334 HGB (den heutigen §§ 278 bis 290 AktG), siehe dazu *Sethe*, in: Hirte/Mülbert/Roth, GroßKomm AktG XII, Vor §§ 278 ff Rn. 27.

9 *Albath*, Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung; *Heuser*, Shareholder Activism; sich auf aktivistische Hedgefonds konzentrierend *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren; *Hommer*, Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance; *Wolf*, Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht.

10 *Wolf*, Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht, S. 2.

11 *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, §§ 4 bis 6.

12 *Frömel*, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken.

Gesellschafter<sup>13</sup> ein »geborenes, ohne zeitliche Begrenzung kraft Gesetzes zur Leitung der Gesellschaft berufenes Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan«<sup>14</sup>. Der KGaA-Aufsichtsrat ist nicht wie der Aufsichtsrat einer AG zur Berufung des Leitungsorgans befugt.<sup>15</sup> Und auch die bei der KGaA nur »im Übrigen« geltende Satzungsstrenge nach § 23 Abs. 5 AktG stellt eine Besonderheit dar. Daraus folgt bei der KGaA die Möglichkeit zahlreicher alternativer Gestaltungen auf Gesellschafterebene. Unter anderem diese Faktoren zeigen deutlich, weshalb ein Erkenntnisgewinn mit Blick auf die AG nicht unreflektiert auf die KGaA übertragen werden kann.<sup>16</sup>

Die Rechtswissenschaft ist ihrem Forschungsauftrag trotz der immer weiter steigenden Relevanz des Aktionärs- und Investoraktivismus und der praktisch seltenen aber nicht unbedeutenden Rechtsform der KGaA bisher nicht nachgekommen – weder in Dissertationen oder Handbüchern noch in der Kommentarliteratur, nicht einmal in Fachzeitschriften. Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, Problemkreise der aktivistischen Aktionäre und Investoren weiter zu erforschen und einen weiteren theoretischen und praxisrelevanten Beitrag zur Rechtsform der KGaA zu leisten.

## § 2 Gang der Untersuchung

Um den Untersuchungsgegenstand und den daraus folgenden Inhalt dieser Arbeit möglichst präzise zu bestimmen und einzugrenzen, müssen der Aktionärs- wie auch der Investoraktivismus für sich definiert werden. Es ist

13 Der Begriff des »persönlich haftenden Gesellschafters« und des »Komplementärs« werden im Folgenden synonym verwendet.

14 BGHZ 134, 392–401 (393).

15 *Bachmann*, in: Henssler/Spindler/Stilz, BeckOGK-AktG, § 287 Rn. 16; *Kallmeyer*, ZGR 12 (1983), 57 (66); *Uffmann*, in: Kiel/Lunk/Oetker/Richardi/Wlotzke/Wißmann, MünchHdB ArbR IV, § 381 Rn. 5; *Nagel/Wittkowski*, Die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA), S. 22 Rn. 5, S. 65 Rn. 138; *Bürgers*, in: Bürgers/Fett, KGaA HdB, § 5 Rn. 483; *Mertens/Cahn*, in: Zöllner/Noack, KK-AktG V, § 287 Rn. 14; *Müller-Michaels*, in: Hölters/Weber, AktG, § 287 Rn. 1; *Servatius*, in: Grigoleit, Aktiengesetz, § 278 Rn. 18; *Perlitt*, in: Goette/Habersack/Kalss, MüKo-AktG V, § 287 Rn. 5, § 278 Rn. 282; m. w. N. *Haase*, GmbHR 1997, 917 (920); *Fischer*, Die Kommanditgesellschaft auf Aktien nach dem Mitbestimmungsgesetz, S. 68; *Eiff/Otte*, GWR 7 (2015), 246 (248); *Sethe*, AG 2021, 78 (85); *Marsch-Barner*, in: Krieger/Lutter/Schmidt, FS Hoffmann-Becking, S. 777 (788); *Verse*, in: Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, § 18 Rn. 1301, 1305–1306; *Nicolas/Eiff*, in: Frodermann/Jannott, HdB AktR, Kap. 17 Rn. 188; *Hennerkes/May*, DB 1988, 537 (539); *Herfs*, in: Hoffmann-Becking, MünchHdB GesR IV, § 79 Rn. 66; *Schlitt*, Die Satzung der Kommanditgesellschaft auf Aktien, S. 175; *Schmidt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 287 Rn. 14; *Hennemann*, ZHR 182 (2018), 157 (159); *Koch*, Aktiengesetz, § 278 Rn. 15; *Roßkopf*, in: Goette/Arnold, AR-HdB, § 9 Rn. 45; *Goette*, in: Goette/Arnold, AR-HdB, § 1 Rn. 125.

16 So auch *Wieneke/Fett*, in: Bürgers/Fett, KGaA HdB, § 10 Rn. 3.