

INVESTORENAKTIVISMUS.....	1
AKTIEN- UND KAPITALMARKTRECHTLICHE GRENZEN DES SHAREHOLDER- UND SHORT-SELLER-AKTIVISMUS.....	1
A. EINLEITUNG.....	1
B. SHAREHOLDER ACTIVISM.....	1
I. Begriffserklärung und Problemaufriss.....	1
II. Beispiele.....	•••
1. Deutsche Börse AG	••
2. STADA Arzneimittel AG	••
3. Thyssenkrupp	••
4. Commerzbank	••
III. Hintergründe des Shareholder Activism	•••
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	•••
IV. Die Akteure	••••
1. Traditionelle institutionelle Investoren.....	••••
2. Hedgefonds.....	••••
3. Private Equity Fonds	••••
4. Räuberische Aktionäre	••••
5. Institutionelle Stimmrechtsberater.....	••••
C. ANGRIFFSPUNKTE UND ZIELE AKTIVISTISCHER AKTIONÄRE.....	••••
I. Operativer Aktivismus.....	••••
1. Unterperformance	••••
2. Kapitalausstattung	••••
3. Gruppenstruktur	••••
4. Corporate Governance und Unternehmensführung	••••
II. M&A-Aktivismus	••••
1. Erhöhung des Übernahmepreises	••••
2. Abfindungszahlungen im Rahmen nachgelageter Strukturmaßnahmen.....	••••
3. Abfindungszahlungen im Rahmen eines Spruchverfahrens	••••
4. Beteiligung am Bietervehikel	••••
5. Mehrfachpositionierungen im Vorfeld von Akquisitionen.....	••••
6. Möglichkeit der Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung	••••
D. RECHTE DER AKTIONÄRE UND INFORMELLE MABNAHMEN	••••
I. Formelle Rechte aus dem Aktiengesetz	••••
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.....	:::::
II.	Informelle Maßnahmen der aktivistischen Aktionäre.....	:::::
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	:::::
III.	Zwischenfazit.....	:::::
E.	GRENZEN DER EINFLUSSNAHME.....	:::::

I.	Treuepflicht und Rechtsmissbrauch	.....	.....
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 Schriftum .....	.....	.....
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.....	1	....
(3)	Bestellung eines Sonderprüfers, § 142 Abs. 2 AktG	1	....
(4)	Gerichtliche Bestellung eines besonderen Vertreters, § 147 Abs. 2 S. 2 AktG.....	1	....
(5)	Klagezulassung, § 148 Abs. 1 S. 1 AktG	1	....
(6)	Zwischenfazit	1	....
ee)	Verletzung der Treuepflicht bei weiteren Aktionärsrechten	1	....
(1)	Auskunftsrecht, § 131 AktG	1	....
(2)	Verletzung bei Klagerechten, §§ 246, 249 AktG	1	....
ff)	Fazit Treuepflicht bei Aktionärsrechten	1	....
b)	Geltung und Verletzung der Treuepflicht bei informeller Einflussnahme	1	....
aa)	Persönliches Schreiben an und persönliches Gespräch mit dem Management	1	....
(1)	Informeller Dialog als treuwidriges Mittel	1	....
(2)	Treuwidrigkeit des Hinwirks auf ein Tun/Unterlassen	1	....
bb)	Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen	1	....
(1)	Pressekampagnen	1	....
(2)	Auffordern zu einem bestimmten Stimmverhalten	1	....
cc)	Fazit Treuepflichtverletzung bei informeller Einflussnahme	1	....
c)	Treuwidrigkeit durch die Kombination formeller Aktionärsrechte und informeller Vorgehensweisen	1	....
4.	Fazit zur Treuepflicht insgesamt	1	....
II.	Verantwortungsbereiche der Verwaltungsorgane	1
1.	Rechte und Pflichten des Vorstands	1	....
a)	Leitungsmacht des Vorstandes, § 76 Abs. 1 AktG	1	....
aa)	Weisungsunabhängigkeit	1	....
(1)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber dem Aufsichtsrat	1	....
(2)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber der Hauptversammlung	1	....
(3)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber Aktionären	1	....
bb)	Leitungsgemessen	1	....
b)	Sorgfalt- und Treuepflichten des Vorstands, § 93 Abs. 1 S. 1 AktG	1	....
c)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre	1	....

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••••
III.	Aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebote	1••••
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••••
IV.	Weitergabe insiderrechtlich relevanter Informationen durch den Vorstand an aktivistische Aktionäre	154
1.	Allgemeines	154
2.	Informationsweitergabe an aktivistische Aktionäre	157
V.	Aktienrechtliches Schädigungsverbot, § 117 AktG	158
1.	Benutzung des Einflusses auf die Gesellschaft	159
2.	Schaden	159
3.	Rechtswidrigkeit	160
4.	Vorsatz	161
5.	Fazit	162
VI.	Haftung wegen faktischer Geschäftsführung, § 93 Abs. 2 AktG	163
1.	Voraussetzungen	163
2.	Bedeutung für aktivistische Aktionäre	163
VII.	Konzernrechtliche Schranken	164
VIII.	Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen nach § 243 Abs. 2 AktG	165
IX.	Sittenwidrige Schädigung, § 826 BGB	165
X.	Zwischenfazit	166
XI.	Transparenz und Meldepflichten	167
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
XII.	Das Insiderrecht als kapitalmarktrechtliche Grenze	183
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
XIII.	Bewertung.....	217
F.	SHORT-SELLER-AKTIVISMUS.....	218
I.	Darstellung	218
II.	Angriffspunkte/Auswahlkriterien	220
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
III.	Beispiele	224
1.	Ströer SE&Co KGaA.....	224
2.	Beispiel Aurelius.....	225
3.	Beispiel ProSiebenSat1 Media SE	226
4.	Beispiel Wirecard.....	226
VI.	Grenzen des Short-Seller-Aktivismus	227
1.	Aktienrechtliche Grenzen	228
a)	Treupflicht.....	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
G.	PRÄVENTION UND REAKTION.....	250
I.	Präventive Maßnahmen	250
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
II.	Repressive Maßnahmen	254
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
H.	ABSCHLIEßENDE BETRACHTUNG UND FAZIT	259
	LITERATURVERZEICHNIS	263