



Melina Brune (Autor)

Investorenaktivismus

Aktien- und kapitalmarktrechtliche Grenzen des
Shareholder- und Short-Seller-Aktivismus



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/9033>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen,
Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: info@cuvillier.de, Website: <https://cuvillier.de>

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..... 6

1. Deutsche Börse AG..... 7
2. STADA Arzneimittel AG..... 8
3. Thyssenkrupp 9
4. Commerzbank :

III. Hintergründe des Shareholder Activism..... :

1. Globalisierung der Finanzmärkte ;
2. Die Zerschlagung der „Deutschland AG“ ;
3. Veränderung der Aktionärsstruktur 33
4. Problem der geringen Hauptversammlungspräsenz 34
 - a) Kleinaktionäre 34
 - b) Traditionelle institutionelle Investoren 35
 - c) Ausländische Investoren..... 37
 - d) Beitrag zum Erfolg des Shareholder Activism 38

IV. Die Akteure 39

1. Traditionelle institutionelle Investoren..... 3:
2. Hedgefonds..... 3:
3. Private Equity Fonds 42
4. Räuberische Aktionäre 43
5. Institutionelle Stimmrechtsberater..... 44

C. ANGRIFFSPUNKTE UND ZIELE AKTIVISTISCHER AKTIONÄRE..... 47

I. Operativer Aktivismus..... 47

1. Unterperformance..... 48
2. Kapitalausstattung 49
3. Gruppenstruktur 4:
4. Corporate Governance und Unternehmensführung 4:

II. M&A-Aktivismus 52

1. Erhöhung des Übernahmepreises 52
2. Abfindungszahlungen im Rahmen nachgelagerter Strukturmaßnahmen..... 53
3. Abfindungszahlungen im Rahmen eines Spruchverfahrens 54
4. Beteiligung am Bietervehikel 54
5. Mehrfachpositionierungen im Vorfeld von Akquisitionen..... 55
6. Möglichkeit der Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung 56

D. RECHTE DER AKTIONÄRE UND INFORMELLE MAßNAHMEN 57

I. Formelle Rechte aus dem Aktiengesetz 58

1. Teilnahmerecht an der Hauptversammlung, § 118 AktG 59
 - a) Darstellung..... 59
 - b) Eignung für aktivistische Strategien 5:
2. Rechte der Hauptversammlung, § 119 AktG..... 5:

a)	Darstellung	5:
b)	Eignung für aktivistische Strategien	5:
3.	Stimmrecht in der Hauptversammlung	5;
a)	Ausübung durch Bevollmächtigte, § 134 Abs. 3 AktG	62
b)	Ausübung durch (elektronische) Briefwahl	63
c)	Eignung für aktivistische Strategien	64
4.	Die Rechte aus § 122 Abs. 1, Abs. 2 AktG	64
a)	Das Einberufungsverlangen nach § 122 Abs. 1 AktG	64
b)	Anträge auf Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG	65
c)	§ 122 Abs. 3 AktG	66
d)	Eignung für aktivistische Strategien	67
5.	Billigung des Vergütungssystems für den Vorstand, §§ 119 Abs. 1 Nr. 3, 120a AktG	68
a)	Darstellung	68
b)	Eignung für aktivistische Strategien	68
6.	Gegenanträge von Aktionären, § 126 Abs. 1 AktG	69
a)	Darstellung	69
b)	Eignung für aktivistische Strategien	6:
7.	Wahlvorschläge der Aktionäre	6;
a)	Darstellung	6;
b)	Eignung für aktivistische Strategien	6;
8.	Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, § 101 AktG	72
a)	Darstellung	72
b)	Eignung für aktivistische Strategien	72
9.	Entlastung, § 120 AktG	73
a)	Darstellung	73
b)	Eignung für aktivistische Strategien	74
10.	Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand, § 84 Abs. 3 S. 2 Var. 3 AktG	74
a)	Darstellung	74
b)	Eignung für aktivistische Strategien	75
11.	Antrag auf Abberufung eines Aufsichtsratsmitgliedes, § 103 AktG	77
a)	Darstellung	77
b)	Eignung für aktivistische Strategien	78
12.	Antrag auf gerichtliche Bestellung eines Aufsichtsratsmitgliedes, § 104 AktG	78
a)	Darstellung	78
b)	Eignung für aktivistische Strategien	79
13.	Auskunftsrecht der Aktionäre, § 131 Abs. 1 AktG	7:
a)	Darstellung	7:
b)	Eignung für aktivistische Strategien	7;
14.	Recht auf Bestellung eines Sonderprüfers, § 142 Abs. 2 AktG	82
a)	Darstellung	82
b)	Eignung für aktivistische Strategien	84
15.	Recht auf Bestellung eines besonderen Vertreters, § 147 Abs. 2 AktG	85
a)	Darstellung	85
b)	Eignung für aktivistische Strategien	85
16.	Klagerechte der Aktionäre	86
a)	§ 148 Abs. 1 AktG	86
b)	Anfechtungsklage, § 246 AktG	86
c)	Nichtigkeitsklage, § 249 AktG	87
d)	Eignung für aktivistische Strategien	88
II.	Informelle Maßnahmen der aktivistischen Aktionäre	89
1.	Persönliches Schreiben an das Management	89
2.	Persönliches Gespräch mit dem Management	8:
3.	Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen	92
4.	Öffentliches Einwerben von Stimmrechtsvollmachten/Aufforderung zu einem bestimmten Abstimmverhalten	94
5.	Wolfsrudeltaktik	95
III.	Zwischenfazit	96
E.	GRENZEN DER EINFLUSSNAHME	97

I.	Treuepflicht und Rechtsmissbrauch.....	97
1.	Die aktienrechtliche Treuepflicht.....	97
a)	Allgemeines.....	97
b)	Inhalt der Treuepflicht.....	99
c)	Materielle Beschlusskontrolle.....	9;
d)	Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Treuepflicht.....	2
2.	Rechtsmissbrauch.....	3
3.	Treuepflichten aktivistischer Aktionäre.....	4
a)	Treuepflicht bei Aktionärsrechten.....	4
aa)	Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung.....	5
bb)	Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung aktivistischer Aktionäre.....	5
(1)	Wirkungsbezogene Treuepflicht.....	6
(2)	Herrschende Meinung im Schrifttum.....	7
cc)	Verletzung der Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung.....	00 9
(1)	Erhöhte Ausschüttungen an Aktionäre.....	00 :
(a)	Superdividenden.....	00 :
(b)	Aktienrückkaufprogramme.....	000 3
(c)	Verletzung der Treuepflicht bei Empty Voting.....	00 4
(d)	Abspaltung und Verkauf von Unternehmensteilen.....	00 6
(2)	Abberufung eines Aufsichtsratsmitgliedes durch die Hauptversammlung, § 103 Abs. 1 AktG.....	00 6
(3)	Vertrauensentzug gem. § 84 Abs. 3 S. 2 AktG.....	00 7
(4)	Zwischenfazit.....	00 ;
dd)	Verletzung der Treuepflicht bei der Ausübung von Minderheitenrechten.....	00 ;
(1)	Einberufung auf Verlangen einer Minderheit, § 122 Abs. 1 AktG.....	00 ;
(2)	Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG.....	123
(3)	Bestellung eines Sonderprüfers, § 142 Abs. 2 AktG.....	125
(4)	Gerichtliche Bestellung eines besonderen Vertreters, § 147 Abs. 2 S. 2 AktG.....	127
(5)	Klagezulassung, § 148 Abs. 1 S. 1 AktG.....	127
(6)	Zwischenfazit.....	128
ee)	Verletzung der Treuepflicht bei weiteren Aktionärsrechten.....	128
(1)	Auskunftsrecht, § 131 AktG.....	128
(2)	Verletzung bei Klagerchten, §§ 246, 249 AktG.....	12:
ff)	Fazit Treuepflicht bei Aktionärsrechten.....	132
b)	Geltung und Verletzung der Treuepflicht bei informeller Einflussnahme.....	133
aa)	Persönliches Schreiben an und persönliches Gespräch mit dem Management.....	134
(1)	Informeller Dialog als treuwidriges Mittel.....	134
(2)	Treuwidrigkeit des Hinwirkens auf ein Tun/Unterlassen.....	134
bb)	Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen.....	137
(1)	Pressekampagnen.....	137
(2)	Auffordern zu einem bestimmten Stimmverhalten.....	138
cc)	Fazit Treuepflichtverletzung bei informeller Einflussnahme.....	139
c)	Treuwidrigkeit durch die Kombination formeller Aktionärsrechte und informeller Vorgehensweisen.....	139
4.	Fazit zur Treuepflicht insgesamt.....	13:
II.	Verantwortungsbereiche der Verwaltungsorgane.....	13;
1.	Rechte und Pflichten des Vorstands.....	13;
a)	Leitungsmacht des Vorstandes, § 76 Abs. 1 AktG.....	13;
aa)	Weisungsunabhängigkeit.....	143
(1)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber dem Aufsichtsrat.....	143
(2)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber der Hauptversammlung.....	143
(3)	Weisungsunabhängigkeit gegenüber Aktionären.....	144
bb)	Leitungsgermessen.....	146
b)	Sorgfalts- und Treuepflichten des Vorstands, § 93 Abs. 1 S. 1 AktG.....	147
c)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre.....	149

aa)	Umsetzung einzelner Maßnahmen	149
bb)	Abschluss einer Investorenvereinbarung	152
cc)	Zusammenfassung	154
2.	Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats	155
a)	Sorgfalts- und Treuepflichten des Aufsichtsrats	155
b)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre	156
aa)	Einzelmaßnahmen	156
bb)	Investorenvereinbarung	157
c)	Investorenkontakte des Aufsichtsrats	158
aa)	Allgemeines	158
bb)	Konsequenzen für aktivistische Aktionäre	15;
3.	Verschwiegenheitspflicht	163
a)	Verschwiegenheitspflicht des Vorstands, § 93 Abs. 1 S. 3 AktG	163
b)	Schlussfolgerungen in Bezug auf aktivistisches Handeln	164
c)	Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrates	166
d)	Schlussfolgerungen in Bezug auf aktivistische Aktionäre	167
e)	Fazit zur Verschwiegenheitspflicht	167
III.	Aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebote	168
1.	Konfliktlage mit aktivistischen Aktionären	168
2.	Gleichbehandlungsgebot nach § 53a AktG	169
3.	Sachliche Rechtfertigung privilegierter Informationserteilung	16;
4.	Erweitertes Auskunftsrecht nach § 131 Abs. 4 AktG	173
5.	Fazit	175"
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)	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
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.	ABSCHLIEBENDE BETRACHTUNG UND FAZIT	259
	LITERATURVERZEICHNIS	263