

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht	IX
Einführung und Gang der Untersuchung.....	1
Teil 1. Hedgefonds und ihre Einflussnahme auf Portfoliogesellschaften	5
A. Ökonomische Charakteristik von Hedgefonds	5
I. Ökonomischer Begriff.....	5
II. Typische Merkmale.....	8
1. Absolute Ertragserzielung durch Nutzung von Ineffizienzen	10
2. Instrumente	12
a) Leerverkauf.....	12
b) Leverage	14
3. Die Rolle des Fondsmanagers und dessen ergebnisorientierte Vergütungsstruktur	16
4. Intransparente Anlagepolitik.....	17
5. Kurzfristige Kapitalbindung.....	18
6. Regulierungsvermeidung.....	19
7. Anlegerstruktur.....	22
III. Anlagestrategien.....	23
1. Event Driven.....	25
a) Merger Arbitrage.....	25
b) Distressed Securities/Distressed Debt.....	27
2. Sonstige Strategien	31
a) Long/Short Equity.....	31
b) Marktneutrale Strategien (Relative Value/Arbitrage)	33
c) Global Macro	33
d) Convertible Bond Arbitrage.....	34
3. Dach-Hedgefonds.....	35
IV. Abgrenzung zu sonstigen alternativen Anlageformen.....	36

1. Private Equity Fonds	36
2. Venture Capital Fonds	38
V. Volumen und Struktur des Hedgefonds - Sektors	39
VI. Nutzen und Risiken von Hedgefonds für Anleger und Markt	41
1. Nutzen.....	41
a) Nutzen für den Anleger.....	41
b) Nutzen für den Gesamtmarkt.....	42
2. Risiken	43
a) Risiken für den Anleger.....	43
b) Risiken für den Gesamtmarkt.....	44
aa) Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems durch Fehl- spekulation.....	44
bb) Destabilisierende Spekulation.....	48
B. Die Einflussnahme von Hedgefonds auf Portfoliogesellschaften.	51
I. Möglichkeiten der Einflussnahme	53
1. Rechtliche Einflussnahme	54
a) Stimmrecht.....	54
aa) Personalpolitische Beschlüsse.....	56
(1) Wahl und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern	57
(2) Vertrauensentzug der Hauptversammlung gegenüber dem Vorstand.....	58
(3) Verweigerung der Entlastung.....	63
bb) Kapitalbeschlüsse.....	64
cc) Beschlüsse über Geschäftsführungsmaßnahmen.....	64
b) Sonstige Mitgliedschaftsrechte.....	65
aa) Einberufung der Hauptversammlung auf Verlangen einer Minderheit	65
bb) Rede- und Auskunftsrecht in der Hauptversammlung	66
2. Faktische Einflussnahme	68
a) Persönliche Beziehungen.....	68
b) Androhen einer personellen Umbesetzung	69
aa) Umbesetzung des Aufsichtsrats.....	69

<i>Inhaltsverzeichnis</i>	XIII
bb) Mittelbare Umbesetzung des Vorstands	70
c) Zwischenergebnis	78
3. Einflussnahme als Gläubiger.....	79
II. Ziele der Einflussnahme.....	80
1. Corporate Control Aktivismus	81
a) Einflussnahme auf Seiten der Bietergesellschaft.....	81
aa) Fall Deutsche Börse AG/London Stock Exchange.....	82
bb) Fall ABN Amro/Capitalia.....	86
cc) Fall Barclays/ABN Amro.....	86
b) Einflussnahme auf Seiten der Zielgesellschaft.....	87
aa) Fall Royal Bank of Scotland/ABN Amro	87
bb) Fall Novartis/Chiron.....	89
cc) Fall Adecco SA/Deutscher Industrie Service AG.....	90
dd) Fall Macquarie/BC Partners/Techem.....	91
ee) Fall Fortress/Talent	93
2. Corporate Governance Aktivismus	93
a) Mittelbare Einflussnahme auf Gremienbesetzung	93
b) Auflösen von Rücklagen – Fall Cewe Color	94
c) Erzwingen einer Zerschlagung.....	97
aa) Fall Ahold.....	97
bb) Fall ABN Amro.....	98
cc) Fall Deutsche Börse AG II	98
d) Einflussnahme auf Restrukturierungsgestaltung	99
3. Einflussnahme als Fremdkapitalgeber/Gläubiger.....	99
a) Mittelbare Einflussnahme auf Gremienbesetzungen	100
b) Faktische Einflussnahme auf Restrukturierungen.....	104
c) Herbeiführung eines Debt Equity Swap	105
d) Praxisfälle.....	107
aa) Fall Schefenacker	107
bb) Fall Treofan.....	107
cc) Fall Ihr Platz	108

dd) Fall Kmart	108
III. Umfang des Einflusses.....	109
1. Erwerb und Erwerbsmöglichkeiten von Finanzinstrumenten.....	109
a) Erwerb von Aktien und Fremdkapital in der Absicht, die Ge- sellschaft zu beeinflussen.....	109
b) Aktienerwerb über Wertpapierdarlehen.....	110
c) Kaufoptionen und Faktische Erwerbsmöglichkeiten im Rahmen von Long Equity Swap-Vereinbarungen – Fälle der verdeckten Teilhaberschaft (Hidden Ownership).....	112
2. Einfluss durch abgestimmtes Verhalten.....	114
a) Abgestimmter paralleler Erwerb von Aktien, abgestimmte Stimmrechtsausübung, abgestimmte faktische Einflussnahme	114
b) Abstimmungen mit Equity Swap-Vertragspartnern	115
IV. Ursachen von Hedgefonds-Aktivismus	116
V. Unterschied zum Aktivismus traditioneller Investoren	120
1. <i>Ex ante</i> - Ausrichtung.....	120
2. Kostenintensität.....	121
3. Ausrichtung auf signifikante Änderungen in einzelnen Gesell- schaften.....	121
VI. Nutzen und Risiken von Hedgefonds-Aktivismus.....	122
1. Nutzen.....	122
2. Risiken.....	124
a) Kurzfristiger Anlagehorizont.....	125
b) Interessenkonflikte auf Grund sonstiger Positionen.....	127
aa) Positionen in anderen Gesellschaften	129
bb) Short-Positionen an der Portfoliogesellschaft neben Aktien- positionen – Fälle der Stimmrechtsausübung ohne ökono- misches Interesse (<i>Empty Voting</i>)	130
(1) Fall Mylan Laboratories/King Pharmaceuticals	131
(2) Fall AXA S.A./Mony Group Inc.	133
C. Zusammenfassung	135
Teil 2. Rechtliche Schranken aktivistischer Hedgefondsstrategien	139
A. Kapitalmarktrechtliche Schranken	139

Inhaltsverzeichnis

XV

I. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)	139
1. Übernahmerechtlicher Kontrollerwerb: Telos und Rechtsfolgen ...	140
2. Stimmrechtszurechnung.....	143
a) Sonstige Finanzinstrumente.....	143
aa) Aktiendarlehenspositionen.....	144
bb) Kaufoptionen.....	145
cc) Equity Swap-Vereinbarungen.....	146
b) Einfluss durch abgestimmtes Verhalten	148
aa) Normzweck und Tatbestand	149
(1) Abstimmungsverhalten.....	150
(2) Abstimmungsgegenstand	154
(a) Ausübung von Stimmrechten, § 30 Absatz 2 Satz 2, 1. Alt. WpÜG	155
(b) Zusammenwirken in sonstiger Weise, § 30 Absatz 2 Satz 2, 2. Alt. WpÜG	157
(3) Keine Abstimmung im Einzelfall.....	162
bb) Gemeinschaftliche Verhaltensmuster von Hedgefonds	169
(1) Abgestimmter paralleler Erwerb von Aktien.....	169
(2) Abgestimmte Stimmrechtsausübung	174
(a) Personalpolitische Beschlüsse.....	174
(aa) Wahl und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern..	174
(bb) Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung	176
(cc) Verweigerung der Entlastung.....	177
(b) Kapitalbeschlüsse.....	177
(c) Beschlüsse über Geschäftsführungsmaßnahmen	177
(3) Abgestimmte faktische Einflussnahme	177
(a) Corporate Control Activism	179
(b) Mittelbare Einflussnahme auf Gremienbesetzungen	179
(c) Erzwingen von Sonderausschüttungen.....	182
(d) Erzwingen einer Zerschlagung.....	183
(4) Einflussnahme als Fremdkapitalgeber	183

(a) Mittelbare Einflussnahme auf Gremienbesetzungen.....	185
(b) Abstimmungen über Debt Equity-Swap/Abstimmung in Bezug auf Kapitalmaßnahmen	185
(c) Faktische Einflussnahme auf Restrukturierungen.....	186
cc) Beweislast und Beweisführung.....	188
(1) Verwaltungs- und Beschwerdeverfahren.....	189
(2) Zivilrechtliche Streitigkeiten.....	190
(a) Beweiserleichterungen.....	191
(aa) Umkehr der Beweislast.....	194
(bb) Beweismaßreduzierung.....	195
(cc) Anscheinsbeweis.....	195
(b) Indizienbeweis.....	199
3. Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebotes nach § 37 WpÜG.....	201
a) Mit Kontrolle beabsichtigte Zielsetzung	202
b) Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft	203
c) Tatsächliche Möglichkeit zur Kontrollausübung.....	203
4. Zusammenfassung	204
II. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).....	210
1. Publizitätspflichten.....	210
a) Anteilspublizitätspflichten.....	211
aa) Offenlegung von Stimmrechtspositionen	211
bb) Stimmrechtszurechnung	213
b) Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten	215
aa) Wirtschaftliche Neutralisation mithilfe von Derivaten	216
bb) Kaufoptionen und faktische Erwerbsmöglichkeiten im Rahmen von Long Equity Swap-Vereinbarungen – Fälle der verdeckten Teilhaberschaft (Hidden Ownership).....	216
cc) Zusammenrechnung von Anteils- und Derivatepositionen....	217
c) Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen.....	218
d) Zusammenfassung	219
2. Insiderrecht.....	220

a) Normzweck und Rechtsfolgen.....	221
b) Insiderinformation (§ 13 WpHG).....	222
aa) Absicht, große Beteiligungsblöcke zu erwerben.....	223
bb) Absicht, Einfluss auf die Portfoliogesellschaft auszuüben.....	226
c) Erwerb unter Verwendung einer Insiderinformation (§ 14 Absatz 1 Nr. 1 WpHG)	227
aa) Erwerb von Aktien der beeinflussten Gesellschaft	227
bb) Erwerb von anderen Positionen.....	229
d) Mitteilen oder Zugänglichmachen der Insiderinformation (§ 14 Absatz 1 Nr. 2 WpHG)	231
e) Zusammenfassung.....	233
B. Gesellschaftsrechtliche Schranken	235
I. Konzernrecht	235
1. Schutzzweck und Rechtsfolgen	236
2. Mehrfache Beherrschung durch gemeinschaftliche Einflussnah- men von Hedgefonds	238
a) Abhängigkeit auf Grund einer Minderheitsbeteiligung	238
b) Koordination	239
c) Breite der Einflussnahme.....	243
3. Zusammenfassung	244
II. Verbandsrecht	245
1. Die Haftung für die Einflussnahme auf die Aktiengesellschaft (§ 117 AktG).....	245
a) Normzweck und Zuordnung	246
b) Tatbestandsmäßigkei ^t aktivistischer Einflusstechniken	248
aa) Einfluss auf die Gesellschaft.....	248
(1) Hedgefonds als Verbandsmitglieder	249
(2) Hedgefonds als Fremdkapitalgeber.....	249
bb) Benutzung des Einflusses.....	250
cc) Kausalität, Schaden.....	250
dd) Rechtswidrigkeit	252
(1) Kurzfristige Interessenausrichtung.....	253

(2) Einflussnahme im Interesse anderer Positionen.....	254
ee) Vorsatz.....	255
ff) Beteiligungsvoraussetzungen	256
c) Beweislastumkehr ?	256
d) Unterlassungsanspruch	257
e) Zusammenfassung.....	258
2. Die Verantwortlichkeit als faktisches Organ (§ 93 Abs. 2 AktG analog).....	260
a) Die Rechtsfigur des faktischen Organs, Meinungsstand	260
b) Einflussnahme als Verbandsmitglieder	262
c) Einflussnahme als Fremdkapitalgeber.....	262
d) Zusammenfassung	263
3. Die Treupflicht des Aktionärs	263
a) Entwicklung und Inhalt.....	265
b) Treupflichtwidrigkeit aktivistischer Einflusstechniken	270
aa) Rechtliche Einflussnahme	270
(1) Stimmrecht.....	272
(a) Gemeinschaftliche Einflussnahme: Koordination als konstitutives Element der Treupflicht?.....	272
(aa) Stimmrechtsbündelung als pflichtbegründendes Merk- mal einer gemeinschaftlichen Einflussnahme	273
(bb) Treupflicht aus Zufallsmehrheiten	274
(b) Pflichtbindung der Beschlussgegenstände	278
(aa) Personalpolitische Beschlüsse	279
(bb) Kapitalbeschlüsse	280
(cc) Beschlüsse über Geschäftsführungsmaßnahmen	281
(dd) Gewinnverwendungbeschlüsse	281
(c) Interessenabwägung.....	282
(aa) Einflussnahme zur Steigerung des Anteilswerts	283
(bb) Einflussnahme im Interesse anderer Positionen.....	289
(2) Sonstige Mitgliedschaftsrechte	293

(a) Einberufung der Hauptversammlung auf Verlangen einer Minderheit.....	293
(b) Rede- und Auskunftsrecht in der Hauptversammlung.....	294
bb) Faktische Einflussnahme.....	296
c) Unterlassungs- und Schadensersatzanspruch.....	297
d) Besondere Publizitätsverpflichtungen?	300
aa) Erwerb von Beteiligungen, die eine Einflussnahme ermöglichen sollen.....	300
bb) Eingehen von Short-Positionen an der Gesellschaft/Positionen in anderen Gesellschaften	302
e) Zusammenfassung.....	302
4. Verbot der Erlangung gesellschaftsfremder Vorteile (§ 243 Absatz 2 AktG)	304
5. Stimmverbot analog § 136 Absatz 1 AktG	305
C. Bürgerlich-rechtliche Schranken	309
D. Rechtsmissbrauch	311
I. Mitgliedschaftsrechte	311
II. Stimmrechtsausübung aus Wertpapierdarlehenspositionen.....	311
Teil 3. Regulierungsbedarf und Maßnahmen <i>de lege ferenda</i>.....	321
A. Regulierungsbedarf	321
I. Kurzfristiger Anlagehorizont	323
1. Schutz durch die <i>lex lata</i>	323
2. Ergebnis	326
II. Interessenkonflikte auf Grund sonstiger Positionen.....	330
1. Schutz durch die <i>lex lata</i>	330
2. Ergebnis	332
B. Maßnahmen <i>de lege ferenda</i>	335
I. Publizitätsregelungen	335
1. Absenken der Meldeschwellen zur Beteiligungspublizität	335
2. Ausweitung der Strategiepublizität.....	336
3. Publizität von verdeckter Teilhaberschaft über Barausgleichsderivate – <i>Hidden Ownership</i>	338

4. Publizität von relevanten investitionsbedingten Interessenkonflikten – Fälle des <i>Empty Voting</i>	345
II. Effektivierung der Stimmrechtszurechnungsvorschriften.....	348
III. Stimmverbot auf Grund von relevanten investitionsbedingten Interessenkonflikten	349
IV. Stimmverbot für Aktien aus Wertpapierdarlehenspositionen.....	352
V. Schwächung des Einflusses kurzfristig orientierter Anleger	353
VI. Ausschüttungssperren	355
VII. Vertragliche Abdingbarkeit des Anlegerrücknahmerechts.....	356
VIII. Steigerung der Hauptversammlungspräsenzen.....	356
Teil 4. Zusammenfassung und Schlussbetrachtung	361
A. Hedgefonds und ihre Einflussnahme auf Portfoliogesellschaften	361
B. Rechtliche Schranken aktivistischer Hedgefondsstrategien	373
C. Regulierungsbedarf und Maßnahmen <i>de lege ferenda</i>	391
D. Schlussbetrachtung	397
Literaturverzeichnis	403