

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort.....</b>	<b>VII</b>
<b>Inhaltsübersicht .....</b>	<b>IX</b>
<b>Einführung und Gang der Untersuchung .....</b>	<b>1</b>
<b>Teil 1. Hedgefonds und ihre Einflussnahme auf Portfoliogesellschaften .....</b>	<b>5</b>
<b>A. Ökonomische Charakteristik von Hedgefonds .....</b>	<b>5</b>
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>B. Die Einflussnahme von Hedgefonds auf Portfoliogesellschaften .51</b>	
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

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/Telent .....	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 Gesellschaft 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. Ex ante - Ausrichtung.....	120
2. Kostenintensität.....	121
3. Ausrichtung auf signifikante Änderungen in einzelnen Gesellschaften.....	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 Aktienpositionen – Fälle der Stimmrechtsausübung ohne ökonomisches 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

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 Rah- men von Long Equity Swap-Vereinbarungen – Fälle der ver- deckten 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>B. Gesellschaftsrechtliche Schranken .....</b>	<b>235</b>
<b>I. Konzernrecht .....</b>	<b>235</b>
1. Schutzzweck und Rechtsfolgen .....	236
2. Mehrfache Beherrschung durch gemeinschaftliche Einflussnahmen von Hedgefonds .....	238
a) Abhängigkeit auf Grund einer Minderheitsbeteiligung .....	238
b) Koordination .....	239
c) Breite der Einflussnahme.....	243
3. Zusammenfassung .....	244
<b>II. Verbandsrecht .....</b>	<b>245</b>
1. Die Haftung für die Einflussnahme auf die Aktiengesellschaft (§ 117 AktG).....	245
a) Normzweck und Zuordnung .....	246
b) Tatbestandsmäßigkeit 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 Merkmal 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) Gewinnverwendungsbeschlüsse .....	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
<b>C. Bürgerlich-rechtliche Schranken .....</b>	<b>309</b>
<b>D. Rechtsmissbrauch .....</b>	<b>311</b>
I. Mitgliedschaftsrechte .....	311
II. Stimmrechtsausübung aus Wertpapierdarlehenspositionen .....	311
<b>Teil 3. Regulierungsbedarf und Maßnahmen de lege ferenda .....</b>	<b>321</b>
<b>A. Regulierungsbedarf .....</b>	<b>321</b>
I. Kurzfristiger Anlagehorizont .....	323
1. Schutz durch die lex lata .....	323
2. Ergebnis .....	326
II. Interessenkonflikte auf Grund sonstiger Positionen .....	330
1. Schutz durch die lex lata .....	330
2. Ergebnis .....	332
<b>B. Maßnahmen de lege ferenda .....</b>	<b>335</b>
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
<b>Teil 4. Zusammenfassung und Schlussbetrachtung .....</b>	<b>361</b>
<b>A. Hedgefonds und ihre Einflussnahme auf Portfoliogesellschaften .....</b>	<b>361</b>
<b>B. Rechtliche Schranken aktivistischer Hedgefondsstrategien .....</b>	<b>373</b>
<b>C. Regulierungsbedarf und Maßnahmen de lege ferenda .....</b>	<b>391</b>
<b>D. Schlussbetrachtung .....</b>	<b>397</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>403</b>