

*aus diesen Gründen zwischen der Verwaltung und der Hauptversammlung Gegensätze und Machtkämpfe herausbildeten, die keineswegs zum Vorteil der Gesellschaft und des Wirtschaftslebens dienten.*²¹ Im Ergebnis wurde in Übereinstimmung mit den ideologischen Vorstellungen des Nationalsozialismus die Stellung der Verwaltung gegenüber den Aktionären gestärkt und der Einfluss der Hauptversammlung eingeschränkt.

Während der Nachkriegszeit waren die Forderungen, die die Bewegung zur Reform des Aktienrechts dominierten, von drei durchaus verschiedenen Vorstellungen vom Begriff der Aktionärsdemokratie bestimmt. Mit der Selbstfindung der Bundesrepublik als demokratischem und sozialem Rechtsstaat verband sich die Entwicklung einer neuen Wirtschafts- und Unternehmensverfassung. Im Kern ging es dabei um die Frage, inwieweit privat rechtlich organisierte Verbände und Unternehmen als Teil der Wirtschaft demokratisch organisiert und nicht nur den Interessen der Eigentümer, sondern auch dem Gemeinwohl verpflichtet sein sollten.²² In diesem Zusammenhang ist die in der Regierungsbegründung zum Aktiengesetz 1965 manifestierte Forderung der Reformbewegung einzuordnen, die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft müsse sich am gewandelten Leitbild des Staates und an einer im demokratischen und sozialen Rechtsstaat neu auszugestaltenden Wirtschaftsverfassung orientieren.²³ Die Idee, dass sich Personenverbände mit eigener Rechtspersönlichkeit in ihrer Binnenverfassung an der Organisation des übergeordneten Staatswesens orientieren und daher folgerichtig ein demokratisches Staatswesen auch demokratisch organisierte Aktiengesellschaften umfassen müsse,²⁴ war freilich ebenso alt wie die Kritik an diesem Ableitungszusammenhang.²⁵ Struktur-, Entwicklungs- und Verfassungsparallelen von Staatsform und Aktiengesellschaft und die diesen beiden Organisationsformen menschlichen Zusammenwirkens gemeinsame Notwendigkeit, Entscheidungsprozesse zu organisieren, verleiteten immer wieder zu der Vorstellung gemeinsamer Organisationsmaßstäbe für den Staat und die Aktiengesellschaft.²⁶

- 21 Amtliche Begründung zum Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien vom 30. Januar 1937, Vierter Teil, Verfassung der Aktiengesellschaft (§§ 70-124), Vorbemerkung, in: Friedrich Klausning, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktien-Gesetz) nebst Einführungsgesetz und ‚Amtlicher Begründung‘ (Taschen-Gesetzsammlung 174). Berlin 1937, S. 56.
- 22 Erik Boettcher, Unternehmensverfassung als gesellschaftspolitische Forderung. Berlin 1968, S. 53 ff., 71.
- 23 Regierungsbegründung zum Aktiengesetz von 1965, in: Bruno Kropff, Aktiengesetz. Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6. 9. 1965 und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6. 9. 1965 mit Begründung des Regierungsentwurfs. Düsseldorf 1965, S. 14.
- 24 Boettcher, Unternehmensverfassung (wie Anm. 22), S. 89 ff.; Fritz Naphtali, Wirtschaftsdemokratie, ihr Wesen, Weg und Ziel. Berlin 1928, S. 35 ff.
- 25 Ernst-Joachim Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre. Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach dem deutschen Aktienrecht und dem Recht der Corporations in den Vereinigten Staaten. Karlsruhe 1958, S. 11, 346; Wiethölter, Interessen (wie Anm. 4), S. 94 ff.
- 26 So bereits Otto von Gierke, Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung. Berlin 1887, S. 692; ders., Das deutsche Genossenschaftsrecht, Bd. 1. Berlin 1868, S. 1023 ff.; Wiethölter, Interessen (wie Anm. 4), S. 77, Anm. 2; ferner zur Kritik an diesem Ableitungszusammenhang Arthur Bondi, Die Rechte der Aktionäre. Ein Beitrag zur Reform des Gesellschaftsrechtes und zur deutsch-österreichischen Rechtsangleichung. Berlin 1930, S. 82; Paul Gieseke, Grundsätzliches zur Reform des Aktienrechts, Bd. 2. Marburg 1931, S. 751 f., 754; Walter Nord, Die Rechte des Aktionärs und die Folgen ihrer Verletzung. Berlin 1925, S. 42.

Die Kritik an diesem Verständnis setzte am Demokratiebegriff und seiner Übertragbarkeit auf die Aktiengesellschaft an. Zutreffend wurde gegen die Vorstellung von der Aktiengesellschaft als demokratisch verfasster Gemeinschaft eingewandt, dass in der Aktiengesellschaft nicht die Köpfe über den Stimmrechtseinfluss entscheidend seien, sondern vielmehr die Kapitalbeteiligung der Maßstab für die Zuteilung von Stimmrechten sei und man deshalb, jedenfalls solange man von diesem Grundsatz nicht abweichen wollte, allenfalls von einer ‚Plutokratie‘ sprechen könnte oder hilfsweise nicht von einer ‚Aktionärs-‘, sondern von einer ‚Aktiedemokratie‘ die Rede sein sollte.²⁷ Dagegen vertraten diejenigen, die die Übertragbarkeit des Begriffs der Demokratie bejaht hatten, ein anderes Demokratieverständnis, das seinen Ursprung in politisch-ökonomischen Demokratietheorien hatte, den Begriff der Demokratie nicht mit Volksherrschaft übersetzte, sondern mit einem Prinzip der Führerauswahl verband.²⁸ Aus den Erkenntnissen der politisch-ökonomischen Demokratietheorie ließen sich in diesem Begründungsstrang (zumindest nachvollziehbare) Anforderungen an die Organisationsstruktur der Aktiengesellschaft ableiten.²⁹

Heute, wie mehrheitlich bereits in der rechtspolitischen Diskussion der Nachkriegszeit, wird der Begriff der Aktionärsdemokratie indessen weniger dogmatisch, sondern vielmehr als Schlagwort für programmatische Forderungen nach einer Ausweitung der Aktionärsrechte und einer Stärkung der Hauptversammlungskompetenzen³⁰ nach einer Gleichbehandlung aller Aktionäre (‚One share – one vote‘),³¹ nach einem Ausbau des Minderheitenschutzes,³² einer stärkeren Stellung des Kleinaktionärs als „*soziologischer Erscheinung*“³³ oder schlicht nach einer aktiveren Wahrnehmung der bestehenden Rechte durch die Aktionäre in der Gesellschaft verwendet.³⁴

In gleicher Weise programmatisch entwickelte sich auch die Diskussion zur ‚Corporate Democracy‘ in den USA, die etwa zeitgleich mit der in Deutschland einsetzenden Reformbewegung ihren Ausgang nahm. Lewis D. Gilbert, der wohl bekannteste Berufsaktionär der USA, auf den noch zurückzukommen sein wird, begann sein Wirken auf

27 So Wiethölter, Interessen (wie Anm. 4), S. 131, in Anlehnung an Joseph Arnold Livingston, *The American Stockholder*. Philadelphia 1958, S. 69.

28 Exemplarisch Gregor Bachmann, Verwaltungsvollmacht und Aktionärsdemokratie. Selbstregulative Ansätze für die Hauptversammlung, in: *Die Aktiengesellschaft* 46 (2001), S. 634-644, hier S. 640.

29 Ebd.

30 Die Vorschläge der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz sahen neben der Rückübertragung der Kompetenz zur Feststellung des Jahresabschlusses unter anderem auch ein Weisungsrecht der Hauptversammlung gegenüber der Geschäftsleitung vor. Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Schutzvereinigungen für Wertpapierbesitz, *Denkschrift* (wie Anm. 2), S. 13 ff.

31 Robert A. G. Monks / Nell Minow, *Corporate Governance*. Hoboken, N.J. et al. 2008, S. 128 f.; Eddy Wymeersch, *Shareholder(s) matter(s)*, in: Stefan Grundmann / Brigitte Haar / Hanno Merkt / Peter O. Mühlert / Marina Wellenhofer / Harald Baum / Jan von Hein / Thomas von Hippel / Katharina Pistor / Markus Roth / Heike Schweitzer (Hrsg.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung*. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010. Berlin / New York 2010, S. 1565-1594, hier S. 1576 ff.

32 Assmann, *Aktiengesetz* (wie Anm. 8), S. 452; Bahrenfuss, *Entstehung* (wie Anm. 1), S. 150.

33 Arbeitsgemeinschaft der Schutzvereinigungen für Wertpapierbesitz, *Denkschrift* (wie Anm. 2), S. 27 ff.

34 Vgl. exemplarisch die Satzungsziele des in Würzburg ansässigen Vereins zur Förderung der Aktionärsdemokratie e.V. (www.aktionärsdemokratie.de).

den Hauptversammlungen amerikanischer Gesellschaften Ende der 1930er-Jahre.³⁵ Sein Buch ‚Dividends and Democracy‘, mit dem er den Begriff der Aktionärsdemokratie in den USA prägte, erschien indessen erst 1956. Die einflussreichen Arbeiten von Frank D. Emerson, Franklin C. Latham und Joseph Arnold Livingston³⁶ trugen zu der in Deutschland ab der Mitte der 1950er-Jahre geführten Diskussion nur begrenzt bei, verstärkten in der deutschen Aktienrechtsreformbewegung jedoch die Verbreitung des Begriffs der Aktionärsdemokratie als Schlagwort für Beteiligungsrechte und aktive Beteiligung der so genannten Volksaktionäre.³⁷ Ebenso wie in Deutschland ist mit den Ideen der ‚Corporate Democracy‘ und der ‚Shareholder Democracy‘ auch in den USA ein bunter Strauß programmatischer Forderungen verbunden worden. Die ‚Federation of Women Shareholders in American Business‘ verknüpfte damit beispielsweise die frühe Forderung nach einer höheren Frauenquote in der Verwaltung der Gesellschaften und nach einem Weisungsrecht der Aktionärsversammlung gegenüber der Verwaltung.³⁸ Die ‚Corporate Democracy‘ war darüber hinaus auch eine Formel, um die Inhaberstellung der Aktionäre hervorzuheben und daraus etwa einen Anspruch auf Rabatte auf die vom Unternehmen hergestellten Waren herzuleiten.³⁹

Die Begriffsvorstellungen verdichten sich bei Livingston auf einen Kanon, den Rudolf Wiethölter in seiner Habilitationsschrift von 1961 eingängig zusammengefasst hat: Die Aktiendemokratie sei „*das Recht des Aktionärs, zu sprechen, sich zu versammeln, mit anderen Aktionären Verbindung zu halten und zu wissen, was los ist*“.⁴⁰ In den USA verband man also mit der Aktionärs- beziehungsweise der Gesellschaftsdemokratie (‚Corporate Democracy‘) programmatische Forderungen nach einer unbegrenzten Redezeit für jeden Aktionär auf der Hauptversammlung, ferner nach einem uneingeschränkten Zugang zur Hauptversammlung, einem Stimmauszählungsverfahren, das Minderheiten schützen sollte (‚Cumulative Voting‘⁴¹), jährlichen Neuwahlen der Verwaltung, einem Vorschlagsrecht der Aktionäre für die Besetzung der Verwaltung, der Möglichkeit für jeden Aktionär, eigene Tagesordnungspunkte für die Hauptversammlung vorzuschlagen, erweiterten Berichtspflichten für die Verwaltung und unabhängigen Wirtschaftsprüfern.⁴² Heute finden sich diese Forderungen in der Corporate Governance-Diskussion und, wie etwa die Vorstellung, dass das Board jährlich neu zu wählen ist, auch in den Stimmrechtsrichtlinien (‚Voting Policies‘) institutioneller Stimmrechtsberater in den USA wieder.⁴³ In den USA ist der Begriff der Shareholder beziehungsweise der Corporate Democracy

35 Lewis D. Gilbert, *Dividends and Democracy*. Larchmont, N.Y. 1956, S. 18.

36 Frank D. Emerson / Franklin C. Latham, *Shareholder Democracy. A Broader Outlook for Corporations*. Cleveland 1954; Livingston, *Stockholder* (wie Anm. 27).

37 Kropff, *Reformbestrebungen* (wie Anm. 1), S. 670, 708.

38 Livingston, *Stockholder* (wie Anm. 27), S. 70.

39 Ebd., S. 73.

40 Wiethölter, *Interessen* (wie Anm. 4), S. 141.

41 Instruktiv beschrieben in ebd., S. 217 ff.

42 Livingston, *Stockholder* (wie Anm. 27), S. 68 ff.

43 Vgl. dazu Alexander Hellgardt / Andreas Hoger, *Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte – Systemvergleich und neuere Entwicklungen*, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 40 (2011), S. 38-82, hier S. 57; Uwe H. Schneider / Heribert M. Anzinger, *Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – ‘a quiet guru’s enormous clout’*, in: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 10 (2007), S. 88-96, hier S. 88 f.

damit überwiegend in der Diskussion um die Best Practise der Corporate Governance aufgegangen.

In Deutschland hatte sich der Begriff der Aktionärs- beziehungsweise Aktiendemokratie nach Verabschiedung des Aktiengesetzes 1965 hingegen zunächst konturlos entwickelt. Er tauchte vor allem als Schlagwort in den Forderungen nach der Mitwirkung des Aktionärs in der Hauptversammlung auf⁴⁴ und wurde herangezogen, um Mitwirkungsrechte und die tatsächliche Mitwirkung der Aktionäre wertend zu umschreiben. Die Verwirklichung des Programms der Aktionärsdemokratie, das heißt der Mitwirkungs- und Informationsrechte für alle Aktionäre, der Gleichbehandlung der Aktionäre, des Minderheitenschutzes und der Absicherung der Kompetenzen der Hauptversammlung, ist in Deutschland vor allem von der Rechtsprechung übernommen worden. Grundlegend waren die Entscheidungen zur Inhaltskontrolle von Mehrheitsentscheidungen,⁴⁵ zur Einführung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen,⁴⁶ zum Delisting⁴⁷ und zum Squeeze-Out.⁴⁸ Ausgangspunkt für die Entfaltung dieser Rechtsprechung war aber nicht ein besonderes Demokratieverständnis oder gar eine Analogie zur Staatsdemokratie, sondern vielmehr das Mitgliedschaftsrecht und das Eigentumsrecht des Aktionärs, die sich als zentraler Maßstab für den Schutz der Aktionärsrechte entwickelt hatten.⁴⁹

Heute steht man dem Begriff der Aktionärsdemokratie im aktienrechtlichen Schrifttum eher reserviert gegenüber. Teilweise gilt er durchaus als negativ besetzt, weil er mit einem Aktionärsaktivismus verbunden wird, in dem die Motive der Wahrnehmung von Aktionärsrechten durch einzelne Aktionäre nicht als im Gesellschafts- und damit im allgemeinen Aktionärsinteresse angesehen, sondern als rücksichtslose Durchsetzung von Individualinteressen zu Lasten der Gesellschaft und der anderen Aktionäre wahrgenommen werden.⁵⁰ Der Begriff der Aktionärsdemokratie wird deshalb heute auch mit dem Vorstellungsbild des räuberischen Aktionärs verbunden. Diese Auffassung dominierte die rechtspolitische Diskussion der letzten Jahrzehnte⁵¹ und führte zu gesetzgeberischen Ein-

44 Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht. Köln / Berlin / Bonn / München 2002, S. 837 (§ 28 IV 1 a): „Die Hauptversammlung ist der Sitz der Aktionärsdemokratie.“

45 BGH v. 13.3.1978, II ZR 142/76 (Kali & Salz), BGHZ 71, 40.

46 BGH v. 25.2.1982, II ZR 174/80 (Holzmüller), BGHZ 83, 122; v. 26.4.2004, II ZR 155/02 (Gelatine I), BGHZ 159, 30; v. 26.4.2004, II ZR 154/02 (Gelatine II), ZIP 2004, 1001.

47 BGH v. 25.11.2002, II ZR 133/01 (Macrotron), BGHZ 153, 47.

48 BVerfG v. 30.5.2007, 1 BvR 390/04, WM 2007, 1329.

49 BVerfG v. 7.8.1962, 1 BvL 16/60 (Feldmühle), BVerfGE 14, 263, 277; v. 1.3.1979, 1 BvR 532/77 (Mitbestimmung), BVerfGE 50, 290, 342; v. 27.4.1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289; BGH v. 25.11.2002, II ZR 133/01 (Macrotron), BGHZ 153, 47 Rn. 25; Peter O. Mühlbert / Lars Leuschner, Die verfassungsrechtlichen Vorgaben der Art. 14 GG und Art. 2 Abs. 1 GG für die Gesellschafterstellung – wo bleibt die Privatautonomie?, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 170 (2006), S. 615-672, hier S. 619 ff.

50 Michael Hoffmann-Becking, Grenzenlose Abwehrklagen für Aktionäre?, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 357-364, hier S. 359.

51 Baums, Neuregelung (wie Anm. 11), S. F 144 ff.; Robert Diekgräf, Sonderzahlungen an opponierende Kleinaktionäre im Rahmen von Anfechtungs- und Spruchstellenverfahren unter besonderer Berücksichtigung der Frage einer Zahlungsbefugnis der betroffenen AG (Hamburger Beiträge zum Handels-, Schiffs- und Wirtschaftsrecht 18). Heidelberg 1990; Lothar Weiler, Aktienrechtliches Anfechtungsrecht und Rechtsmissbrauch. Eine juristisch-ökonomische Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung der Beschlusskontrolle des neuen UmwG. München 1996; Christine Windbichler,

schnitten in die von der Rechtsprechung fortentwickelten Aktionärsrechte.⁵² Daraus leitet sich die Erkenntnis eines wechselseitigen Zusammenhangs zwischen Aktionärsaktivismus als Beschreibung für aktiv wahrgenommene Aktionärsrechte und der Aktionärsdemokratie als deren normativer Rahmen ab. Aktionärsaktivismus kann durch den normativen Rahmen begrenzt oder erweitert werden. Umgekehrt kann Aktionärsaktivismus zur normativen Erweiterung oder zur normativen Beschränkung der Aktionärsrechte führen.

2. Aktionärsleitbilder zwischen Unternehmer- und Anlegeraktionär

Erich Nold galt in der Nachkriegszeit als ein ‚atypischer‘ Kleinaktionär. Diese Einordnung setzt eine Vorstellung vom ‚typischen‘ Kleinaktionär voraus. Abhängig von diesem Vorverständnis der Rolle des Kleinaktionärs in der Aktiengesellschaft unterscheiden sich auch die Auffassungen von der dem Kleinaktionär im Aktienrecht einzuräumenden Rechtsstellung.⁵³

Eine erste Kategorisierung lässt sich mit Hilfe einer Unterscheidung zwischen Unternehmeraktionär und Anlegeraktionär vornehmen.⁵⁴ Der Unternehmeraktionär charakterisiert sich durch das Ziel, mit seiner Beteiligung an der Gesellschaft unternehmerische Interessen zu verfolgen. Die mitgliedschaftlichen Teilhabe- und Verwaltungsrechte sind für ihn ein notwendiges Mittel zur Verfolgung dieser Interessen. Er ist an einer starken mitgliedschaftlichen Stellung interessiert. Deshalb ist das Bild vom Unternehmeraktionär typischerweise mit dem Bild des Großaktionärs verbunden, dessen Beteiligung schon vom Umfang her einen maßgeblichen Einfluss auf die Gesellschaft erlaubt.⁵⁵ Großaktionäre sind regelmäßig entweder institutionelle Anleger, häufiger aber noch andere Gesellschaften. Das führt dazu, wie etwa Marco Staake zutreffend hervorhebt, „*dass sich die unternehmerischen Geschicke in den Verwaltungen der Aktiengesellschaften konzentrieren.*“⁵⁶ Daraus wiederum resultiert ein wechselseitiger unternehmerischer

Mißbräuchliche Aktionärsklage einschließlich Abfindungsregelungen, in: Wolfram Timm (Hrsg.), *Missbräuchliches Aktionärsverhalten*. Köln 1990, S. 35-50, hier S. 35 ff.

52 Gregor Bachmann, *Corporate Governance nach der Finanzkrise*, in: *Die Aktiengesellschaft* 56 (2011), S. 181-193, hier S. 190; Heribert Hirte, *Anmerkungen zur Neuordnung des Freigabeverfahrens durch das ARUG*, in: Andreas Herlinghaus / Heribert Hirte / Rainer Hüttemann / Thomas Heidel (Hrsg.), *Festschrift für Wienand Meilicke*. Baden-Baden 2010, S. 201-222, hier S. 201 f.; Joachim Jahn, *UMAG: Das Aus für ‚räuberische Aktionäre‘ oder neues Erpressungspotenzial?*, in: *Betriebs-Berater* 1/2005, S. 5-12, hier S. 5 ff.

53 Walter Huppert, *Recht und Wirklichkeit der Aktiengesellschaft. Eindrücke und Erfahrungen eines Kleinaktionärs* (Schriften zum Wirtschaftsrecht 30). Berlin 1978, S. 56 ff.

54 Mit dieser Unterscheidung bereits Rudolf Müller-Erzbach, *Umgestaltung der Aktiengesellschaft zur Kerngesellschaft verantwortungsvoller Großaktionäre. Entwicklung des Aktienrechts aus dem mitgliedschaftlichen Interesse. Zur Reform der Aktiengesellschaft und der Gesellschaft m.b.H.* (Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen 11). Berlin 1929, S. 19.

55 Huppert, *Recht* (wie Anm. 53), S. 52; Marco Staake, *Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften. Ein Beitrag zur Entwicklung eines Börsengesellschaftsrechts* (Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht 180). Köln 2009, S. 95.

56 *Ebd.*, S. 97.

Einfluss der Verwaltungen verflochtener Gesellschaften, der die anderen Aktionäre in die Rolle von Anlegeraktionären drängt.⁵⁷

Der Typus des Anlegeraktionärs beschreibt dagegen einen Aktionär, dessen primäres Interesse darin besteht, aufgrund der Eigenkapitalbeteiligung einen Wertzuwachs durch Dividendenausschüttung und Wertgewinne zu erzielen. Für ihn ist die Investition in Aktien eines Unternehmens eine Auswahlentscheidung unter verschiedenen am Kapitalmarkt konkurrierenden Anlagemöglichkeiten, die er allein unter Renditegesichtspunkten trifft. Die Interessen dieses Idealtypus sind vermögens- und nicht unternehmensbezogen. Daraus folgt, dass die mitgliedschaftlichen Mitwirkungsrechte für den Anlegeraktionär nur insoweit relevant sind, als sie seine Anlageentscheidung beeinflussen oder der Erhaltung seines Kapitals beziehungsweise der Vermögensmehrung dienen können.⁵⁸

3. Die Wallstreet-Rule: ‚Exit or Voice‘ als Handlungsoption des Aktionärs

In der Rolle des Kleinaktionärs vereinigen sich typischerweise die nicht primär auf unternehmerische Mitwirkung ausgerichtete Interessenlage des Anlegeraktionärs, fehlender Stimmrechtseinfluss sowie fachliche und wirtschaftliche Unterlegenheit sowohl gegenüber der Verwaltung der Gesellschaft als auch gegenüber den Groß- und Mehrheitsaktionären. Im deutschen aktienrechtlichen Schrifttum dominiert die Auffassung, dass dem deutschen Aktiengesetz ein Bild des typischen Kleinaktionärs zugrunde liegt, der weder ein Interesse daran habe noch die Möglichkeiten besitze, auf die Unternehmensführung Einfluss zu nehmen.⁵⁹ Wegen der schwachen Stellung des Anlegeraktionärs in der Publikumsgesellschaft kommt es zu der vielzitierten „*Trennung von Eigentum und Kontrolle*“⁶⁰ in der Publikumsaktiengesellschaft.⁶¹ Hinzu kommt, dass die aktive Wahrnehmung der Beteiligungsrechte, und sei es nur die Teilnahme an der Hauptversammlung, mit Kosten verbunden ist, die jede aktive Beteiligung an Entscheidungsprozessen aus der Sicht des einzelnen Aktionärs unwirtschaftlich erscheinen lassen.⁶² Darin liegt die bekannte Ursache der rationalen Apathie des Kleinaktionärs in der Hauptversammlung.⁶³ Entsprechen die

57 Ebd.

58 Mülberr, Aktiengesellschaft (wie Anm. 10), S. 55 ff.; Staake, Hauptversammlungskompetenzen (wie Anm. 55), S. 108.

59 Bernhard Grossfeld, Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär (Tübinger rechtswissenschaftliche Abhandlungen 21). Tübingen 1968, S. 19 ff., 199 ff.; Ulrich Immenga, Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger (Walter-Eucken-Institut, Vorträge und Aufsätze 28). Tübingen 1971, S. 8 ff.; Eberhard Schwark, Lücken im Anlegerschutz, in: Zeitschrift für Rechtspolitik 6 (1973), S. 7-12, hier S. 7 f.; zusammenfassend Mülberr, Aktiengesellschaft (wie Anm. 10), S. 114, Anm. 252: „*Das aktienrechtliche Schrifttum sieht den Kleinaktionär zumeist als unwillig und unfähig zum unternehmerischen Denken.*“

60 Adolf A. Berle, jr. / Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property. New York et al. 1932, S. 69 ff.

61 Mülberr, Aktiengesellschaft (wie Anm. 10), S. 115.

62 Ebd.

63 Arnold Picot / Elke Michaelis, Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmen und Unternehmensverfassung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 54 (1984), S. 252-272, hier S. 258 f.; Christa-Maria Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft im Lichte der Theorie der Eigentumsrechte

Entscheidungen der Hauptversammlung oder der Verwaltung nicht den Vorstellungen des Kleinaktionärs über die strategische Ausrichtung der Gesellschaft, die Pflege des Shareholder Value oder der Dividendenpolitik, wird er nicht versuchen, dagegen Einfluss auszuüben. Er wird vielmehr seine Beteiligung veräußern,⁶⁴ weil die Ausübung der Stimmrechte im Allgemeinen teurer ist als die Veräußerung der Aktie und der Erwerb einer konkurrierenden Kapitalanlage. Diese Strategie der rationalen Apathie lässt sich nicht nur bei Kleinaktionären, sondern auch bei institutionellen Anlegeraktionären beobachten, die ihre Stimmrechte aus den gleichen Gründen ebenfalls häufig nicht wahrnehmen, was zu geringen Hauptversammlungspräsenzen führt. Auf die bei Anlegeraktionären vorherrschende Exit-Strategie ist schließlich die Aussage begründet worden, dass die Aktionärsdemokratie nicht in der Hauptversammlung, sondern auf dem Kapitalmarkt stattfindet.⁶⁵ Stellt man die Funktion der Aktie als Instrument der Kapitalanlage in dieser Weise in den Vordergrund und sieht in der aktiven Wahrnehmung der Aktionärsrechte ein wirtschaftlich irrationales Verhalten, lässt sich die Frage formulieren, warum Aktien, insbesondere die von Kleinaktionären, überhaupt mit Stimmrechten verbunden werden.⁶⁶ Diese Fragestellung spiegelt sich wieder in der Diskussion über stimmrechtslose Vorzugsaktien als Gestaltungsalternative für die Ausgabe von Volksaktien für zu privatisierende Staatsunternehmen in Deutschland und Österreich während der 1950er-Jahre.⁶⁷

4. Die Rolle des Kleinaktionärs für die Unternehmensfinanzierung in der Nachkriegszeit

Erich Nold war nicht nur wegen der aktiven Wahrnehmung seiner Aktionärsrechte ein atypischer Kleinaktionär, sondern mit seiner Präferenz für Aktien als Anlageinstrument in der Nachkriegszeit auch ein atypischer Kleinanleger. In der jungen Bundesrepublik der unmittelbaren Nachkriegszeit war das Aktienwesen noch schwach entwickelt.⁶⁸ Die wenigen Aktiengesellschaften deckten zusätzlichen Kapitalbedarf zunächst durch Selbst- und Fremdfinanzierung.⁶⁹ Vermögen bildeten die Unternehmen vorwiegend durch eine

(Campus Forschung 171). Frankfurt am Main 1980, S. 84 f.; Bachmann, Corporate Governance (wie Anm. 52), S. 181, 187, spricht vom „trägen Aktionär“.

64 Staake, Hauptversammlungskompetenzen (wie Anm. 55), S. 108. Die ökonomischen Mechanismen dieser Entscheidung erklärt Albert O. Hirschman, Exit, Voice, and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States. Cambridge, Mass. 1970, S. 21 ff.

65 Mertens, Aktionär (wie Anm. 12), S. 49, 52.

66 Müller-Erbach, Entartung (wie Anm. 19), S. 25, forderte, den Kleinaktionären gar kein Stimmrecht zu gewähren; ders., Umgestaltung (wie Anm. 54), S. 21 ff.; in eine ähnliche Richtung gehen die Vorschläge von Hellgardt / Hoyer, Konvergenz (wie Anm. 43), S. 38, 81, Kompetenzen auf den Vorstand zu verlagern, und von Werner Flume, Grundfragen der Aktienrechtsreform. Bemerkungen zu dem Regierungsentwurf eines Aktiengesetzes. Düsseldorf 1960, S. 14, das Depotstimmrecht auszuweiten; dagegen mit einem deutlichen Plädoyer für die Stimmrechtsverantwortung des Kleinaktionärs Bernhard Grossfeld, Zur Stellung des Kleinaktionärs im Wirtschaftssystem, in: Die Aktiengesellschaft 30 (1985), S. 1-7, hier S. 1.

67 Ernst Moritz, Zur Problematik der Volksaktien-Projekte, in: Die Aktiengesellschaft 3 (1957), S. 129-135, hier S. 134.

68 Assmann, Aktiengesetz (wie Anm. 8), Rn. 174.

69 Johannes Brahm, Die Kapitalmarktentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland und ihr Einfluss auf die Finanzierung der Unternehmungen. Diss. Münster 1969, S. 24.

zurückhaltende Ausschüttungspolitik,⁷⁰ während der überwiegende Teil des Kapitalbedarfs auf dem Weg der Fremdfinanzierung durch Kreditinstitute gedeckt wurde. Für die privaten Haushalte stand demgegenüber nicht die Vermögensbildung, die Alterssicherung oder die Sozialvorsorge, sondern – besonders in der unmittelbaren Nachkriegszeit – das Ziel im Vordergrund, Konsumgüter mit langfristigen Nutzen zu erwerben.⁷¹ Hinzu kamen ein risikoaverses Anlegerverhalten und ein geringes Vertrauen in die Wertpapieranlage. Insofern dominierten in der Nachkriegszeit Spareinlagen bei Kreditinstituten als bevorzugte Anlageform der Kleinanleger. Erst die Privatisierung von Staatsunternehmen und die damit verbundene ‚Volksaktienbewegung‘ erschloss ab 1959⁷² breiteren Bevölkerungskreisen zumindest ein Bewusstsein für die Aktie als Anlageinstrument.⁷³ Einen geringeren Zulauf erreichten andere Kapitalanlagemöglichkeiten, darunter auch das Investmentsparen, das als risikoarme Anlageform galt.⁷⁴ Kleinanleger, die als Aktionäre ihre Interessen auf Hauptversammlungen selbstständig vertraten, waren damit im Deutschland der Fünfzigerjahre ein Ausnahmephänomen.

Es ist durchaus denkbar, dass Erich Nold durch seine öffentlichkeitswirksamen Auftritte auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften ab 1957 die Aktie als Anlageform stärker ins Bewusstsein breiter Bevölkerungsschichten gerückt und dadurch der erfolgreichen Emission der so genannten Volksaktien ab 1959 den Weg mitbereitet hat. Möglicherweise hat er durch seine Forderungen auch ein Umdenken in der Ausschüttungspolitik der Aktiengesellschaften bewirkt und damit die Attraktivität der Aktie als Anlageform verbessert. Ein solcher Zusammenhang zwischen Nolds Wirken sowie der etwa zeitgleich einsetzenden Volksaktienbewegung und Verbreitung des Investmentsparens ist jedoch bislang nicht nachgewiesen worden. Die Berichterstattung über Nolds Wirken und seiner Erfolge auf deutschen Hauptversammlungen dürfte aber nicht wenige ‚Volksaktionäre‘ zur aktiven Wahrnehmung ihrer Aktionärsrechte in den ersten Hauptversammlungen der Preussag AG und der Volkswagen AG motiviert haben.⁷⁵ Dieser mögliche Vorbildcharakter seines Wirkens legt nahe, Erich Nold in den Mittelpunkt einer exemplarischen Analyse der Entwicklung des Aktionärsaktivismus in Deutschland zu stellen.

70 Rudolf Richter, Selbstfinanzierung, volkswirtschaftlich betrachtet, in: Die Aktiengesellschaft 3 (1957), S. 148, 151.

71 Brahm, Kapitalmarktentwicklung (wie Anm. 69), S. 45 ff.; Heinrich Schimmöller, Kapitalmarktstrukturen im internationalen Vergleich. Eine Marktanalyse in Verbindung mit einem Ansatz zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Diss. Münster 1974, S. 24 ff.

72 Vgl. zur Teilprivatisierung der Preußischen Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft und die damit verbundene Ausgabe der ersten Volksaktien am 24. März 1959 Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 25. März 1959, S. 1.

73 Exemplarisch Oskar Klug, Volksaktien und Investmentsparen – vom Staat und vom Staatsbürger aus gesehen, in: Die Aktiengesellschaft 5 (1959), S. 66-69, 101-108, 163-167, 193-197, hier S. 103: „Die Aktie beginnt auch für den westdeutschen und westberliner kleinen Sparer den Nimbus, nur ein Anlageobjekt für reiche Leute oder Hasardeure zu sein, zu verlieren“; Moritz, Problematik (wie Anm. 67), S. 129.

74 Assmann, Aktiengesetz (wie Anm. 8), Rn. 174; Klug, Volksaktien (wie Anm. 73), S. 163 f.

75 Zur ersten Hauptversammlung der Preussag AG nach der Teilprivatisierung vgl. ‚Acht Stunden Preußag-Hauptversammlung – Erregte Debatten auf und vor der Redner-Tribüne‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 27. Juni 1959, S. 9; ferner zur ersten Hauptversammlung der Volkswagen AG nach der Privatisierung ‚Heiße Redeschlachten auf der VW-Hauptversammlung‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3. Juli 1961, S. 19.

5. Die Entwicklung des Aktionärsaktivismus in den USA und in Deutschland

Als eines der frühesten Beispiele für den Aktionärsaktivismus in den USA gilt die Reaktion der Aktionäre auf die Entscheidung Henry Fords aus dem Jahr 1916, eine in Aussicht gestellte Sonderausschüttung auszusetzen und stattdessen die dafür vorgesehenen Mittel für eine Preisreduktion des T-Modells zu nutzen. Diese Maßnahme traf bei den Aktionären nicht auf ungeteilte Zustimmung. Insbesondere die Brüder John und Horace Dodge, die etwa zehn Prozent der Anteile an der Ford Motor Company hielten, stellten sich gegen die Pläne des Hauptaktionärs Ford und verklagten das Unternehmen auf Einhaltung der versprochenen Ausschüttung. Im sich anschließenden Gerichtsverfahren erhielten sie Recht und die geforderte Dividende wurde gezahlt.⁷⁶

Eine ungleich höhere öffentliche Wahrnehmung erzielte die moderne Form des Aktionärsaktivismus im engeren Sinn, die in den 1940er-Jahren in den Vereinigten Staaten ihre Ausprägung erfuhr. Der Börsencrash von 1929 und die damit verbundenen Folgen hatten zum Erlass des Securities and Exchange Acts von 1934 geführt, der einige neuartige Teilhaberechte für Aktionäre festschrieb. Eine Reihe aktivistischer Aktionäre nutzte fortan die neu gewonnenen Einflussmöglichkeiten, um auf den Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften ihren Anliegen gegenüber dem Management Gehör zu verschaffen. Dabei handelte es sich vorrangig um Angelegenheiten, die die Offenlegungspflichten, die Sicherung von Aktionärsrechten, die Dividendenausschüttung sowie die Begrenzung von Vorstandsvergütungen betrafen, also um Themen, die bis heute nichts von ihrer Relevanz verloren haben.⁷⁷

Als Berufsaktionär Nummer eins galt lange Zeit Lewis D. Gilbert,⁷⁸ der als ein prägendes Erlebnis den ersten Besuchs einer Hauptversammlung der New York Cons. Gas Co. im Jahr 1932 beschrieb, bei der der Vorstandsvorsitzende lediglich monoton den Jahresbericht verlas und im Anschluss wissentlich die zur Frage erhobene Hand Gilberts übersah.⁷⁹ Seit dieser, für das damalige Verhältnis zwischen Manager und Aktionär nicht unüblichen Erfahrung war Gilbert zusammen mit seinem Bruder und Wilma Soss außerordentlich erfolgreich in seinen Bemühungen um ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen Management und Aktionären.⁸⁰

Die Stellung der Aktionäre wurde in den USA im Jahr 1942 durch die Einführung eines Vorläufers der heutigen SEC-Richtlinie 14a-8 weiter gestärkt, die es Aktionären erlaubte, Anträge einzureichen, die anschließend auf der Aktionärsversammlung zur Abstimmung gebracht werden mussten. In den darauffolgenden drei Jahrzehnten wurde

76 Christian Fieseler / Christian Pieter Hoffmann / Miriam Meckel, Von der ‚Wallstreet Rule‘ zu den ‚Media Rules‘ – Bedeutung, Anliegen und Instrumente aktiver Investoren, in: Miriam Meckel (Hrsg.), Verkauft und nichts verraten. Kommunikation im Zeitalter sich wandelnder Finanzmärkte. Frankfurt am Main 2009, S. 16-38, hier S. 20 f.

77 Anastasia O'Rourke, A New Politics of Engagement. Shareholders Activism for Corporate Social Responsibility, in: Business Strategy and the Environment 12 (2003), S. 227-239, hier S. 230 f.; Fieseler / Hoffmann / Meckel, ‚Wallstreet Rule‘ (wie Anm. 76), S. 25.

78 Eingehend Wiethölter, Interessen (wie Anm. 4), S. 265.

79 Gilbert, Dividends (wie Anm. 35), S. 19 f.

80 Livingston, Stockholder (wie Anm. 27), S. 71 f.

der Aktionärsaktivismus dann aber hauptsächlich von so genannten Gadflies (also ‚Störenfriedern‘ oder ‚Nervtöttern‘) mit nur geringem Aktienbesitz bestimmt, die von ihren Aktionärsrechten exzessiven Gebrauch machten.⁸¹ In den 1960er- und 1970er-Jahren nutzten aktivistische Aktionäre, vorrangig sozial beziehungsweise politisch orientierte Gruppen, die Hauptversammlung als Plattform, um die betreffenden Unternehmen mit Fragen zur Gleichbehandlung, sozialen Gerechtigkeit und zum Umweltschutz zu konfrontieren.⁸² Als prominentes Beispiel hierfür gilt die ‚Campaign GM‘ aus dem Jahr 1970, in der der Verbraucherschutzanwalt Ralph Nader gegen General Motors (GM) vorgegangen war. Er forderte, dass GM vor allem in den Bereichen Produktsicherheit und Umweltverschmutzung gesellschaftliche Bedürfnisse stärker berücksichtigen solle. Um seine Forderungen durchzusetzen und den Druck auf GM zu erhöhen, nutzte Nader die Möglichkeit, entsprechende Anträge in die Hauptversammlung einzubringen.⁸³

Im Gegensatz zum zunehmenden Aktivismus einzelner Aktionäre verharrte die Mehrzahl der institutionellen Investoren über lange Zeit in einer passiven Rolle. Dies änderte sich erst in den 1980er-Jahren, als insbesondere große Pensionsfonds begannen, Einfluss auf das Management ihrer Beteiligungsunternehmen auszuüben. Der Hintergrund dieser Entwicklung war das enorme Anlagevolumen, auf das diese Fonds angewachsen waren und durch das sie kaum noch die Flexibilität besaßen, selektiv nur in als attraktiv betrachtete Aktiengesellschaften zu investieren. Damit verlor die Exit-Option, das Abstoßen von Aktienpaketen als sanfte Form des Aktionärsaktivismus, an Relevanz und die Loyalty-Option, der aktive Einfluss auf das Unternehmen, verblieb als einzige Handlungsalternative bei Unzufriedenheit der Investoren mit der Geschäftsführung in den Investitionsobjekten.⁸⁴

Fonds wie CalPERS (California Public Employees' Retirement System) oder der 1985 gegründete ‚Council of Institutional Investors‘, dessen Mitglieder heute ein Investitionsvolumen von drei Billionen US-Dollar repräsentieren, begannen, sich aktiv für ihre Mitglieder einzusetzen. Neben der Kommunikation mit dem Management veröffentlichten sie zum Beispiel Listen unterdurchschnittlich wirtschaftender Unternehmen, um den Handlungsdruck auf das jeweilige Management zu erhöhen.⁸⁵

Ebenfalls auf die 1980er-Jahre zurückzuführen ist die aggressivste Form des Aktionärsaktivismus mit dem Aufkommen der ‚Corporate Raiders‘. Unter diesem Begriff werden Investoren zusammengefasst, die große Anteile an Unternehmen kaufen, um auf Basis der erworbenen Stimmrechte kurzfristig tiefgreifende Veränderungen an dessen Struktur herbeizuführen und den Shareholder Value nachhaltig zu steigern. Unter den ersten ‚Corporate Raiders‘ fanden sich zahlreiche schillernde Persönlichkeiten wie die heute noch aktiven Carl Icahn und Kirk Kerkorian. Aufgrund des teilweise aggressiven

81 Stuart L. Gillian / Laura T. Starks, The Evolution of Shareholders Activism in the United States, in: Journal of Applied Corporate Finance 19 (2007), S. 55-73, hier S. 55 f.; dies., Survey of Shareholders Activism. Motivation and Empirical Evidence, in: Contemporary Finance Digest 2 (1998), S. 10-34, hier S. 25 f.

82 Ebd., S. 14 f.; Fieseler / Hoffmann / Meckel, ‚Wallstreet Rule‘ (wie Anm. 76), S. 25.

83 O'Rourke, Politics (wie Anm. 77), S. 231.

84 Fieseler / Hoffmann / Meckel, ‚Wallstreet Rule‘ (wie Anm. 76), S. 25 f.

85 Council of Institutional Investors (CII) (www.cii.org/about, abgerufen am 10. Juni 2010); ferner Barber, Monitoring the Monitor. Evaluation CalPERS' Activism (Working Paper, University of California). Davis 2006, Gillian / Starks, Survey (wie Anm. 81), S. 15 ff.

Vorgehens wurden die Aktivitäten der ‚Corporate Raiders‘ oft als ‚feindliche Übernahmen‘ bezeichnet.⁸⁶

In Deutschland trat der Aktionärsaktivismus in ähnlicher Abfolge wie in den USA auf, allerdings mit einiger zeitlicher Verzögerung. Zunächst begannen bereits in den 1920er-Jahren vereinzelte Kleinaktionäre, ihre Rechte auf den Hauptversammlungen intensiver wahrzunehmen; ihr Einfluss blieb jedoch sehr begrenzt.⁸⁷ Gefolgt wurden diese von Initiativen verschiedener Schutzvereinigungen und einzelner institutioneller Anleger. Erst in den späten 1950er-Jahren wurde der Aktionärsaktivismus in Deutschland aufgrund öffentlichkeits- und medienwirksamer Hauptversammlungsauftritte von Kleinaktionären wie Erich Nold und Erich Kübel für die Allgemeinheit sichtbar.⁸⁸ In diversen Hauptversammlungen überschütteten sie den Vorstand mit zahlreichen Detailfragen zur Unternehmenspolitik, zu Jahresabschlüssen, Vorstandsvergütungen und anderem mehr. Sie versuchten auf diese Weise, die ihrer Meinung nach vorherrschende Willkür des Managements einzudämmen und eine Präferenz für höhere Ausschüttungsquoten gegenüber einer Gewinnthesaurierung zu bekunden.⁸⁹ Diese vereinzelt auftretenden, aktivistischen Kleinaktionäre repräsentierten jedoch mitnichten die Mehrheit des sich im zersplitterten Streubesitz befindenden Aktienkapitals der Gesellschaften. Nur ein geringer Prozentsatz der Kleinaktionäre erschien überhaupt auf den Hauptversammlungen, wo sie dann mit großer Mehrheit den von der Verwaltung ausgearbeiteten Vorschlägen zustimmten. Hinzu kam, wie es beispielsweise von Helge Pross attestiert wurde, dass die meisten Kleinaktionäre gar nicht ausreichend über ihre Aktionärsrechte informiert waren beziehungsweise kein Interesse an einer aktiven Mitbestimmung hegten.⁹⁰

Institutionelle Anleger als aktive Investoren deutscher Unternehmen wurden erst mit dem Ende der so genannten Deutschland AG, die das lange Zeit vorherrschende System wechselseitiger Kapital- und Konzernverflechtungen börsennotierter Gesellschaften unter Einschluss ihrer Kreditgeber bei gleichzeitig entsprechend geringem Streubesitz bezeichnet, stärker in Aufsichtsaufgaben gedrängt. Durch die Auflösung der verflochtenen Strukturen entstand ein Kontrollvakuum, das nicht nur durch Hedgefonds, sondern auch durch andere international orientierte Investoren mit zum Teil aktiverem Selbstverständnis gefüllt wurde.⁹¹ Unter den aktiven Aktionären fand sich eine große Bandbreite von Investorentypen, die unterschiedliche Anliegen verfolgten. Gemeinsam ist diesen Aktionären

86 Fieseler / Hoffmann / Meckel, ‚Wallstreet Rule‘ (wie Anm. 76), S. 26 f.

87 Tim Schanetzky, Wider den diskreten Charme des ‚rheinischen Kapitalismus‘. Anfänge der Berufsoption in den westdeutschen Hauptversammlungen, in: *Akkumulation. Informationen des Arbeitskreises für kritische Unternehmens- und Industriegeschichte* 26 (2008), S. 1-8, hier S. 2.

88 Ebd.

89 ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: *Der Spiegel* vom 5. März 1958, S. 28 ff., Schanetzky, Charme (wie Anm. 87), S. 2.

90 Helge Pross, *Manager und Aktionäre in Deutschland. Untersuchungen zum Verhältnis von Eigentum und Verfügungsmacht* (Frankfurter Beiträge zur Soziologie 15). Frankfurt am Main 1965, S. 121 ff.

91 Cornelius Götze, *Rechtliche Grenzen des Shareholder Activism*, in: *Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), Die Hauptversammlung vor neuen Herausforderungen. Dokumentation des Seminars vom 25. September 2008 (Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 419)*. Frankfurt am Main 2008, S. 119-140, hier S. 122.

jedoch, dass sie Druck auf die Aktiengesellschaften und deren Management ausüben und deren Verhalten, Performance und strategische Entscheidungen kritisch hinterfragen.⁹²

Ein Randtypus des aktivistischen Aktionärs darf freilich nicht unerwähnt bleiben. Der so genannte räuberische Aktionär nutzt die Rechtsschutzmöglichkeiten, die ihm das Aktienrecht unabhängig von der Höhe seiner Beteiligung einräumt, um die Gesellschaft mit den Verzögerungen, die ein Rechtsstreit für notwendige unternehmerische Maßnahmen mit sich bringen kann, zu erpressen und eine Vermögensleistung der Gesellschaft an ihn persönlich für den Verzicht oder die Rücknahme eines Rechtsmittels zu erwirken.⁹³ Auf diese Aktionärsgruppe wird noch kurz zurückzukommen sein.

III. Erich Nold und seine Kritik an der Verwaltung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften

1. Nolds Werdegang

Erich Nold wurde 1928 als Sohn des Darmstädter Kohlenhändlers Johann August Nold und dessen Frau Sophie geboren.⁹⁴ Seinen späteren Reichtum sowie sein Aktienportfolio mit Anteilen an verschiedenen deutschen Gesellschaften verdankte Nold seinem Vater. Dieser vertrat bereits während des Zweiten Weltkriegs die Ansicht, „nach fünfzehn Jahren ist die Wirtschaft wieder aufgebaut und auch deutsche Industrieaktien – jetzt kaum einen Pfifferling wert – stehen dann wieder hoch im Kurse.“⁹⁵ Zu seiner Tätigkeit als ‚Berufsopponent‘ kam Nold durch einen nach seiner Auffassung besonders extremen Fall von Anlegerfalschberatung. Um zu verhindern, dass die Erben des Nold’schen Vermögens ihre Aktien zu früh verkaufen könnten, hatte Johann Nold veranlasst, dass diese bis Mitte der 1950er-Jahre gesperrt bleiben sollten. Berater der Dresdner Bank argumentierten allerdings in unmittelbarer Zeit nach dem Krieg, also noch zu Reichsmarkzeiten, dass eine solche Einstellung auf lange Sicht zu unelastisch sei. Johann Nold gab diesem Einwand schließlich nach und verwarf die zuvor vertretene Position. Die Aktien wurden in Reichsmark-Schuldverschreibungen getauscht, die kurze Zeit später fast wertlos waren, womit die Familie Nold einen großen Teil ihres Vermögens verlor. Erich Nold verklagte daraufhin die Dresdner Bank auf Schadensersatz. Seiner Ansicht nach hatte die Bank das langjährige Vertrauensverhältnis sowie die Gutgläubigkeit seiner Mutter ausgenutzt und dadurch das Familienvermögen, im heutigen Kurswert, um mehrere Millionen Euro vermindert.⁹⁶ Dies war quasi die Geburtsstunde des Opponenten Erich Nold. Noch bis zu seinem Tod an Weihnachten 1995 war Nold als Verfechter der Rechte der Kleinak-

92 Fieseler / Hoffmann / Meckel, ‚Wallstreet Rule‘ (wie Anm. 76), S. 16 ff.

93 Baums, Neuregelung (wie Anm. 11), S. F 144 ff.

94 ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 28.

95 ‚Erich Nold‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 7. September 1968, S. 17.

96 ‚Erich Nold prozessiert gegen die Dresdner Bank: Mutter war zu gutgläubig‘, in: Darmstädter Echo vom 24. Dezember 1971; ‚Die erstaunlichen Aktionen der Dresdner Bank‘, in: Frankfurter Rundschau vom 14. Dezember 1971; ‚Erich Nold‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 7. September 1968, S. 17.

tionäre und Schrecken der Vorstände und Aufsichtsräte auf vielen Hauptversammlungen vertreten.⁹⁷

Für Nold, Familienvater von drei Kindern, stand der Kampf um die Rechte der Kleinaktionäre stets im Mittelpunkt seines Lebens. Dies bekam insbesondere sein Sohn Henry Nold zu spüren. Mehrfach ließ Erich Nold seinen Sohn wissen, wie enttäuscht er sei, dass dieser sein Erbe nicht fortführe.⁹⁸ Nolds fast schon missionarisch anmutende Lebenseinstellung wurde nach außen durch viele Aktivitäten sichtbar. Im Herbst 1959 plante er beispielsweise, einen Flugschein zu machen, um im eigenen Flugzeug Hauptversammlungen besuchen zu können. Ausschlaggebend hierfür war sein 20-minütig verspätetes Erscheinen bei der Hauptversammlung der Kochs Adlernähmaschinen Werke AG in Bielefeld, bei der Nold gegen die Nichtausschüttung einer Dividende Einspruch einlegen wollte. Die Hauptversammlung hatte allerdings nur insgesamt zwölf Minuten gedauert, sodass Nold die Möglichkeit, seinen Unmut vorzutragen, verpasst hatte.⁹⁹

Des Weiteren focht Nold vor Gericht über viele Jahre hinweg um seine Zulassung als Börsenmakler an der Frankfurter Wertpapierbörse. Auslöser hierfür war die geplante Fusion von Thyssen und Rheinstahl. Nold unterstellte dem Management der Rheinstahl AG, gezielt Bilanzen manipuliert und die Aktionäre bewusst betrogen zu haben in der Absicht, den Börsenkurs niedrig zu halten und die Kosten der Übernahme zu verringern.¹⁰⁰ Um derartige Kursmanipulationen in Zukunft unmittelbar erkennen zu können, wollte Nold Zugang zur Börse erlangen. Laut Börsensatzung musste jeder Anwärter jedoch für eine diesbezügliche Zulassung drei bereits an der Börse zugelassene Bürgen finden, die für ihn eintraten. Gegen dieses Hindernis legte Nold Klage ein, da es für ihn unmöglich war, die Bürgen zu gewinnen. Zwar hätten ihm viele Börsenmitglieder, wie Nold erläuterte, ihre Sympathie ausgesprochen, jedoch eine Unterstützung abgelehnt, weil die Banken jeden Makler boykottieren würden, der die Zulassung Nolds an der Börse fördere.¹⁰¹ Anfangs

97 ‚Kritische Aktionäre machen sich für alternative Werte stark‘, in: Darmstädter Echo vom 2. Juli 1999, ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 28 ff.

98 ‚Das gute Gewissen der Erbgeneration: Wie der Multimillionär Henry Nold ökologische und soziale Themen auf deutsche Hauptversammlungen trägt‘, in: Darmstädter Echo vom 2. Juni 1999.

99 ‚Erich Nold‘, in: Der Spiegel vom 21. Oktober 1959, S. 94.

100 ‚Nold gibt bei Rheinstahl nicht auf‘, in: Börsen-Zeitung vom 21. Juli 1972; ‚Nold-Attacke. Nicht an der empfindlichsten Stelle‘, in: Frankfurter Rundschau vom 8. August 1973; ‚Nold trommelt gegen Elefantenhochzeit – Der streitbare Aktionär sucht Verbündete, um die Fusion von Thyssen/Rheinstahl zu verhindern‘, in: Frankfurter Neue Presse vom 8. August 1973; ‚Motivforschung‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. August 1973.

101 ‚Erich Nold will Börsenmakler werden‘, in: Frankfurter Neue Presse vom 15. April 1968; ‚Nold: Ich bin ein rotes Tuch – Gerichtlicher Vergleichsvorschlag im Streit um die Zulassung zur Börse‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 30. September 1969; ‚Ist die Börsen-Satzung verfassungswidrig? Kein Vergleich der Börse mit Erich Nold‘, in: Frankfurter Rundschau vom 4. Oktober 1969; ‚Nold kam durch die Hintertür‘, in: Börsen-Zeitung vom 24. Dezember 1969; ‚Nold auf Umwegen an die Börse‘, in: Süddeutsche Zeitung vom 27. Dezember 1969; ‚Börsenzulassung. Nolds go-in‘, in: Handelsblatt vom 29. Dezember 1969; ‚Nold verhandelt mit einer Maklerfirma. ‚Ich will auf ehrliche Weise an der Börse mein Geld verdienen‘‘, in: Handelsblatt vom 8. Januar 1970; ‚Börse. Präzedenzfall Nold‘, in: Industriekurier vom 8. Januar 1970; ‚Nold möchte über Maklerfirma in den Börsenhandel‘, in: Süddeutsche Zeitung vom 9. Januar 1970; ‚Frankfurter Börse ‚befreit Berufsopponent‘. Nold darf nicht mehr in die Frankfurter Börse‘, in: Börsen-Zeitung vom 6. Oktober 1970; ‚Nold vom Gericht zum Börsenhandel zugelassen‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28. Januar 1971; ‚Nold ist

erlangte Nold in diesem Konflikt einige Erfolge. So erwirkte er eine vorübergehende Zulassung und konnte somit den Börsensaal zu Informationszwecken ein Jahr lang betreten. Dort durfte er zwar keine Handelsgeschäfte selbständig abschließen, aber es wurde ihm ermöglicht, die nötige Expertise für eine Maklertätigkeit zu erlangen.¹⁰² Dieser erste Erfolg wurde jedoch durch andauernde Verhandlungen und wiederholte Zurückverweisung auf vorgelagerte Gerichtsinstanzen schnell wieder zunichte gemacht. Im Jahr 1990 zog Nold seine Klage schließlich endgültig zurück.¹⁰³

2. Erich Nolds Kritik an der Praxis der Organisationsverfassung und der Unternehmensleitung börsennotierter Aktiengesellschaften

Nolds Kampf für die Rechte der Kleinaktionäre und gegen die wahrgenommene Willkür der Leitungsorgane richtete sich vor allem auf drei zentrale Kritikpunkte, auf die im Folgenden näher eingegangen werden soll: die vielfältige Verflechtung der Aufsichtsratsmandate, das Depotstimmrecht der Banken und die verschleiende Wirkung der Handelsbilanz.¹⁰⁴

Bis zur Aktienrechtsreform durch das Deutsche Allgemeine Handelsgesetzbuch (ADHGB) von 1861 wurden die Interessen der Aktionäre außerhalb der Generalversammlung unmittelbar durch einen Verwaltungsrat wahrgenommen, der die Gesellschaft nach außen vertrat und – anders als der Aufsichtsrat heutiger Prägung – eigene Leitungsfunktionen in der Gesellschaft wahrnahm.¹⁰⁵ Erst die zweite Aktienrechtsnovelle von 1884 führte zu einer präziser gefassten Aufgabenverteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat und wies der Generalversammlung das durch Satzungsgestaltung nicht mehr abdingbare Recht zu, die Mitglieder des Aufsichtsrats durch Wahl zu bestimmen.¹⁰⁶ Zu der vom Gesetzgeber erhofften Aufgabentrennung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat und der Zurückdrängung des Gründereinflusses im Aufsichtsrat kam es in der Praxis jedoch nicht, weil dem Aufsichtsrat weiterhin durch die Satzung Verwaltungsbefugnisse übertragen

Freimakler – in der ersten Instanz“, in: Süddeutsche Zeitung vom 29. Januar 1971; „Nold siegt in der ersten Runde. Zulassung als freier Makler durch Verwaltungsgerichtsbeschuß“, in: Börsen-Zeitung vom 30. Januar 1971; „Ein bisschen unfassbar – Kleinaktionär Nold gewann Prozess gegen Wertpapierbörse“, in: Frankfurter Rundschau vom 29. Januar 1971; „Weder notwendig noch erforderlich, den Kreis der Bewerber zu beschränken“. Urteilsbegründung im Rechtsstreit Erich Nold gegen den Vorstand der Frankfurter Wertpapierbörse“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12. Februar 1971; „Nold kommt gegen Börse voran“, in: Frankfurter Neue Presse vom 19. Oktober 1972; „Nold siegt gegen Frankfurter Börse“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19. Oktober 1972; „Ein Fuß in der Börsen-Tür“, in: Mannheimer Morgen vom 21. Oktober 1972.

102 „Erich Nold: Jetzt auch Börsenschreck“, in: Weltwoche vom 16. Januar 1979.

103 „Streitbarer Aktionär zog Klage zurück“, in: Frankfurter Neue Presse vom 25. April 1990.

104 „Der Mann mit dem Koffer“, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 30 ff.

105 Assmann, Aktiengesetz (wie Anm. 8), Rn. 43.

106 Art. 224 iVm 191 Abs. 1 ADHGB 1884; Jan Lieder, Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit. Leitlinien der geschichtlichen Entwicklung sowie der Fortentwicklung des deutschen Aufsichtsratsystems (Jenaer Studien zum deutschen, europäischen und internationalen Wirtschaftsrecht 9). Jena 2006, S. 133.

werden konnten.¹⁰⁷ Von dieser im Gesetzgebungsverfahren intensiv diskutierten und deshalb vom Gesetzgeber ganz bewusst eingeräumten Möglichkeit¹⁰⁸ hatte die Mehrheit der deutschen Aktiengesellschaften Gebrauch gemacht.¹⁰⁹ Auf diese Weise übernahm der Aufsichtsrat weiterhin Aufgaben, die eigentlich der Geschäftsleitung des Unternehmens zugeordnet waren.¹¹⁰ Schließlich konzentrierten sich die Aufsichtsratsmandate auf einen kleinen Personenkreis. Rudolf Wiethölter nennt für das Jahr 1901 70 Personen, die Aufsichtsratsitze in 1.184 Gesellschaften eingenommen hatten.¹¹¹ Und noch 1931 übte der Geschäftsführer der im selben Jahr im Zentrum der Deutschen Bankenkrise stehenden Darmstädter- und Nationalbank (Danat-Bank), Jakob Goldschmidt, 125 Aufsichtsratsmandate aus.¹¹² Eine unter dem Eindruck mehrerer Bilanzskandale und der Bankenkrise von 1931 erlassene Notverordnung vom 19. September 1931¹¹³ begrenzte die Anzahl der Aufsichtsratsmandate, wirkte der personellen Konzentration und Interessenverflechtung mit der großzügigen Beschränkung auf 20 Mandate aber nicht entschlossen entgegen.¹¹⁴

Bereits zu Anfang des 20. Jahrhunderts war intensiv über eine Reform des Aktienrechts nachgedacht worden, in deren Mittelpunkt der Aufsichtsrat stehen sollte.¹¹⁵ Der 28. Deutsche Juristentag hatte 1906 eine Reform des Aufsichtsratsrechts diskutiert, im Ergebnis

- 107 Julius Flechtheim / Martin Wolff / Maximilian Schmulewitz, Die Satzungen der deutschen Aktiengesellschaften. Mannheim 1929, S. 263 ff.
- 108 Zum Gesetzgebungsverfahren Lieder, Aufsichtsrat (wie Anm. 106), S. 174 f.
- 109 Flechtheim / Wolff / Schmulewitz, Satzungen (wie Anm. 107), S. 263 ff.; Friedrich Klausing, Reform des Aktienrechts. Unter besonderer Berücksichtigung der Teilreform des Jahres 1931. Berlin / Wien 1933, S. 245 ff.; Wilhelm Ludewig, Hauptprobleme der Reform des Aktienrechts (Arbeiten zum Handels-, Gewerbe- und Landwirtschaftsrecht 51). Marburg 1929, S. 64; Marcus Lutter, Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit – von seinen Anfängen bis heute, in: Bayer / Habersack, Aktienrecht (wie Anm. 1), Bd. 2, S. 389-429, hier S. 396; Passow, Aktiengesellschaft (wie Anm. 13), S. 434 ff.
- 110 Paul Fischer, Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft. Ein Beitrag zur Reform des Gesellschaftsrechts (Schriften der Akademie für Deutsches Recht). München / Leipzig 1936, S. 93: „Der Aufsichtsrat war bisher weniger ein Kontrollorgan, als welches ihn der Gesetzgeber vorsah, sondern in der Praxis mehr ein Verwaltungsorgan“; Hugo Horowitz, Der aktienrechtliche Verwaltungsrat, in: Festschrift Herrn Rechtsanwalt und Notar Justizrat Dr. jur. h.c. Albert Pinner zu seinem 75. Geburtstag. Berlin 1932, S. 444, 450.
- 111 Wiethölter, Interessen (wie Anm. 4), S. 288.
- 112 Sylvia Engelke / Reni Maltshew, Weltwirtschaftskrise, Aktienskandale und Reaktionen des Gesetzgebers durch Notverordnungen im Jahre 1931, in: Bayer / Habersack, Aktienrecht (wie Anm. 1), Bd. 1, S. 570-618, hier S. 592.
- 113 Verordnung des Reichspräsidenten über Aktienrecht, Bankenaufsicht und über eine Steueramnestie vom 19. September 1931, in: RGBI. I 1931, S. 493; ferner instruktiv zur Entstehungsgeschichte dieser Verordnung Johannes Bähr, Unternehmens- und Kapitalmarktrecht im ‚Dritten Reich‘, in: ders. / Ralf Banken (Hrsg.), Wirtschaftssteuerung durch Recht im Nationalsozialismus (Studien zur europäischen Rechtsgeschichte 199; Das Europa der Diktatur 9). Frankfurt am Main 2006, S. 35-70, hier S. 39.
- 114 Art. VIII Abs. 4: „Zum Aufsichtsrat kann nicht gewählt werden, wer bereits in zwanzig Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien Mitglied des Aufsichtsrats ist.“ Vgl. Lieder, Aufsichtsrat (wie Anm. 106), S. 308: „...allein die Anzahl simultan ausgeübter Aufsichtsratsmandate ist kein allseits zielsicherer Indikator für die Leistungsfähigkeit der Aufsichtsratsmitglieder.“
- 115 Jacob Riesser, Zur Aufsichtsratsfrage, in: Festschrift zum sechzigsten Geburtstage von Robert Koch. Jena 1903, S. 293-326, hier S. 293 ff.; Fritz Stier-Somlo, Die Reform des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 53 (1903), S. 20 ff.

aber nicht für dringlich befunden.¹¹⁶ Ebenso wenig erkannte eine vom 34. Deutschen Juristentag 1926 eingesetzte Kommission eine grundsätzliche Reformbedürftigkeit des Aktienrechts.¹¹⁷ Das AktG 1937 regelte, ursprünglich von der Idee getragen, eine diffuse Vorstellung des Führerprinzips auch im Aktienrecht zu verankern,¹¹⁸ zumindest eine striktere Aufgabentrennung von Vorstand und Aufsichtsrat, indem es in § 95 Abs. 5 Satz 1 AktG 1937 die Übertragung von Geschäftsführungsaufgaben auf den Aufsichtsrat durch die Satzung ausdrücklich ausschloss,¹¹⁹ änderte aber nichts am bestimmenden Einfluss der Großaktionäre auf die Besetzung des Aufsichtsrats.¹²⁰ In der Gesellschaftsrechtspraxis waren die Aufgaben von Vorstand und Aufsichtsrat freilich trotz der vom Gesetzgeber im AktG 1937 beabsichtigten „klaren Trennlinie zwischen den Befugnissen des Aufsichtsrats und denen des Vorstands“¹²¹ nicht strikt zu trennen.¹²² Zum einen konnte sich der Aufsichtsrat durch weiterhin zulässige Zustimmungsvorbehalte den unmittelbaren Einfluss auf die Geschäftsführung zumindest negativ erhalten.¹²³ Zum anderen ist gerade durch das AktG 1937 dem Aufsichtsrat die Zuständigkeit für die Bestellung und Abberufung des Vorstands ausschließlich zugewiesen worden, was seinen strategischen Einfluss auf die Unternehmensführung faktisch bestätigte. Wiethölter führt als weiteren Grund für eine fortbestehende Interessenverflechtung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat an, dass bei der Besetzung des Aufsichtsrats zumindest in Publikumsgesellschaften mit einer breiten Aktionärsstreuung die Macht des Vorstandes dominiere. Die Stellenbesetzung und damit auch die Zusammensetzung des Aufsichtsrates liege „in der Hand der Verwaltung selbst und nahestehender Gruppen“.¹²⁴

116 Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Achtungszwanzigsten Deutschen Juristentages, Bd. 1. Berlin 1905, S. 20 ff.

117 Assmann, Aktiengesetz (wie Anm. 8), Rn. 142.

118 Bähr, Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, S. 47, 51, mit einer eindrücklichen Darstellung der unterschiedlichen Deutungen des ‚Führerprinzips‘ in der gesellschaftsrechtlichen Diskussion der NS-Zeit.

119 Lutter, Aufsichtsrat (wie Anm. 109), S. 389, 407.

120 Lieder, Aufsichtsrat (wie Anm. 106), S. 407 f.

121 Amtl. Begr. AktG 1937, S. 174; ferner zur Entstehungsgeschichte Lieder, Aufsichtsrat (wie Anm. 106), S. 354 ff.

122 Vgl. zur Gesellschaftsrechtspraxis nach dem AktG 1965 C. Wolfgang Vogel, Aktienrecht und Aktienwirklichkeit, Organisation und Aufgabenteilung von Vorstand und Aufsichtsrat. Eine empirische Untersuchung des deutschen Aktiengesetzes (Schriften der Vereinigung für Rechtssoziologie 3). Baden-Baden 1980, S. 272.

123 Tobias Brouwer, Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats im Aktien- und GmbH-Recht. Zur Funktion und Wirkweise von Aufsichtsratsvorbehalten im Einheitsunternehmen und im Konzern (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Abt. B: Rechtswissenschaft 178). Berlin 2008, S. 47: „Zustimmungsrecht als Akt der (Mit-)Geschäftsführung“; Patrick C. Leyens, Information des Aufsichtsrats. Ökonomisch-funktionale Analyse und Rechtsvergleich zum englischen Board. Tübingen 2006, S. 136: „ex ante steuernde Mitgestaltung“; Hans-Joachim Mertens (Bearb.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2: §§ 76-117 AktG und Mitbestimmung im Aufsichtsrat. Köln 21996, § 111 Anm. 25 f.: „Keine Oberleitung der Geschäftsführung, aber unternehmerische Mitbeteiligung“.

124 Wiethölter, Interessen (wie Anm. 4), S. 294, mit einer Zusammenfassung einer empirischen Untersuchung von Heinz-Jürgen Werth, Vorstand und Aufsichtsrat in der Aktiengesellschaft. Düsseldorf 1960, S. 39-104.

An dieser Machtkonzentration setzte die Kritik von Erich Nold an. Er wandte sich gegen eine Praxis, nach der insbesondere die Vertrauenspersonen der miteinander verflochtenen Großaktionäre und solcher Banken in den Aufsichtsrat gewählt würden, die viele Depotstimmrechte ausüben konnten, woraus sich eine regelrechte Hierarchie von Multi-Aufsichtsräten gebildet hatte, die „*Aufsichtsratsposten (und Tantiemen von 20.000 bis 30.000 Mark) wie Briefmarken sammel[te]n*“¹²⁵. Zu den meistbeschäftigten Aufsichtsräten zählte zu dieser Zeit Hermann Josef Abs, der die Deutsche Bank in 23 Gesellschaften vertrat.¹²⁶ Danach folgten der Bankier und Unternehmer Wilhelm Werhahn, der Bankier Eduard von Schwartzkoppen, Robert Pferdenges (jeweils 22 Mandate), der Industrielle Herbert Quandt und das Vorstandsmitglied der Deutschen Bank Robert Frowein (jeweils 20 Mandate).¹²⁷ Abgesehen von diesen Einzelpersonen nahmen die Banken eine herausragende Stellung bei der Aufsichtsratsbesetzung ein. Dies unterstreichen Zahlen aus dem Jahr 1970. Der zehnköpfige Vorstand der Deutschen Bank hatte demzufolge allein bei Eisen-, Textil-, Chemie-, Elektro-, Kaufhaus- und Bauunternehmen insgesamt 109 Mandate inne, während die Vorstände der Dresdner Bank in 94 und die der Commerzbank in 75 Aufsichtsräten vertreten waren.¹²⁸

Auch andere Studien haben belegt, dass die Besetzung von Aufsichtsmandaten, Geschäftsführerposten sowie weiteren leitenden Stellen der deutschen Wirtschaft von einem vergleichsweise kleinen Kreis von Personen, den so genannten Big Linkern, dominiert wurde. So war die Besetzung dieser Mandate und Posten in hohem Maße von der sozialen Herkunft der jeweiligen Personen sowie den bereits bestehenden Verbindungen in hohe Positionen des deutschen Wirtschaftslebens abhängig.¹²⁹ Jüngere Untersuchungen belegen, dass Aufsichtsratsverflechtungen weiterhin existent sind. Bei einem überwiegenden Teil der Aufsichtsratsmitglieder handelt es sich um Vorstandsmitglieder eines anderen Unternehmens, hauptsächlich von Banken und Versicherungen. Auch ehemalige Vorstandsmitglieder nehmen häufig Aufsichtsratsmandate wahr. Insgesamt waren 2003 36 Prozent der Gruppe ‚Vorstand und Altvorstand eines Nichtfinanz-Unternehmens‘ sowie 22 Prozent der Gruppe ‚Vorstand und Altvorstand eines Finanzunternehmens‘ zuzuordnen. Vertreter von Finanzinstituten sind in etwa 65 Prozent der Unternehmen aktiv und bei etwa fünf Prozent der Mitglieder handelt es sich um ehemalige Vorstandsmitglieder des eigenen Unternehmens.¹³⁰ Nolds Einsatz für grundlegend andere Aufsichtsratsstrukturen war offensichtlich nur mäßiger Erfolg beschieden.

125 ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 30.

126 Ebd., S. 28, 31.

127 Ebd., S. 31.

128 ‚Was hier als Spielchen abläuft. SPIEGEL-Report über Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften‘, in: Der Spiegel vom 23. September 1974, S. 82 ff.; Günter H. Roth / Ulrike Wörle, Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats – Recht und Wirklichkeit, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 33 (2004), S. 565-630, hier S. 598 f.; ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958.

129 Michael Hartmann, Soziale Homogenität und generationelle Muster der deutschen Wirtschaftselite seit 1945, in: Berghahn / Unger / Ziegler (Hrsg.), Die deutsche Wirtschaftselite im 20. Jahrhundert. Kontinuität und Mentalität (2003), S. 31-50, hier S. 31 ff.; Paul Windolf, The German-Jewish Economic Elite (1900-1930), Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 56 (2011), S. 135-162, hier S. 136 f.

130 Roth / Wörle, Unabhängigkeit (wie Anm. 128), S. 565, 584 f.

Ein zweiter Aspekt, den Nold bei vielen Hauptversammlungen bemängelte, war die beschränkte Aussagekraft der Handelsbilanz und die fehlende Publizität der Steuerbilanz. Die Kritik von Nold bezog sich unter anderem auf die durch den Gesetzgeber eröffnete Möglichkeit, in der Handelsbilanz sämtliche Rückstellungen, Forderungen, Gewinne und Verluste, Abschreibungen, Steuerzahlungen etc. in stark gekürzten Sammelposten auszuweisen.¹³¹ Auch die nach dem Aktiengesetz ausdrücklich zur Erläuterung gedachten Geschäftsberichte schlüsselten diese Sammelposten meist nicht auf. Aus diesem Grund forderte Nold regelmäßig die Veröffentlichung der Steuerbilanz oder, wie auf einer Hauptversammlung der Volkswagen AG, einen Jahresabschluss nach dem Vorbild der Adam Opel AG, die als deutsche Tochter des amerikanischen General Motors-Konzerns zwischen der Steuerbilanz für das Finanzamt und der Handelsbilanz für die Aktionäre keinen Unterschied machte.¹³² Nold untermauerte seine Kritik am deutschen Bilanzrecht mit einer Entscheidung der New York Stock Exchange, die die Einführung deutscher Aktien mit der Begründung abgelehnt hatte, dass die deutschen Bilanzierungsmethoden völlig unzureichend seien und der US-amerikanische Anleger vor der Anlage in deutsche Aktien geschützt werden müsse.¹³³

Als dritten und letzten zentralen Kritikpunkt an der Entscheidungsfindung in deutschen Publikumsgesellschaften führte Nold immer wieder den aus dem Depotstimmrecht folgenden Stimmrechtseinfluss der Banken an,¹³⁴ der vor allem daher rührte, dass Kleinaktionäre ihr Stimmrecht in der Regel nicht selbst ausüben, sondern ihre Depotbank zur Stimmrechtsausübung ermächtigen.¹³⁵ Das Kernproblem des Depotstimmrechts besteht darin, dass die verschiedenen Anspruchsgruppen eines Unternehmens häufig unterschiedliche Ziele verfolgen und auch die Depotbanken in diesem Spannungsfeld stehen.¹³⁶ Diese sind bei der Ausübung der Depotstimmrechte deshalb weder neutral noch automatisch auf der Seite der Kleinaktionäre, sondern verfolgen eigene Interessen. Letztere können mit den Interessen der Verwaltung einhergehen, zum Beispiel weil sie als Gläubiger der Gesellschaft ebenso wie die Verwaltung an einer starken Eigenkapitalbasis und deshalb an einer zurückhaltenden Ausschüttungspolitik interessiert sind.¹³⁷ Die typischerweise hohe Übereinstimmung zwischen den Vorschlägen der Verwaltung und der Ausübung der Depotstimmrechte kann auch auf Absprachen zwischen den Depotbanken und der Verwaltung hindeuten oder darauf zurückgeführt werden, dass die Depotbanken auf die Beschlussvorschläge der Verwaltung unkritisch vertrauen.¹³⁸

131 ‚Bilanzen: Der schweigsame Aufsichtsrat‘, in: Der Spiegel vom 14. August 1957, S. 30; ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 32.

132 ‚Nolds VW-Wunsch‘, in: Frankfurter Neue Presse vom 17. Mai 1962.

133 ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 32.

134 Eberhard Seidel, Das Depotstimmrecht der Banken (VWB-Schriftenreihe 1). Köln / Opladen 1961, S. 7.

135 Ebd.

136 Vgl. dazu exemplarisch Ahrends, Geschichte (wie Anm. 16), S. 83 ff.; Mestmäcker, Verwaltung (wie Anm. 25), S. 243; Boettcher, Unternehmensverfassung (wie Anm. 22), S. 170 f.; Bundesministerium der Justiz (Hrsg.), Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission. Köln 1980, S. 346 f.

137 Boettcher, Unternehmensverfassung (wie Anm. 22), S. 171.

138 Andreas Busse, Depotstimmrecht der Banken. Wiesbaden 1962, S. 72 ff.; ‚Was hier als Spielchen abläuft. SPIEGEL-Report über Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften‘, in: Der Spiegel

Die von Nold vorgebrachte Kritik setzt beim Interessenkonflikt an. Die Banken würden, so Nold, dem Management helfen, mittels der Depotstimmrechte passende Hauptversammlungsbeschlüsse durchzusetzen. Zudem säßen die Bankenvertreter häufig in den Aufsichtsräten und würden ein inniges Geschäftsverhältnis mit dem entsprechenden Unternehmen pflegen. Überdies besäßen die Banken häufig selbst größere Aktienpakete und sie seien nicht selten an bestimmten Hauptversammlungsbeschlüssen über die Geschäftspolitik mehr interessiert als an Dividenden. „*Da bestehen doch eindeutig Interessenskollisionen*“, ärgerte sich Nold und nannte als Beispiel die Hauptversammlung der BASF AG, auf der mit Hilfe der Depotstimmen der Banken eine Kapitalerhöhung in Höhe von 102 Mio. DM beschlossen wurde. An dieser verdiente die Deutsche Bank 4,69 Mio. DM Provision, als sie die Emission der neuen Aktien übernommen hatte.¹³⁹

IV. Nolds Handeln am Beispiel ausgewählter Hauptversammlungen

1. Hauptversammlung der BASF AG im Mai 1957

Im Vorfeld der Hauptversammlung der Badischen Anilin- und Soda-Fabrik AG (BASF) am 21. Mai 1957 meldete Nold Einspruch gegen die geplante Kapitalerhöhung von 510 auf 612 Mio. DM an. Es sei in diesem Zusammenhang angemerkt, dass die Dividendenkontinuität in den Fünfzigerjahren gelebte Ausschüttungspolitik war und höhere Kurse eine niedrigere Dividendenrendite bedeuteten hätten. Nolds Kritik richtete sich insbesondere gegen den Über-pari-Bezugskurs der neuen Aktien in Höhe von 115 Prozent. Er warf dem Management vor, die Aktionäre bewusst der Gefahr eines Kursrückgangs auszusetzen, da die günstigeren Bezugsrechte bei anderen Unternehmen zu Verkäufen von BASF-Aktien führen und dadurch einen Kursrückgang herbeiführen könnten. Der Vorstandsvorsitzende Carl Wurster entgegnete den Vorwürfen Nolds, dass bei der Höhe des Bezugskurses die Interessen der Aktionäre aufeinander abgestimmt werden müssten; dabei müsse einerseits der innere Wert des Unternehmens berücksichtigt, andererseits aber auch an die Sicherung der Aktienkapitalrendite gedacht werden, was bei einem Ausgabekurs der neuen Aktien zu 100 Prozent nicht ausnahmslos gewährleistet sei. Die Frage, ob die Ausgabe einer Anleihe in diesem Falle nicht sinnvoller gewesen wäre, wiegelte der Aufsichtsratsvorsitzende Hermann Josef Abs mit dem Hinweis auf eine notwendige Stärkung des Eigenkapitals ab.¹⁴⁰

Weiterhin kritisierte Nold, der Aktien der BASF im Nennwert von 20.000 DM besaß, die geringe Dividende von zehn Prozent sowie die seiner Ansicht nach falsche Darstellung der Ertragslage im Jahresabschluss. Der veröffentlichte Jahresüberschuss in Höhe von 51 Mio. DM erschien Nold im Verhältnis zu den erzielten Umsatzerlösen von 1,5 Mrd. DM zu niedrig, gerade auch vor dem Hintergrund ausgewiesener Steuerzahlungen in Höhe von 44 Mio. DM. Des Weiteren kam es Nold seltsam vor, dass die BASF-Tochtergesellschaft

vom 23. September 1974, S. 90; Roth / Wörle, Unabhängigkeit (wie Anm. 128), S. 565, 598 f.

139 ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 33.

140 ‚Die Badische Anilin betont den Investitionszwang‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22. Mai 1957, S. 14; ‚Stürmische HV der BASF: Abschluss 10 Prozent Dividende und Kapitalerhöhung zum Ausgabekurs von 115 Prozent genehmigt‘, in: Darmstädter Tageblatt vom 22. Mai 1957, S. 8.

Kohlenzeche Auguste Victoria in der Handelsbilanz einen Verlust in Höhe von 9,8 Mio. DM ausgewiesen hatte, obwohl sie im abgelaufenen Geschäftsjahr einen starken Umsatzanstieg verzeichnen konnte.¹⁴¹

Nold forderte aufgrund der hohen Steuerzahlungen Auskunft über die den Finanzbehörden dargelegten Gewinne: *„Bitte offenbaren Sie die Differenz zwischen den Erträgen, die Sie dem Finanzamt erklärten, und den Erträgen, die Sie an die Aktionäre ausschütteten.“*¹⁴² Da dem Aktionär laut Gesetz jedoch nur die Handelsbilanz, nicht aber eine Steuerbilanz zugänglich gemacht werden musste, lehnte Abs diese Auskunft ab. Nold jedoch vertrat die Meinung, dass ihm die Auskünfte nach § 112 AktG zuständen, wonach es dem Aktionär möglichst sei, in der Hauptversammlung dem Vorstand Fragen zu stellen, soweit diese *„mit dem Gegenstand der Verhandlung in Zusammenhang“* stehen würden. Die Auskunft dürfe ihm nicht verweigert werden und habe *„den Grundsätzen einer gewissenhaften und getreuen Rechenschaft zu entsprechen.“*¹⁴³ Lehnten Vorstand und Aufsichtsrat dies ab, seien, so Nold, sämtliche Beschlüsse der Hauptversammlung anfechtbar.

Der Vorstand verweigerte ihm die Auskünfte mit dem Hinweis auf die zu schützenden Interessen der Gesellschaft. Zudem teilte der Vorstandsvorsitzende mit heute überaus befremdlich wirkender Arroganz Nold mit, dass die Erfahrungen im Kohlenhandel nicht ausreichen würden, um die komplexeren Probleme der Kohlenförderung zu erfassen.¹⁴⁴ Nold stellte daher einen Antrag auf Vertagung der Hauptversammlung, woraufhin Abs ihm unter Beifall das Mikrofon abschalten ließ und verkündete: *„Ihre Tätigkeit ist für die Hauptversammlung unerträglich.“* Offenbar schätzte Abs die Möglichkeit einer gerichtlichen Auseinandersetzung mit Nold als eher gering ein.¹⁴⁵ Dies war jedoch eine grobe Fehleinschätzung. Nold erhob Auskunftsklage beim zuständigen Landgericht in Frankenthal. Gleichzeitig focht er die von der Hauptversammlung beschlossene Kapitalerhöhung sowie die ausgesprochene Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat an. Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse waren zuvor stets im Vorfeld einer Verhandlung am finanziellen Risiko des Kleinaktionärs gescheitert, da sich die Kosten einer derartigen Klage am Streitwert orientierten. Dieser hätte in diesem Fall bis zu 102 Mio. DM betragen können, was mit etwa zwei Millionen DM an Prozess- und Anwaltsgebühren einhergegangen wäre.¹⁴⁶ Nold sah sich zwar außer Stande, für diese Kosten aufzukommen, wollte jedoch unbedingt feststellen, *„ob unser Rechtsstaat es zulässt, daß die Macht der Direktoren großer Verwaltungen so beherrschend ist, dass der normale Bürger die ihm vom Gesetzgeber verliehenen Verteidigungsmittel überhaupt nicht benutzen kann.“*¹⁴⁷ Daher beantragte Nold die Bewilligung des Armenrechts, der heutigen Prozesskostenhilfe. Nold war zwar nicht im Sinne des allgemeinen Sprachgebrauchs arm. Das Armenrecht knüpfte aber an die Kosten des Rechtsstreits an. Voraus-

141 Werner Abelshausen, Die BASF seit der Neugründung von 1952, in: ders. (Hrsg.), Die BASF. Eine Unternehmensgeschichte. München 2002, S. 359-640, hier S. 405 f.; ‚Bilanzen: Der schweigsame Aufsichtsrat‘, in: Der Spiegel vom 14. August 1957, S. 30 f.

142 Ebd.

143 Ebd.

144 Ebd.

145 Abelshausen, BASF (wie Anm. 141), S. 406.

146 Ebd.

147 Zit. n. ‚Bilanzen: Der schweigsame Aufsichtsrat‘, in: Der Spiegel vom 14. August 1957, S. 30 f.

setzung für die Prozesskostenhilfe war danach neben den Erfolgsaussichten nur, dass die Kosten des Rechtsstreits vom Kläger nicht getragen werden konnten, ohne den eigenen Unterhalt oder die Unterhaltsverpflichtungen gegenüber Dritten zu gefährden.¹⁴⁸ Die BASF betrachtete Nolds Armenrechtsantrag zunächst als unsinniges und aussichtsloses Manöver. Diese Einschätzung sollte jedoch bereits nach drei Tagen revidiert werden, als die zuständige Kammer des Landgerichts Frankenthal Nolds Gesuch annahm und der BASF die Anklageschrift zustellen ließ. Zum ersten Mal in der Geschichte des deutschen Aktienrechts wurde damit einem Kleinaktionär das Recht zugesprochen, einen Hauptversammlungsbeschluss von einem außen stehenden Gremium beurteilen zu lassen.¹⁴⁹ Da diese Zustimmung des Gerichts eine Erfolgsaussicht Nolds implizierte und somit möglicherweise die erlassene Kapitalerhöhung annulliert werden konnte, bemühte sich die BASF rasch um Schadensbegrenzung und lud Nold zu einem außergerichtlichen Termin nach Ludwigshafen ein. Dort erklärte man sich bereit, Nold bis zum 19. Juli des gleichen Jahres sämtliche Fragen zu beantworten, jedem Teilnehmer der Hauptversammlung diese Informationen zukommen zu lassen und die Kosten des Vergleichs, die sich auf rund 170.000 DM beliefen, zu tragen. Im Gegenzug wurde vereinbart, dass Nold die Anfechtungsklage am zuständigen Landgericht noch am selben Tag zurücknehmen solle.¹⁵⁰ Dieses Ereignis kann als bedeutender Meilenstein auf dem Weg zur Etablierung von Minderheitenschutzrechten für deutsche Kleinaktionäre gewertet werden. Wegen der Kosten des Vergleichs kam es nachfolgend zum Streit mit dem Nold zugewiesenen Armenanwalt. Dieser war es, der den Vergleich verhandelt und dafür die Zahlung seines Honorars, das entsprechend der Gebührenordnung 168.671,40 DM betrug, zur Bedingung gemacht hatte. Von diesem Honorar soll Nold selbst nicht profitiert haben.¹⁵¹

2. Hauptversammlung der BMW AG im Dezember 1959

Ende der 1940er-Jahre baute BMW lediglich Motorräder, kurz darauf wurde jedoch die Produktion der ersten Autos, die zum Kern der nachfolgenden Krise werden sollten, aufgenommen. So produzierte das Unternehmen zunächst nur Kleinwagen und Oberklasseautomobile. In der Produktpalette fehlten jedoch Modelle des mittleren Segments für die aufstrebende Mittelschicht der Wirtschaftswunderzeit, für die das Auto zu einem beliebten Statussymbol avancierte.¹⁵² Das Geschäftsmodell war insgesamt nicht tragfähig und brachte BMW in eine existentielle Krise. 1956 betrug der Verlust bei einem Aktienkapital von 30 Mio. DM bereits 6,5 Mio. DM, stieg bis 1958 weiter auf zwölf und im Jahr darauf sogar auf 15 Mio. DM an.¹⁵³

148 Ebd., S. 31.

149 ‚Der Mann mit dem Koffer‘, in: Der Spiegel vom 5. März 1958, S. 34 f.

150 Abelshauer, BASF (wie Anm. 141), S. 406 f.

151 ‚Bilanzen: Der schweigsame Aufsichtsrat‘, in: Der Spiegel vom 14. August 1957, S. 30 f.

152 ‚Die unglaubliche Rettung von Weiß-Blau‘, in: Die Zeit vom 8. Januar 2004; Leonhard Knoll, Die BMW-Hauptversammlung vom 9.12.1959 – eine historische Fallstudie zu der (Ohn-)Macht des Kleinaktionärs und der Rolle der Depotbanken, in: Vierteljahrsschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte 82 (1995), S. 478-495, hier S. 481 f.

153 ‚BMW: Der dritte Mann und die Knutschkugel‘, in: Handelsblatt vom 15. Dezember 2005; ‚Die unglaubliche Rettung von Weiß-Blau‘, in: Die Zeit vom 8. Januar 2004.

Vor diesem Hintergrund wurde im Vorfeld der 39. Hauptversammlung im Dezember 1959 von Vorstand und Aufsichtsrat ein Sanierungskonzept ausgearbeitet, das das Überleben von BMW sichern sollte und zunächst eine Kapitalherabsetzung von 30 Mio. DM auf 15 Mio. DM vorsah. Anschließend sollten neue Aktien im Wert von 70 Mio. DM ausschließlich an die Daimler-Benz AG ausgegeben werden, die dadurch eine kontrollierende Mehrheit bei BMW erhalten hätte. Die Daimler-Benz AG, deren Kunden über zu lange Lieferzeiten klagten, obwohl die Produktion auf Hochtouren lief, sah in diesem Geschäft die Chance, die gut ausgebildeten Fachkräfte von BMW sowie zusätzliche Produktionskapazitäten auf günstige Weise zu erwerben.¹⁵⁴

Das vorgeschlagene Sanierungskonzept stieß bei vielen Aktionärsgruppen auf wenig Akzeptanz. Nicht nur Erich Nold und der Deutsche Schutzverband für Wertpapierbesitz e.V. meldeten für die Hauptversammlung Opposition an, sondern auch der Frankfurter Rechtsanwalt Friedrich Mathern, der die Gruppe der BMW-Händler vertrat und einen alternativen Sanierungsplan vorgeschlagen hatte.¹⁵⁵ Das Grundkapital sollte demnach auf 15 Mio. DM herabgesetzt, die Triebwerkbau AG zum Preis von 30 Mio. DM an MAN verkauft und dieser Verkaufserlös zur Finanzierung der Sanierung von BMW genutzt werden. Das Eigenkapital sollte weiterhin durch die Ausgabe neuer Aktien erhöht werden, für die jedoch den Altaktionären und nicht Daimler-Benz Bezugsrechte eingeräumt werden sollten. Außerdem sollte ein Wirtschaftsprüfer beauftragt werden, Verhandlungen mit möglichen Interessenten für die Zusammenarbeit mit BMW zu führen.¹⁵⁶

Nach den heftigen Kontroversen im Vorfeld versprach die Hauptversammlung einen stürmischen Verlauf zu nehmen. Die Deutsche Presse-Agentur betitelte ihren Bericht über die Ereignisse als „*offene Feldschlacht*“, die Frankfurter Allgemeine Zeitung bezeichnete das Auditorium als „*brodelnden Kessel*“¹⁵⁷ und die Süddeutsche Zeitung fasste die Ereignisse wie folgt zusammen: „*Wohl selten gab es in der Geschichte der Aktiengesellschaft eine so ungestüme und leidenschaftliche Aktionärsversammlung*“.¹⁵⁸ Bereits während der einleitenden Worte des Vorstandsvorsitzenden Heinrich Richter-Brohm über die Gründe für die prekäre Lage des Unternehmens „*herrschte unter den ca. 700 Versammlungsteilnehmern eine gereizte Stimmung*“.¹⁵⁹ Richter-Brohms Eingeständnis, das Unternehmen habe sämtliche Reserven und die Hälfte ihres Grundkapitals verloren, führte zu zahlreichen Zwischenrufen wie „*Pfui!*“, „*Staatsanwalt her!*“ und „*Absetzen!*“.¹⁶⁰ Der Aufsichtsratsvorsitzende Hans Feith, gleichzeitig auch Vorstands-

154 Rüdiger Jungbluth, Die Quandts. Ihr leiser Aufstieg zur mächtigsten Wirtschaftsdynastie Deutschland. Frankfurt am Main 2002, S. 250; ‚BMW: Der dritte Mann und die Knutschkugel‘, in: Handelsblatt vom 15. Dezember 2005; ‚Die unglaubliche Rettung von Weiß-Blau‘, in: Die Zeit vom 8. Januar 2004

155 Ausführlich dazu Horst Mönnich, BMW. Eine deutsche Geschichte. München 1989, S. 461 ff.

156 ‚Sanierungsvorschläge für BMW‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 9. Dezember 1959, S. 24; Seidel, Depotstimmrecht (wie Anm. 134), S. 220 f.; Jungbluth, Quandts (wie Anm. 154), S. 249 f.

157 ‚Das Votum der BMW-Aktionäre‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11. Dezember 1959, S. 27.

158 Süddeutsche Zeitung vom 10. Dezember 1959 zit. n. Seidel, Depotstimmrecht (wie Anm. 134), S. 222 f.

159 ‚Die Opposition erzwingt Vertagung der BMW-Hauptversammlung‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10. Dezember 1959, S. 20.

160 Jungbluth, Quandts (wie Anm. 154), S. 249; ‚BMW: Der dritte Mann und die Knutschkugel‘, in: Handelsblatt vom 15. Dezember 2005.

mitglied der Deutschen Bank, verlas daraufhin die Eckdaten des zuvor skizzierten Sanierungskonzepts. Den Altaktionären bot er bei Annahme dieses Konzepts weiterhin sowohl eine Dividendengarantie als auch eine weitere monetäre Entschädigung an. Der Vorstand offerierte, einen möglichen Verkaufserlös der BMW Triebwerkbau GmbH an die Altaktionäre auszuschütten. Im Falle eines Verbleibs der Gesellschaft innerhalb des Konzerns sollte den Altaktionären jedoch zumindest ein Bezugsrecht für 50 Prozent einer Kapitalerhöhung im Verhältnis drei zu eins des konsolidierten BMW-Eigenkapitals gewährt werden.¹⁶¹ In den darauffolgenden Redebeiträgen gab es harte Kritik vonseiten der Aktionäre. Der Vertreter der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz argumentierte, dass die herrschende Zeitnot allein den Versäumnissen des Vorstands zu verdanken und damit eine unternehmerische Initiative vonseiten der Aktionäre unmöglich geworden sei. Außerdem beantragte er, wie auch der nach ihm auftretende Erich Nold, eine Sonderprüfung der Geschehnisse bei BMW gemäß § 118 AktG. Im Mittelpunkt dieser Prüfung sollten das vorgeschlagene Sanierungskonzept des Vorstands sowie die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat stehen. Zusätzlich appellierte er an die Daimler-Benz AG, den Altaktionären ein Bezugsrecht aus ihrem eigenen Besitz zu pari einzuräumen oder in der nächsten Hauptversammlung eine Umwandlung der erforderlichen Inhaberaktien in stimmrechtslose Vorzugsaktien zu beschließen. Feith verwarf jedoch diesen Vorschlag, da er keinerlei Chancen für ein anderes Sanierungskonzept als das des Vorstands sehe. Seine Äußerung wurde mit anhaltendem Gelächter und Zwischenrufen wie „*Makaberes Schauspiel!*“ der Versammlungsteilnehmer begleitet.¹⁶²

Anschließend trat Erich Nold ans Rednerpult. Der gekonnte und vor allem ausdauernde Selbstdarsteller trug seine Ablehnung des Sanierungskonzepts vor. Mehr als eine Stunde schlug Nold mit Gesetzesbüchern auf den Tisch und verlas Presseartikel über die seit längerem öffentlich bekannte Situation der Gesellschaft. Obwohl seine ausufernden Ausführungen die Geduld des Auditoriums auf die Probe stellten, stimmte das Publikum inhaltlich jedoch mit Nold überein. Als er das Sanierungskonzept als „*Flickwerk*“ bezeichnete, die Abschlussprüfer mit den Worten „*Eine Treuhand wäscht die andere*“ geißelte und, mit Bezug auf Feith, die Unvereinbarkeit von zahlreichen Aufsichtsratsmandaten kritisierte („*Sie rasieren zwei Kunden*“), erntete er tosenden Applaus.¹⁶³ Inhaltlich verlangte Nold die Bestellung eines Sonderprüfers, der die etwaigen Regressansprüche der Aktionäre gegen das BMW-Management prüfen sollte. Zudem bestand Nold auf der Vertagung der Hauptversammlung bis zur Vorlage des von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz angeforderten Berichts über eventuelle Ansprüche der Aktionäre.¹⁶⁴

Nold gelang es zwar, die Kleinaktionäre zu emotionalisieren, doch es war erst Friedrich Mathern, der im Gegensatz zu Nold weniger emotional, aber mit deutlich mehr Bedacht und ausgefeilter Rhetorik die Anliegen der Aktionäre zu bündeln vermochte.¹⁶⁵ Er verkündete, dass er die Verhandlungsmöglichkeiten für noch nicht ausgereizt hielt, da den

161 Seidel, Depotstimmrecht (wie Anm. 134), S. 220; ‚Die Opposition erzwingt Vertagung der BMW-Hauptversammlung‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10. Dezember 1959, S. 20.

162 Ebd.; ‚Opposition: BMW nicht konkursreif – Gesundung aus eigener Kraft und ohne Sanierungshilfe von Daimler möglich?‘, in: Darmstädter Tageblatt vom 10. Dezember 1959, S. 18.

163 Jungbluth, Quandts (wie Anm. 154), S. 251.

164 Seidel, Depotstimmrecht (wie Anm. 134), S. 220 f.

165 Knoll, BMW-Hauptversammlung (wie Anm. 152), S. 490 f.

BMW-Händlern für das neue Mittelklassemodell bereits 25.000 bis 28.000 inländische sowie mehr als 5.000 ausländische Händlerzusagen vorlägen.¹⁶⁶ Außerdem habe der britische Rootes-Konzern, mit dessen Vertretern sich Mathern selbst einige Tage zuvor in London getroffen habe, im Zuge der Verhandlungen um die Zukunft von BMW ebenfalls Interesse bekundet. Auch Mathern warb nochmals für den Gegenvorschlag zum Sanierungskonzept des Vorstands.¹⁶⁷

Im Anschluss an Matherns Redebeitrag unterbrach Feith die Hauptversammlung, um die dargestellten Ausführungen zu prüfen. Wenig später hatten sich Vorstand und Aufsichtsrat jedoch darauf verständigt, dass das alternative Sanierungskonzept undurchführbar und man noch immer fest entschlossen sei, den geplanten Verkauf an Daimler-Benz umzusetzen. Hierbei stützten die Kontrollorgane ihren Optimismus vor allem auf die Anwesenheit der Bankvertreter, die fast drei Viertel des anwesenden Kapitals repräsentierten und sich bereits im Vorfeld dem Sanierungsvorschlag des Vorstands angeschlossen hatten.¹⁶⁸

Die Abstimmung von Matherns folgendem Antrag, die bereits zehnstündige Hauptversammlung zu vertagen, wurde mithilfe der Bankenstimmen zunächst mit großer Mehrheit abgelehnt. Mathern hatte jedoch noch ein letztes Argument zurückgehalten. In der Gewinn- und Verlustrechnung des Jahres 1958 waren die gesamten Entwicklungskosten des neuen Modells 700 angesetzt worden. Im Hinblick auf den periodengerechten Bilanzansatz derartiger Kostenpositionen war eine solche Aktivierung jedoch nicht rechtmäßig. Aufgrund dieses Bilanzierungsfehlers konnte die Hauptversammlung nach dem damaligen § 125 Abs. 7 AktG 1937 mit zehn Prozent des anwesenden Kapitals vertagt werden. Feith musste erneut abstimmen lassen, woraufhin die Vertagung der Hauptversammlung mit rund 20 Prozent der Stimmen angenommen wurde und sich Beifall unter den Aktionären erhob. Damit war aber das Sanierungskonzept des Vorstands gescheitert, da das Übernahmeangebot der Daimler-Benz AG auf den Tag der Hauptversammlung begrenzt war.¹⁶⁹

Nach der Hauptversammlung nahm die Geschichte ihren Lauf. Herbert Quandt, der den Einstieg von Daimler-Benz ursprünglich mitforciert hatte, entschied sich daraufhin, die Sanierung von BMW federführend voranzutreiben. 1960 segnete die BMW-Hauptversammlung das neue Konzept ab, 1963 zahlte der Konzern erstmals wieder eine Dividende an ihre Aktionäre aus und 1968 überschritt das Unternehmen erstmals die Umsatzgrenze von einer Milliarde DM.¹⁷⁰ Im Anschluss an diese Hauptversammlung bezeichnete sich Nold in seiner sehr selbstbewussten Art gerne und häufig als Retter von BMW: „[W]orauf der Leichnam BMW von der Totengräberschippe des Großbankenkonsortiums durch mich zum Leben erweckt wurde.“¹⁷¹

166 ‚Die Opposition erzwingt Vertagung der BMW-Hauptversammlung‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10. Dezember 1959, S. 20.

167 Ebd.

168 Jungbluth, Quandts (wie Anm. 154), S. 251 f.

169 Ebd., S. 252; Seidel, Depotstimmrecht (wie Anm. 134), S. 221 f.; ‚Stürmische Hauptversammlung bei BMW‘, in: Darmstädter Echo vom 10. Dezember 1959, S. 3.

170 ‚BMW: Der dritte Mann und die Knutschkugel‘, in: Handelsblatt vom 15. Dezember 2005.

171 ‚Nicht an der empfindlichen Stelle‘, in: Frankfurter Rundschau vom 8. August 1973.

3. Hauptversammlung der Industriekreditbank AG im Oktober 1961

Während die ersten Beispiele für das Wirken Erich Nolds letztlich sehr positive langfristige Konsequenzen hinterließen, ist die Person und das Verhalten Nolds rückblickend keinesfalls nur unkritisch einzustufen. Methoden und Wortwahl erscheinen oftmals unangemessen, wie das nachfolgende, in Einzelaussagen ausführlicher wiedergegebene Beispiel dokumentiert. Sie belegen auch die fehlende Akzeptanz des Aktionärsvertreters Nold wie auch insgesamt der Gruppe der aktiven, kritischen Kleinaktionäre bei den verschiedenen Großaktionären.

1961 meldete Erich Nold für die Hauptversammlung der Industriekreditbank AG am 10. Oktober Widerspruch an. Nold lehnte die Entlastung des Vorstands ab, da er eine gleichbleibende Dividende von zehn Prozent bei einer gleichzeitigen Erhöhung der Vorstandsbezüge um 150.000 DM für unverhältnismäßig hielt. Auf der einen Seite stand der Präsident des Bundesverbandes der deutschen Industrie Fritz Berg als Versammlungsleiter, auf der anderen Seite Erich Nold. Bereits beim ersten sich zu Wort meldenden Aktionär kam es zum Wortgefecht zwischen Nold und Berg. Nold kommentierte die Ausführungen des Aktionärsredners, der dem Vorstand viel Lob aussprach, mit den Worten: „Was für'n Schmus.“ Daraufhin entgegnete Berg mit den Worten: „Das geht Sie einen Dreck an.“ Des Weiteren maßregelte er Nold: „Darf ich Sie bitten, Herr Nold, Sie dürfen hier nicht dazwischen quatschen.“ Aufgrund dieser harschen Wortwahl reagierten nicht nur die übrigen Versammlungsteilnehmer am Vorstandstisch bereits nervös.¹⁷² Im Rahmen seines Redebeitrags äußerte Nold schließlich schwere Anschuldigungen gegen die Gesellschaft. Er behauptete, dass der Gewinn manipuliert sei und der Vorstand im Einvernehmen mit einer Großbank den Aktienkurs vorsätzlich beeinflusse.¹⁷³ Nach 20 Minuten seiner Redezeit begannen zunächst einzelne Aktionäre, sich gegen die Beschimpfungen und ausufernden Redebeiträge zu wehren. Ein Aktionär stellte deshalb den Antrag, die weitere Redezeit Nolds auf drei Minuten zu verkürzen, welchem stattgegeben wurde. Als die Frist verstrichen war, musste Nold das Rednerpult verlassen. Während seines Abgangs beschimpfte er den Zeitnehmer mit den Worten: „Sie sind ein ganz unverschämter Zeitgenosse. Sie gehören in die Ostzone. Schämen Sie sich.“ Sitzungsleiter Berg nutzte diese Entgleisung zur Frage: „Sind Sie damit einverstanden, dass ich von meinem Recht Gebrauch mache und Herrn Nold wegen Unbotmäßigkeit laut Gesetz aus der Versammlung werfen darf?“ Dann forderte er die völlig überraschten Anwesenden auf, den Arm zu heben, sollten sie mit diesem Beschluss nicht einverstanden sein. Da es keine einzige Meldung gab, ließ Berg Nold des Saales verweisen. Erst an der Tür fand Nold dann seine letzten Worte: „Sie gehören zu Ulbricht, Herr Präsident. Pfu!“¹⁷⁴

Nach seinem Ausschluss von der Hauptversammlung reichte Nold beim Landgericht Düsseldorf Klage gegen die Industriekreditbank AG ein, um sowohl die Begrenzung der Redezeit als auch den Ausschluss für nichtig zu erklären. Außerdem focht er die

172 BGH v. 11.11.1965, II ZR 122/63, BGHZ 44, 245, 253; ‚Nold raus‘, in: Der Spiegel vom 18. Oktober 1961, S. 38 f.

173 ‚Er kam, um zu provozieren. Mündliche Verhandlung im Rechtsstreit Nold gegen Industriebank‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. Februar 1962.

174 ‚Nold raus‘, in: Der Spiegel vom 18. Oktober 1961, S. 39.

Beschlüsse der Hauptversammlung an, die nach seinem Ausschluss gefasst wurden. Dabei handelte es sich im Wesentlichen um die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat sowie die Wiederwahl eines Aufsichtsratsmitglieds und die Beauftragung der Deutschen Treuhand als Abschlussprüfer. Nold und sein Rechtsanwalt vertraten die Meinung, dass die Begrenzung der Redezeit und der Ausschluss nicht ordnungsgemäß festgestellt und verkündet worden seien. Daraus hätte sich im Umkehrschluss ein Anfechtungsrecht für Nold ergeben, da er hierdurch gegen die auf der Hauptversammlung gefassten Beschlüsse keinen Widerspruch hatte einlegen können.¹⁷⁵ Außerdem merkte Nolds Rechtsanwalt an, dass – selbst wenn die beiden Beschlüsse korrekt gefasst seien und verkündet worden wären – man Nold ohnehin nicht gerne habe reden lassen. Nold sehe sich, so wurde weiter ausgeführt, auf allen Hauptversammlungen einer breiten Front gegenüber, die von vornherein nach einer Option suche, ihn mundtot zu machen. Sicherlich sei es möglich, die Redezeit eines Aktionärs zu begrenzen, allerdings nur, soweit es die Umstände erforderten. Solche Umstände hätten allerdings in der Hauptversammlung der Industriekreditbank AG nicht vorgelegen.¹⁷⁶ Die Gegenseite forderte hingegen, zunächst die Frage zu klären, ob die Vorgänge in der Hauptversammlung eine Würdigung der Person Nolds überhaupt verlangten. Bei Nold handle es sich nicht etwa um einen jungen Mann, der sich von den harschen Worten Bergs provoziert gefühlt haben könnte, vielmehr sei er mit einer Provokationsabsicht in die Hauptversammlung gekommen und habe Vorstand und Aufsichtsrat von vornherein herausgefordert. Nold trete, so die Argumentation der Gegenseite, ständig auf Hauptversammlungen verschiedenster Unternehmen auf, um diese zu einer „Show“ zu machen. Es sei zwar bestimmt wichtig, so wurde eingeräumt, dass den Aktionären während einer Hauptversammlung Gelegenheit zur Äußerung gegeben werde, Nold betreibe allerdings nur Opposition, um sich in Szene zu setzen und Ärger anzuzetteln. Er habe dem Vorstand der Industriekreditbank vorgeworfen, entweder korrupt oder unfähig und darauf aus zu sein, zum Nachteil der Aktionäre zu handeln. Einem Aufsichtsratsvorsitzenden könne daher nicht verübelt werden, wenn er zu verhindern suche, dass Nold in der Hauptversammlung diese Taktik zu weit treibe und mitunter als „krankhafter Querulant“ angesehen werde.¹⁷⁷

In dem darauf folgenden Verfahren wurde die Klage Nolds in allen drei Instanzen abgelehnt. In der Begründung des Bundesgerichtshofs (BGH) hieß es, dass der Leiter der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft alle Rechte besäße, die er benötige, um den reibungslosen Ablauf einer Hauptversammlung zu gewährleisten.¹⁷⁸ Daher müsse sich ein Aktionär, der den Ablauf einer Hauptversammlung störe, einen Eingriff in seine Redezeit gefallen lassen, da der Einzelne seine Rechte nicht missbrauchen dürfe und es nicht in der Hand haben könne, den gehörigen und ordnungsmäßigen Ablauf der Hauptversammlung zu stören oder aufzuhalten.¹⁷⁹ Allerdings solle von der Maßnahme der Saalverweisung nur als Ultima Ratio Gebrauch gemacht werden, da nicht außer Acht gelassen werden dürfe, dass ein Aktionär seine Rechte nur auf der Hauptversammlung ausüben könne. Sollte

175 ‚Er kam, um zu provozieren. Mündliche Verhandlung im Rechtsstreit Nold gegen Industriebank‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. Februar 1962.

176 Ebd.

177 Ebd.

178 BGH v. 11.11.1965, II ZR 122/63, BGHZ 44, 245, 251.

179 BGH v. 11.11.1965, II ZR 122/63, BGHZ 44, 245, 252.

jedoch ein Aktionär zu Unrecht vor einer Beschlussfassung von der Hauptversammlung ausgeschlossen werden, so sei dieser mit einem Aktionär gleichzustellen, der gar nicht erst zur Hauptversammlung zugelassen wurde. Damit wäre der Aktionär anfechtungsbe-rechtigt.¹⁸⁰

Bei der Prüfung der Frage, ob danach das Verhalten von Erich Nold den Ausschluss gerechtfertigt habe, ging der BGH ausführlich auf das Verhalten des Versammlungsleiters und das von Nold ein. Zwar habe der Versammlungsleiter ungewöhnlich scharf auf Zwischenrufe reagiert, etwa mit der Äußerung: „*Wenn Sie dazwischen quatschen, schmeiße ich Sie hinaus*“; dies rechtfertige aber nicht das (vom BGH freilich nicht ausführlich diskutierte) destruktive Verhalten des Klägers Nold. Ihm könne weder ein jugendliches Alter zugutegehalten werden, noch könne er sich damit rechtfertigen, dass er sich nicht schlechter betragen habe, als dies im Bundestag üblich sei, denn eine Hauptversammlung sei mit einer Sitzung des Bundestages nicht vergleichbar.¹⁸¹

Neben der zum Teil fragwürdigen Wortwahl Nolds und seinem Hang zur Selbstdarstellung ist diesem Beispiel auch ein weiterer Kritikpunkt an Nolds Verhalten zu entnehmen. Die Industriekreditbank nahm in der deutschen Wirtschaft eine Sonderstellung ein, weil sie durch eine Umlagefinanzierung sämtlicher Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft dazu gedacht war, anderen Unternehmen Darlehen zu gewähren und in diesem Sinne Industrieförderung zu leisten. Die Forderung Nolds nach einer höheren Dividende der privaten Aktionäre wirkt vor diesem Hintergrund in gewisser Weise unsolidarisch, da ihre Umsetzung naturgemäß die verbleibenden Kreditmittel für diese Unternehmen beschränken würde. Auf diese Weise wird auch der Unmut der anderen Hauptversammlungsteilnehmer sowie Fritz Berges besser verständlich und wirft ein differenzierteres Bild auf den Aktionärsaktivisten Nold.

V. Rückblick: Der Einfluss Erich Nolds auf die Entwicklung des Aktienwesens und des deutschen Aktienrechts

Erich Nold verstand sein Handeln als Aktionär und sein Wirken auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften als Wahrnehmung einer demokratischen Pflicht, der er mit missionarischem Eifer nachkam. Aus heutiger Sicht entsprach er damit dem Idealbild des aktiven Aktionärs, der seine Stimm-, Kontroll- und Informationsrechte selbstbewusst wahrnimmt und damit gleichermaßen im Unternehmens- und Aktionärsinteresse zu guter Corporate Governance beiträgt, ohne damit ‚räuberische‘ Absichten zu verfolgen.

Gleichwohl zeigen die drei hier ausgewählten Hauptversammlungen und das Handeln des aktivistischen Aktionärs den ambivalenten Charakter, der dem Aktionärsaktivismus schon frühzeitig inne war. Erich Nold war überzeugt vom Vorstellungsbild der Hauptversammlung als einem Parlament der Aktionäre.¹⁸² Sein aggressives Auftreten rechtfertigte er, ausgehend von diesem Vorverständnis, mit den im Bundestag üblichen

180 BGH v. 11.11.1965, II ZR 122/63, BGHZ 44, 245, 255.

181 BGH v. 11.11.1965, II ZR 122/63, BGHZ 44, 245, 253 f.

182 ‚Nold will Oppositionsbank‘, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29. Juni 1962, S. 5.

Umgangsformen.¹⁸³ Trotzdem muss der Stil, mit dem Nold überspitzt und zum Teil in polemischen Argumentationsmustern Opposition gegen das Verhalten der Leitungsorgane großer deutscher Publikumsgesellschaften im Deutschland der späten Fünfziger- und frühen Sechzigerjahre betrieb, als völlig unangemessen kritisiert werden. Die das Bild des Aktionärsaktivisten in der öffentlichen Wahrnehmung negativ prägende offensichtliche Lust zur Selbstdarstellung und die Nutzung der Hauptversammlung als Bühne für Provokationen, die Raum für Anfechtungsklagen eröffnen können, hat Erich Nold vorgelebt. Auf der anderen Seite konnte das aggressive Verhalten Nolds viele Vorstände und Aufsichtsräte zu einem Überdenken ihres Umgangs mit Kleinaktionären bewegen. Dadurch hatte Nold maßgeblichen Anteil an vielen Veränderungen der Aktionärskultur in Deutschland und großen Einfluss – sowohl im positiven wie im negativen Sinne – auf nachfolgende Generationen von Aktionärsaktivisten, aber auch auf den heutigen Ablauf und die Bedeutung von Hauptversammlungen.

Zu den negativen Folgen eines übertriebenen Aktionärsaktivismus gehört, dass die Funktion der Hauptversammlung als Ort des Diskurses zwischen Aktionären und Vorstand durch Scheindebatten entwertet wird. Das kann zum Teil auch auf die akribische juristische Vorbereitung der Hauptversammlung durch den Vorstand zurückzuführen sein. Regelmäßig werden zu erwartende kritische Fragen und dazu entsprechende Musterantworten erarbeitet, die dann von den auf der Hauptversammlung angesprochenen Mitgliedern des Vorstands nur noch abgelesen werden.¹⁸⁴ Das aggressive Auftreten einzelner Minderheitsaktionäre hat aber auch dazu geführt, dass mitunter möglicherweise sinnvolle Umstrukturierungsmaßnahmen aufgeschoben werden, wenn sie eine Zustimmung der Hauptversammlung erfordern würden, weil der Vorstand das mit jedem Hauptversammlungsbeschluss verbundene Anfechtungsrisiko fürchtet.

Die Erfolge von Erich Nold haben schließlich einen neuen Typus des aktiven Aktionärs hervorgebracht, der Individual- und Minderheitenrechte nutzt, um vor allem Kapitalmaßnahmen der Gesellschaften zu blockieren, was in der Vergangenheit häufig zum Schaden der Gesellschaft, aber zum individuellen Nutzen dieser Nachahmer geschah. Diese extreme Untergruppe der ‚räuberischen Aktionäre‘, deren Aktivität durch die nicht zuletzt von Erich Nold mit angestoßene Stärkung der Aktionärsrechte durch die Rechtsprechung¹⁸⁵ Ende der 1980er-Jahre erheblich zugenommen hat,¹⁸⁶ hat die Rechtswissenschaft dazu veranlasst, über Grenzen des ‚Shareholder Activism‘ nachzudenken. Institutioneller Rechtsmissbrauch, Treuepflichten, konzernrechtliches Schädigungsverbot, Haftung aus § 117 Abs. 1 AktG und die Haftung wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung heißen die Instrumente, die das rechtswissenschaftliche Schrifttum und die Rechtsprechung als Ordnungsinstrumente identifiziert und entwickelt haben, um den schädigenden Einfluss

183 BGH v. 11.11.1965, II ZR 122/63, BGHZ 44, 245, 254.

184 ‚Was hier als Spielchen abläuft. SPIEGEL-Report über Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften‘, in: Der Spiegel vom 23. September 1974, S. 82 ff.; ferner Bachmann, Corporate Governance (wie Anm. 52), S. 181, 193, der die Sinnhaftigkeit der „Hauptversammlungszeremonie“ generell in Frage stellt.

185 Exemplarisch BGH v. 25.2.1982, II ZR 174/80 (Holzmüller), BGHZ 83, 122, 133; BGH v. 23.6.1997, II ZR 220/95 (Siemens/Nold), BGHZ 136, 133, 140 f.

186 Baums, Neuregelung (wie Anm. 11), S. F 147, spricht für die Zeit ab 1987 von einer „Missbrauchswelle“; Hoffmann-Becking, Abwehrklagen (wie Anm. 50), S. 357, 359.

von Minderheitsaktionären zu beschränken.¹⁸⁷ Mit rechtspolitischen Vorschlägen hat sich der 63. Deutsche Juristentag schließlich dafür ausgesprochen, die Möglichkeiten der Individual- und Minderheitsaktionäre zur Durchsetzung ihrer Rechte deutlich zu beschränken.¹⁸⁸ Mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 22. September 2005 hat der Gesetzgeber diese Vorschläge aufgegriffen und einerseits den effektiven Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Hauptversammlung, die Kapitalmaßnahmen zum Gegenstand haben, eingeschränkt und andererseits das Rede- und Fragerecht der Aktionäre in der Hauptversammlung begrenzt.¹⁸⁹ Das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) vom 30. Juli 2009¹⁹⁰ setzt diese Schritte fort.¹⁹¹ Alle diese Maßnahmen haben zum Ziel, das Erpressungspotenzial ‚räuberischer Aktionäre‘ zu vermindern, das darin besteht, dass durch Anfechtungsklagen, die die Eintragung von Kapitalmaßnahmen verhindern, unternehmerische Maßnahmen nicht durchgeführt werden können.¹⁹²

Trotz dieser durchaus negativ zu bewertenden Fernwirkungen des Aktionärsaktivismus sollten die positiven Spuren, die Nolds Wirken im Aktienwesen hinterlassen haben, nicht übersehen werden. Zwar war keiner seiner inhaltlichen Kritikpunkte am vorherrschenden Aktienrecht wirklich neu. Die Stellung und die Besetzung des Aufsichtsrats wurden schon lange zuvor mit den auch von Nold vorgetragenen Argumenten kritisiert. Die Gewinnfeststellung und Ausschüttungspolitik beschäftigten bereits das Reichsoberhandelsgericht in seinen ersten Entscheidungen zum Aktienrecht und auch das Depotstimmrecht der Banken war ebenfalls schon lange vor Nolds Wirken Gegenstand der Diskussion. Aber Nold hat diese Themen vor eine breitere Öffentlichkeit und vor allem vor die Gerichte gebracht. Rechtsfragen, die zuvor von der Rechtsprechung nicht geklärt werden konnten, weil kein Aktionär es unternommen hatte, sein Recht wirklich durchzusetzen, konnten erst durch Nolds Engagement zum Gegenstand der richterlichen Rechtsfortbildung im Aktienrecht werden.¹⁹³ Dies mag nicht immer in seinem Sinne gewesen sein, zumal wenn er vor Gericht unterlag.

187 Vgl. die instruktive Übersicht von Ralf Thaeter / Roman Guski, Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, in: Die Aktiengesellschaft 52 (2007), S. 301-308, hier S. 301-304; Thomas Raiser, Aktionärsklagen, in: Bayer / Habersack, Aktienrecht (wie Anm. 1), Bd. 2, S. 623-659, hier S. 645 f.

188 Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Dreiundsechzigsten Deutschen Juristentages, Leipzig 2000, Band 2,1: Sitzungsberichte. München 2001, S. O 73 ff.

189 Jens Koch, Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) – ein Überblick, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 35 (2006), S. 769-804, hier S. 769 ff.; Gerald Spindler, Die Reform der Hauptversammlung und der Anfechtungsklage durch das UMAG, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2005, S. 825-872, hier S. 829.

190 ARUG v. 30.07.2009, BGBl. I 2009, S. 2479.

191 Eine Anfechtungsklage hat danach stets dann keine aufschiebende Wirkung, wenn der Kläger im Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung nicht wenigstens Aktien im Nennwert von 1.000 Euro gehalten hat, zugleich wurden die Nichtigkeitsgründe reduziert. Vgl. Hirte, Anmerkungen (wie Anm. 52), S. 201, 204 ff.

192 Ebd., S. 201 f.; Jahn, UMAG (wie Anm. 52), S. 5 ff.

193 Vgl. zur Entwicklung der richterlichen Rechtsfortbildung im Aktienrecht Peter Ulmer, Aktienrecht und richterliche Rechtsfortbildung, in: Bayer / Habersack, Aktienrecht (wie Anm. 1), Bd. 1, S. 113-149, hier S. 116 f.

Zur Fortentwicklung des Aktienrechts hat Erich Nold sicherlich nur einen eher kleinen Beitrag geleistet, der im Rahmen einer umfangreicheren Reform des Kapitalmarkts und seiner Stellung in Deutschland zu sehen ist. Zahlreiche gesetzgeberische Maßnahmen im Gesellschafts-, Investment- und Kapitalmarktrecht aus dieser Zeit waren von diesem Wirken beeinflusst. Hierzu gehörten unter anderem die Kleine Aktienrechtsreform (1959), das Vermögensbildungsgesetz (1961), die Kartellgesetznovelle und das Aktiengesetz (1965), das vor allem die Möglichkeit der freien Gewinnthesaurierung durch das Unternehmen stark einschränkte, sowie das Publizitätsgesetz (1969), das die Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften erstmals auf Grundlage ihrer Größe festlegte. Gerade die späteren kleinen Aktienrechtsreformen durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 5. März 1998¹⁹⁴ und das Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Antrag) vom 18. Januar 2001¹⁹⁵ sowie die Aktionärsrechterichtlinie¹⁹⁶ erweiterten vor allem für Kleinaktionäre die Möglichkeiten, das Handeln der Verwaltung zu kontrollieren, und sind damit auch Ausdruck eines Bekenntnisses des Gesetzgebers zur Anerkennung des Beitrags aktiver Aktionäre für gute Corporate Governance. Der Einfluss Nolds auf die deutsche Aktionärskultur des späten 20. und beginnenden 21. Jahrhunderts kann und sollte daher nicht unterschätzt und dementsprechend gewürdigt werden.

(Prof. Dr. iur. Heribert M. Anzinger, Universität Ulm, Fakultät für Mathematik und Wirtschaftswissenschaften, Institut für Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung, Helmholtzstraße 22, D-89081 Ulm; Sebastian Karach / Dr. Steffen Meinshausen / Prof. Dr. Dirk Schiereck, Technische Universität Darmstadt, Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Hochschulstr. 1, D-64289 Darmstadt)

194 BGBl. I 1998, 786.

195 BGBl. I 2001, 123.

196 Richtlinie 2007/36/EG vom 11.7.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, Abl. EU Nr. L 184 v. 14.7.2007, 17.

