

<b>INVESTORENAKTIVISMUS.....</b>	<b>1</b>
<b>AKTIEN- UND KAPITALMARKTRECHTLICHE GRENZEN DES SHAREHOLDER- UND SHORT-SELLER-AKTIVISMUS.....</b>	<b>1</b>
<b>A. EINLEITUNG.....</b>	<b>1</b>
<b>B. SHAREHOLDER ACTIVISM.....</b>	<b>1</b>
<b>I. Begriffserklärung und Problemaufriss.....</b>	<b>1</b>
<b>II. Beispiele.....</b>	<b>••</b>
1. Deutsche Börse AG.....	••
2. STADA Arzneimittel AG.....	••
3. Thyssenkrupp.....	••
4. Commerzbank.....	••
<b>III. Hintergründe des Shareholder Activism.....</b>	<b>••</b>
1. Globalisierung der Finanzmärkte.....	••
2. Die Zerschlagung der „Deutschland AG“.....	••
3. Veränderung der Aktionärsstruktur.....	••••
4. Problem der geringen Hauptversammlungspräsenz.....	••••
a) Kleinaktionäre.....	••••
b) Traditionelle institutionelle Investoren.....	••••
c) Ausländische Investoren.....	••••
d) Beitrag zum Erfolg des Shareholder Activism.....	••••
<b>IV. Die Akteure.....</b>	<b>••••</b>
1. Traditionelle institutionelle Investoren.....	••••
2. Hedgefonds.....	••••
3. Private Equity Fonds.....	••••
4. Räuberische Aktionäre.....	••••
5. Institutionelle Stimmrechtsberater.....	••••
<b>C. ANGRIFFSPUNKTE UND ZIELE AKTIVISTISCHER AKTIONÄRE.....</b>	<b>••••</b>
<b>I. Operativer Aktivismus.....</b>	<b>••••</b>
1. Unterperformance.....	••••
2. Kapitalausstattung.....	••••
3. Gruppenstruktur.....	••••
4. Corporate Governance und Unternehmensführung.....	••••
<b>II. M&amp;A-Aktivismus.....</b>	<b>••••</b>
1. Erhöhung des Übernahmepreises.....	••••
2. Abfindungszahlungen im Rahmen nachgelagerter Strukturmaßnahmen.....	••••
3. Abfindungszahlungen im Rahmen eines Spruchverfahrens.....	••••
4. Beteiligung am Bietervehikel.....	••••
5. Mehrfachpositionierungen im Vorfeld von Akquisitionen.....	••••
6. Möglichkeit der Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung.....	••••
<b>D. RECHTE DER AKTIONÄRE UND INFORMELLE MAßNAHMEN.....</b>	<b>••••</b>
<b>I. Formelle Rechte aus dem Aktiengesetz.....</b>	<b>••••</b>
1. Teilnahmerecht an der Hauptversammlung, § 118 AktG.....	••••
a) Darstellung.....	••••
b) Eignung für aktivistische Strategien.....	••••
2. Rechte der Hauptversammlung, § 119 AktG.....	••••

a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
3.	Stimmrecht in der Hauptversammlung .....	....
a)	Ausübung durch Bevollmächtigte, § 134 Abs. 3 AktG .....	....
b)	Ausübung durch (elektronische) Briefwahl .....	....
c)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
4.	Die Rechte aus § 122 Abs. 1, Abs. 2 AktG .....	....
a)	Das Einberufungsverlangen nach § 122 Abs. 1 AktG .....	....
b)	Anträge auf Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG .....	....
c)	§ 122 Abs. 3 AktG .....	....
d)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
5.	Billigung des Vergütungssystems für den Vorstand, §§ 119 Abs. 1 Nr. 3, 120a AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
6.	Gegenanträge von Aktionären, § 126 Abs. 1 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
7.	Wahlvorschläge der Aktionäre .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
8.	Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, § 101 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
9.	Entlastung, § 120 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
10.	Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand, § 84 Abs. 3 S. 2 Var. 3 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
11.	Antrag auf Abberufung eines Aufsichtsratsmitgliedes, § 103 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
12.	Antrag auf gerichtliche Bestellung eines Aufsichtsratsmitgliedes, § 104 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
13.	Auskunftsrecht der Aktionäre, § 131 Abs. 1 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
14.	Recht auf Bestellung eines Sonderprüfers, § 142 Abs. 2 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
15.	Recht auf Bestellung eines besonderen Vertreters, § 147 Abs. 2 AktG .....	....
a)	Darstellung .....	....
b)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
16.	Klagerechte der Aktionäre .....	....
a)	§ 148 Abs. 1 AktG .....	....
b)	Anfechtungsklage, § 246 AktG .....	....
c)	Nichtigkeitsklage, § 249 AktG .....	....
d)	Eignung für aktivistische Strategien .....	....
<b>II.</b>	<b>Informelle Maßnahmen der aktivistischen Aktionäre .....</b>	<b>....</b>
1.	Persönliches Schreiben an das Management .....	....
2.	Persönliches Gespräch mit dem Management .....	....
3.	Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen .....	....
4.	Öffentliches Einwerben von Stimmrechtsvollmachten/Aufforderung zu einem bestimmten Abstimmverhalten .....	....
5.	Wolfsrudeltaktik .....	....
<b>III.</b>	<b>Zwischenfazit .....</b>	<b>....</b>
<b>E.</b>	<b>GRENZEN DER EINFLUSSNAHME .....</b>	<b>....</b>

<b>I.</b>	<b>Treuepflicht und Rechtsmissbrauch</b>	.....	••••
1.	Die aktienrechtliche Treuepflicht	.....	••••
a)	Allgemeines	.....	••••
b)	Inhalt der Treuepflicht	.....	••••
c)	Materielle Beschlusskontrolle	.....	••••
d)	Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Treuepflicht	.....	••••
2.	Rechtsmissbrauch	.....	••••
3.	Treuepflichten aktivistischer Aktionäre	.....	••••
a)	Treuepflicht bei Aktionärsrechten	.....	••••
aa)	Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung	.....	••••
bb)	Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung aktivistischer Aktionäre	.....	••••
(1)	Wirkungsbezogene Treuepflicht	.....	••••
(2)	Herrschende Meinung im Schrifttum	.....	••••
cc)	Verletzung der Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung	.....	••••••
(1)	Erhöhte Ausschüttungen an Aktionäre	.....	••••••••
(a)	Superdividenden	.....	••••••••
(b)	Aktienrückkaufprogramme	.....	••••••••
(c)	Verletzung der Treuepflicht bei Empty Voting	.....	••••••••
(d)	Abspaltung und Verkauf von Unternehmensteilen	.....	••••••••
(2)	Abberufung eines Aufsichtsratsmitgliedes durch die Hauptversammlung, § 103 Abs. 1 AktG	.....	••••••••
(3)	Vertrauensentzug gem. § 84 Abs. 3 S. 2 AktG	.....	••••••••
(4)	Zwischenfazit	.....	••••••••
dd)	Verletzung der Treuepflicht bei der Ausübung von Minderheitenrechten	.....	••••••••
(1)	Einberufung auf Verlangen einer Minderheit, § 122 Abs. 1 AktG	.....	••••••••
(2)	Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG	.....	••••
(3)	Bestellung eines Sonderprüfers, § 142 Abs. 2 AktG	.....	••••
(4)	Gerichtliche Bestellung eines besonderen Vertreters, § 147 Abs. 2 S. 2 AktG	.....	••••
(5)	Klagezulassung, § 148 Abs. 1 S. 1 AktG	.....	••••
(6)	Zwischenfazit	.....	••••
ee)	Verletzung der Treuepflicht bei weiteren Aktionärsrechten	.....	••••
(1)	Auskunftsrecht, § 131 AktG	.....	••••
(2)	Verletzung bei Klagerechten, §§ 246, 249 AktG	.....	••••
ff)	Fazit Treuepflicht bei Aktionärsrechten	.....	••••
b)	Geltung und Verletzung der Treuepflicht bei informeller Einflussnahme	.....	••••
aa)	Persönliches Schreiben an und persönliches Gespräch mit dem Management	.....	••••
(1)	Informeller Dialog als treuwidriges Mittel	.....	••••
(2)	Treuwidrigkeit des Hinwirkens auf ein Tun/Unterlassen	.....	••••
bb)	Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen	.....	••••
(1)	Pressekampagnen	.....	••••
(2)	Auffordern zu einem bestimmten Stimmverhalten	.....	••••
cc)	Fazit Treuepflichtverletzung bei informeller Einflussnahme	.....	••••
c)	Treuwidrigkeit durch die Kombination formeller Aktionärsrechte und informeller Vorgehensweisen	.....	••••
4.	Fazit zur Treuepflicht insgesamt	.....	••••
<b>II.</b>	<b>Verantwortungsbereiche der Verwaltungsorgane</b>	.....	••••
1.	Rechte und Pflichten des Vorstands	.....	••••
a)	Leitungsmacht des Vorstandes, § 76 Abs. 1 AktG	.....	••••
aa)	Weisungsunabhängigkeit	.....	••••
(1)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber dem Aufsichtsrat	.....	••••
(2)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber der Hauptversammlung	.....	••••
(3)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber Aktionären	.....	••••
bb)	Leitungsgemessen	.....	••••
b)	Sorgfalts- und Treuepflichten des Vorstands, § 93 Abs. 1 S. 1 AktG	.....	••••
c)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre	.....	••••

aa)	Umsetzung einzelner Maßnahmen .....	1	••••
bb)	Abschluss einer Investorenvereinbarung .....	1	••••
cc)	Zusammenfassung .....	1	••••
2.	Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats .....	1	••••
a)	Sorgfalts- und Treuepflichten des Aufsichtsrats .....	1	••••
b)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre .....	1	••••
aa)	Einzelmaßnahmen .....	1	••••
bb)	Investorenvereinbarung .....	1	••••
c)	Investorenkontakte des Aufsichtsrats .....	1	••••
aa)	Allgemeines .....	1	••••
bb)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre .....	1	••••
3.	Verschwiegenheitspflicht .....	1	••••
a)	Verschwiegenheitspflicht des Vorstands, § 93 Abs. 1 S. 3 AktG .....	1	••••
b)	Schlussfolgerungen in Bezug auf aktivistisches Handeln .....	1	••••
c)	Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrates .....	1	••••
d)	Schlussfolgerungen in Bezug auf aktivistische Aktionäre .....	1	••••
e)	Fazit zur Verschwiegenheitspflicht .....	1	••••
<b>III.</b>	<b>Aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebote .....</b>	<b>1</b>	<b>••••</b>
1.	Konfliktlage mit aktivistischen Aktionären .....	1	••••
2.	Gleichbehandlungsgebot nach § 53a AktG .....	1	••••
3.	Sachliche Rechtfertigung privilegierter Informationserteilung .....	1	••••
4.	Erweitertes Auskunftsrecht nach § 131 Abs. 4 AktG .....	1	••••
5.	Fazit .....	1	••••••••••
<b>IV.</b>	<b>Weitergabe insiderrechtlich relevanter Informationen durch den Vorstand an aktivistische Aktionäre .....</b>	<b>154</b>	
1.	Allgemeines .....	154	
2.	Informationsweitergabe an aktivistische Aktionäre .....	157	
<b>V.</b>	<b>Aktienrechtliches Schädigungsverbot, § 117 AktG .....</b>	<b>158</b>	
1.	Benutzung des Einflusses auf die Gesellschaft .....	159	
2.	Schaden .....	159	
3.	Rechtswidrigkeit .....	160	
4.	Vorsatz .....	161	
5.	Fazit .....	162	
<b>VI.</b>	<b>Haftung wegen faktischer Geschäftsführung, § 93 Abs. 2 AktG .....</b>	<b>163</b>	
1.	Voraussetzungen .....	163	
2.	Bedeutung für aktivistische Aktionäre .....	163	
<b>VII.</b>	<b>Konzernrechtliche Schranken .....</b>	<b>164</b>	
<b>VIII.</b>	<b>Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen nach § 243 Abs. 2 AktG .....</b>	<b>165</b>	
<b>IX.</b>	<b>Sittenwidrige Schädigung, § 826 BGB .....</b>	<b>165</b>	
<b>X.</b>	<b>Zwischenfazit .....</b>	<b>166</b>	
<b>XI.</b>	<b>Transparenz und Meldepflichten .....</b>	<b>167</b>	
1.	§ 134b AktG .....	167	
2.	Beteiligungspublizität nach §§ 33, 38 WpHG .....	168	
3.	Mitteilungspflichten nach § 20 AktG und § 35 WpÜG .....	169	
4.	Aktienregister, § 67 Abs. 1 S. 2 AktG .....	169	
5.	Mitteilungspflicht nach § 43 WpHG .....	169	
6.	Acting in Concert, § 34 Abs. 2 WpHG .....	170	
a)	Allgemeines .....	171	
b)	Verhaltensabstimmung .....	171	

c)	Abstimmungsgegenstand .....	173
d)	Einzelfallausnahme .....	175
e)	Konsequenzen für das Handeln aktivistischer Aktionäre .....	176
f)	Beweisbarkeit .....	180
g)	Rechtsfolge .....	180
h)	Fazit .....	181
7.	Zurechnung gemäß § 34 Abs. 1 Nr. 6 WpHG .....	182
a)	Allgemeines .....	182
b)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre .....	182
<b>XII.</b>	<b>Das Insiderrecht als kapitalmarktrechtliche Grenze .....</b>	<b>183</b>
1.	Verbot des Insidergeschäfts und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen, Art. 14 MAR .....	183
a)	Begriff der Insiderinformation .....	183
aa)	Allgemeines .....	183
b)	Präzise Information .....	184
aa)	Allgemeines .....	184
bb)	Präzision .....	185
cc)	Einzelfälle .....	186
(1)	Tatsachen .....	187
(2)	Meinungen, Einschätzungen, Werturteile, Rechtsauffassungen, Tipps, Empfehlungen und Gerüchte .....	188
(3)	Gestreckte Sachverhalte .....	189
(4)	Pläne, Absichten, Vorhaben .....	190
(5)	Prognosen .....	191
(6)	Analysen, Unternehmensbewertungen, Ratings .....	191
dd)	Emittenten- und Anlagebezug .....	192
ee)	Keine öffentliche Bekanntheit der Information .....	193
ff)	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung .....	194
c)	Insidergeschäft, Art. 14 lit. a) MAR .....	197
d)	Empfehlungsverbot, Art. 14 lit. b) MAR .....	199
e)	Offenlegungsverbot, Art. 14 lit. c) MAR .....	200
aa)	(Un)rechtmäßige Offenlegung .....	201
bb)	Offenlegung aufgrund einer gesetzlichen Verpflichtung .....	202
2.	Fallkonstellationen mit aktivistischen Aktionären .....	203
a)	Der beabsichtigte Beteiligungserwerb als Insiderinformation .....	203
b)	Die (beabsichtigte) Einflussnahme als Insiderinformation .....	204
aa)	Präzise Information .....	204
bb)	Keine öffentliche Bekanntheit der Information .....	205
cc)	Emittenten- und Anlagebezug .....	206
dd)	Kursrelevanz .....	206
c)	Konsequenzen aus der Qualifizierung als Insiderinformation .....	207
aa)	Insiderhandelsverbot bei Beteiligungserwerb .....	207
bb)	Insiderhandelsverbot bei Beteiligungserwerb mit Beeinflussungsabsicht .....	208
cc)	Insiderhandelsverbot bei Weitererwerb mit Beeinflussungsabsicht .....	210
(1)	Absicht und zukünftige Einflussnahme als Anknüpfungspunkte .....	210
(2)	Bereits erfolgte Einflussnahme als Anknüpfungspunkt .....	211
(3)	Zusammenfassung .....	212
(4)	Praktische Relevanz .....	213
dd)	Offenlegungsverbot von Insiderinformationen bzgl. Einflussnahme .....	213
ee)	Offenlegung erhaltener Insiderinformationen .....	215
ff)	Nutzung erhaltener Insiderinformationen .....	216

gg)	Erhalt von Insiderinformationen des Vorstands durch aktivistische Aktionäre.....	216
3.	Zwischenfazit.....	217
<b>XIII.</b>	<b>Bewertung.....</b>	<b>217</b>
<b>F.</b>	<b>SHORT-SELLER-AKTIVISMUS.....</b>	<b>218</b>
<b>I.</b>	<b>Darstellung .....</b>	<b>218</b>
<b>II.</b>	<b>Angriffspunkte/Auswahlkriterien .....</b>	<b>220</b>
1.	Aktienkurs und Handelsvolumen.....	221
2.	Rechnungslegung und Finanzkennzahlen.....	221
3.	Geschäftsmodell und Gesellschaftsstruktur .....	222
4.	Aktionärsstruktur .....	223
5.	Corporate Governance .....	224
7.	Wirtschaftliches Umfeld .....	224
<b>III.</b>	<b>Beispiele .....</b>	<b>224</b>
1.	Ströer SE&Co KGaA .....	224
2.	Beispiel Aurelius.....	225
3.	Beispiel ProSiebenSat1 Media SE .....	226
4.	Beispiel Wirecard.....	226
<b>VI.</b>	<b>Grenzen des Short-Seller-Aktivismus .....</b>	<b>227</b>
1.	Aktienrechtliche Grenzen .....	228
a)	Treuepflicht .....	228
b)	Aktienrechtliches Schädigungsverbot, § 117 Abs. 1 AktG .....	230
2.	Kapitalmarktrechtliche Schranken.....	230
a)	Marktmanipulation .....	230
aa)	Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR.....	231
bb)	Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR .....	234
cc)	Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR.....	235
dd)	Zwischenergebnis.....	238
ee)	Scalping, Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR.....	240
(1.)	Eingehen einer Long- oder Short Position .....	241
(2.)	Abgabe einer Stellungnahme unter Ausnutzung eines Medienzugangs.....	242
(3.)	Keine Offenlegung eines Interessenkonflikts .....	244
b)	Insiderhandelsverbot, Art. 14 lit.a) MAR.....	246
aa)	Personenidentität von Urheber und Leerverkäufer .....	246
bb)	Keine Personenidentität von Urheber und Leerverkäufer .....	248
3.	Bewertung Short-Seller-Aktivismus .....	249
<b>G.</b>	<b>PRÄVENTION UND REAKTION.....</b>	<b>250</b>
<b>I.</b>	<b>Präventive Maßnahmen .....</b>	<b>250</b>
1.	Analyse der eigenen Gesellschaft .....	250
2.	Außendarstellung der Gesellschaft und Investor Relations.....	251
3.	Schulung von Mitarbeitern.....	252
4.	Analyse von Handelsbewegungen .....	252
5.	Satzungsgestaltung.....	253
6.	Defense Team/Defense Manual .....	253
<b>II.</b>	<b>Repressive Maßnahmen .....</b>	<b>254</b>
1.	Im Falle des Shareholder Activism .....	254
a)	Vor öffentlichen Kampagnen .....	254
b)	Bei bereits öffentlichkeitswirksamen Kampagnen .....	256

2.	Im Falle des Short-Seller-Aktivismus .....	257
a)	Stellungnahmen des Managements.....	257
b)	Kursstabilisierungsmaßnahmen .....	257
<b>H.</b>	<b>ABSCHLIEßENDE BETRACHTUNG UND FAZIT .....</b>	<b>259</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>263</b>