

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 275

**Sustainable Finance:  
Anlagestrategien von (Dach-)Hedgefonds unter  
Zugrundelegung der Taxonomie-Verordnung  
und der Offenlegungsverordnung**

**Eine Untersuchung  
regulatorischer Anforderungen an Art. 8- und  
Art. 9-Fonds sowie deren Verträglichkeit mit  
Hedgefonds-Anlagestrategien**

Von

**Eduard Bekker**



**Duncker & Humblot · Berlin**

EDUARD BEKKER

Sustainable Finance:  
Anlagestrategien von (Dach-)Hedgefonds unter  
Zugrundelegung der Taxonomie-Verordnung und  
der Offenlegungsverordnung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 275

Sustainable Finance:  
Anlagestrategien von (Dach-)Hedgefonds unter  
Zugrundelegung der Taxonomie-Verordnung  
und der Offenlegungsverordnung

Eine Untersuchung  
regulatorischer Anforderungen an Art. 8- und  
Art. 9-Fonds sowie deren Verträglichkeit mit  
Hedgefonds-Anlagestrategien

Von

Eduard Bekker



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft der Justus-Liebig-Universität Gießen  
hat diese Arbeit im Wintersemester 2024/25 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen  
Druck: CPI books GmbH, Leck  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-19506-0 (Print)

ISBN 978-3-428-59506-8 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

*Für Dr. Arngolt Bekker*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Justus-Liebig-Universität Gießen, Fachbereich Rechtswissenschaft im Wintersemester 2024/25 als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur konnten bis März 2023 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Prof. Dr. Jens Ekkenga, der die hiesige Untersuchung angeregt und mit seinen konstruktiven Anmerkungen begleitet hat. Ebenso möchte ich meiner Zweitgutachterin, Prof. Dr. Elena Dubovitskaya, herzlich für die anregenden und wertvollen Diskussionen danken.

Ich danke Thomas Schrotberger, Dr. Eberhard Koch und Dr. Leif Gerling für die Möglichkeit, meine Dissertation berufsleitend mit dem nötigen Freiraum zu verfassen.

Dr. Dominik König, Dr. Julian Zimara, Dr. Martin Hoffmann und Natalie Bühl danke ich für den regen fachlichen Austausch und ihre wertvolle Hilfe bei der Entstehung dieser Arbeit.

Ein besonders großer Dank gilt meiner Familie, die mich auf diesem langen Weg begleitet hat. Insbesondere meiner Ehefrau, Linnéa Bekker, danke ich herzlich für ihre fortwährende Unterstützung.

Schließlich möchte ich meinem Großvater, Dr. Arngolt Bekker, danken, der mich von Anfang an zur juristischen Ausbildung ermutigt hat. Ihm ist dieses Werk gewidmet.

Frankfurt am Main, im April 2025

*Eduard Bekker*



# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	21
A. Ausgangslage der Untersuchung .....	21
B. Erkenntnissinteresse der Arbeit .....	26
C. Gang der Untersuchung .....	26

## *Kapitel 1*

<b>Charakteristik ausgewählter Offenlegungspflichten</b> .....	28
A. Gesetzgeberischer Hintergrund .....	28
B. Systematische Einordnung der Verordnungen und delegierter Rechtsakte .....	30
C. Art. 8 Offenlegungsverordnung: Transparenz bei der Bewerbung ökologischer oder sozialer Merkmale in vorvertraglichen Informationen .....	31
I. Persönlicher Anwendungsbereich: Adressaten des Art. 8 Offenlegungsverordnung im Investmentbereich .....	31
1. Ein Finanzprodukt i. S. der Offenlegungsverordnung .....	31
a) Ein Finanzprodukt i. S. des Art. 2 Nr. 12 Offenlegungsverordnung .....	32
aa) Rechtliche Ausgestaltung eines inländischen Investmentfonds .....	33
(1) Rechtsquellen für die Auslegung der Tatbestandsvoraussetzungen des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB .....	33
(a) Tatbestandsmerkmale des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB als unbestimmte Rechtsbegriffe .....	34
(b) Normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften der BaFin und ESMA .....	35
(c) Der Auslegungsmaßstab .....	35
(d) Zwischenergebnis .....	37
(2) Organismus für gemeinsame Anlagen .....	38
(a) Organismus .....	38
(b) Anlagen .....	39
(c) Für gemeinsame Anlagen .....	39
(d) Fremdverwaltung .....	40
(3) Einsammeln vom Kapital .....	41
(a) Grundsatz .....	41
(b) Ausnahme: Family Offices und Investmentclubs .....	42

(4) Von einer Anzahl von Anlegern .....	43
(5) Anlage gemäß einer festgelegten Anlagestrategie .....	44
(6) Investition zum Nutzen der Anleger .....	45
(7) Negatives Tatbestandsmerkmal: Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors .....	46
(8) Zwischenergebnis .....	47
bb) Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) .....	47
(1) Niederlassung in einem EU-Mitgliedstaat .....	47
(2) Kapitalbeschaffung .....	48
(3) Investition des beschafften Kapitals .....	48
(4) Rücknahme- oder Auszahlungspflicht .....	50
(5) Abgrenzungsmerkmale .....	50
(6) Zulässige Rechtsformen .....	50
(a) Vertragsform: OGAW als Sondervermögen .....	51
(aa) Der Investmentvertrag: Die Rechtsbeziehung zwischen der Kapitalverwaltungsgesellschaft und dem jeweiligen Anleger .....	53
(α) Gewährung einer Mitberechtigung am Sonderver- mögen .....	53
(β) Verwaltung für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger .....	55
(γ) Rückgaberecht der Anleger .....	56
(δ) Die Anlagebedingungen als Bestandteil des Invest- mentvertrages .....	56
(bb) Die Rechtsbeziehung zwischen der Kapitalverwaltungs- gesellschaft und der OGAW-Verwahrstelle .....	57
(α) Die Verpflichtung der Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Beauftragung einer OGAW-Verwahrstelle .....	59
(β) Das Wesen der OGAW-Verwahrstelle .....	60
(γ) Die Aufgaben der OGAW-Verwahrstelle .....	61
(cc) Die Rechtsbeziehung zwischen der Verwahrstelle und dem jeweiligen Anleger .....	63
(dd) Verhältnis unter den Anlegern .....	67
(ee) Zwischenergebnis Sondervermögen .....	67
(b) Satzungsform: OGAW als Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital .....	68
(aa) Kapitalerhöhung .....	68
(bb) Aktiengattungen .....	69
(cc) Die Übertragung und Rücknahme von Aktien .....	70
(dd) Die Verwaltung der Investmentaktiengesellschaft mit ver- änderlichem Kapital .....	71

(7) Zwischenergebnis OGAW .....	72
cc) Alternativer Investmentfonds (AIF) .....	72
(1) Spezial-AIF .....	73
(a) Professioneller Anleger .....	73
(b) Semiprofessioneller Anleger .....	75
(c) Offene und geschlossene Spezial-AIF .....	76
(aa) Offene inländische Spezial-AIF .....	76
(α) Spezial-Sondervermögen .....	77
(β) Spezial-Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital .....	77
(γ) Offene Investmentkommanditgesellschaft .....	78
(δ) Fondstypen eines offenen inländischen Spezial-AIF .....	84
(bb) Geschlossene inländische Spezial-AIF .....	84
(α) Spezial-Sondervermögen .....	85
(β) Spezial-Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital .....	85
(γ) Geschlossene Investmentkommanditgesellschaft ...	86
(cc) Entwicklungsförderungsfonds .....	87
(2) Publikums-AIF .....	87
(a) Offene inländische Publikums-AIF .....	88
(b) Geschlossene inländische Publikums-AIF .....	89
dd) Zwischenergebnis zum Finanzprodukt i.S. der Offenlegungsverordnung .....	90
b) Eröffnung des persönlichen Anwendungsbereichs bei einem sozial-ökologischen Finanzprodukt i.S. des Art. 8 Abs. 1 Offenlegungsverordnung .....	91
aa) Wann werden mit einem Finanzprodukt ökologische oder soziale Merkmale beworben? .....	92
(1) Englische Fassung der Offenlegungsverordnung als Auslegungshilfe .....	92
(2) Systematische Auslegung: Konkretisierung durch eine Abgrenzung zur bloßen Informationsoffenlegung .....	93
(3) Zwischenergebnis zum Tatbestandsmerkmal „beworben“ .....	94
bb) Was ist ein Unternehmen, welches Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwendet? .....	94
(1) Problemeinführung .....	95
(a) <i>Corporate Governance</i> im deutschen Recht .....	96
(b) DCGK in der Fassung vom 16.12.2019 (DCGK a.F.) .....	96
(c) DCGK in der heutigen Fassung .....	97
(d) Kritik an der Neufassung des DCGK .....	98

(2) Folgen für die Auslegung des Begriffs „Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung“ .....	98
cc) Kritik an der Systematik des Art. 8 Abs. 1 Offenlegungsverordnung ...	99
dd) Zwischenergebnis zur Eröffnung des persönlichen Anwendungsbereichs bei einem sozial-ökologischen Finanzprodukt .....	100
2. Ein „Finanzmarktteilnehmer“ i. S. der Offenlegungsverordnung .....	100
a) Eine OGAW-Verwaltungsgesellschaft i. S. des Art. 2 Nr. 1 lit. i) Offenlegungsverordnung .....	101
aa) Rechtliche Einordnung der Kapitalverwaltungsgesellschaft .....	102
(1) Unternehmen .....	102
(2) Sitz und Hauptverwaltung der Kapitalverwaltungsgesellschaft im Inland .....	103
(3) Der Geschäftsbetrieb der Kapitalverwaltungsgesellschaft .....	104
bb) Verwaltung eines Investmentfonds durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft .....	104
(1) Portfolioverwaltung .....	105
(2) Risikomanagement .....	106
(3) Möglichkeit der Ausübung .....	106
cc) Verwaltung eines OGAW .....	106
(1) Trennung zwischen Fremd- und Selbstverwaltung .....	107
(2) Verwaltungsgesellschaft i. S. des Art. 2 Nr. 10 lit. a) Offenlegungsverordnung .....	107
(3) Investmentgesellschaft i. S. des Art. 2 Nr. 10 lit. b) Offenlegungsverordnung .....	107
(4) Zwischenergebnis: OGAW-Verwaltungsgesellschaft als Finanzmarktteilnehmer i. S. der Offenlegungsverordnung .....	108
b) Ein AIF-Verwalter i. S. des Art. 2 Nr. 1 lit. e) Offenlegungsverordnung .....	108
aa) Spezial-AIF .....	109
bb) Hedgefonds .....	110
cc) Sonderkonstellation: „kleine“ Spezial-AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft .....	110
dd) Publikums-AIF .....	111
c) Zwischenergebnis zum Finanzmarktteilnehmer .....	112
3. Fazit zum persönlichen Anwendungsbereich .....	112
II. Sachlicher Anwendungsbereich: Welche inhaltlichen Anforderungen beinhaltet Art. 8 Abs. 1 und 2 Offenlegungsverordnung? .....	113
1. Angaben zur Erfüllung ökologischer und/oder sozialer Merkmale, Art. 8 Abs. 1 und 2 Offenlegungsverordnung .....	113
a) Inhaltliche Ausgestaltung einzelner Informationen oder: Was ist ein ökologisch-soziales Finanzprodukt? .....	114

aa) Keine Definition ökologischer und sozialer Merkmale im Gesetzestext .....	114
bb) Wie ist der Begriff „ökologische Merkmale“ auszulegen? .....	114
(1) Inhaltliche Gleichstellung „ökologischer Merkmale“ mit „Umweltzielen“? .....	114
(a) Wortlaut .....	115
(b) Systematische Auslegung .....	115
(c) Telos .....	116
(d) Historische Auslegung .....	116
(2) Konsequenz für die Auslegung des Begriffs „ökologische Merkmale“ .....	117
cc) Wie ist der Begriff „soziale Merkmale“ auszulegen? .....	118
(1) Kann der Begriff „soziale Merkmale“ <i>de lege lata</i> definiert werden? .....	118
(a) Rückgriff auf die EuSEF Verordnung .....	118
(b) Ein Sozialunternehmen i. S. der EuSEF-Verordnung .....	119
(c) Übertragung der Kriterien eines Sozialunternehmens auf soziale Merkmale .....	120
(aa) Keine Berücksichtigung umweltschonender Maßnahmen .....	120
(bb) Keine vollständige Zurückstellung der Gewinnmaximierung .....	120
(cc) Keine positive Auswirkungen auf soziale Ziele .....	120
(d) Zwischenergebnis .....	121
(2) <i>De lege ferenda</i> Präzisierung des Begriffs „soziale Merkmale“ durch eine Sozial-Taxonomie? .....	121
(a) Aktueller Stand der Gesetzgebung .....	121
(aa) Die Plattform für nachhaltiges Finanzwesen .....	121
(bb) Rückgriff auf den Abschlussbericht vom 28.02.2022 ....	122
(b) Auswirkungen einer Sozial-Taxonomie .....	122
(3) Vergleich zwischen den beiden Definitionen .....	123
b) Offenlegung dieser Informationen .....	123
aa) Art. 8 Abs. 1 lit. a) Offenlegungsverordnung: Angaben zur Erfüllung ökologischer und/oder sozialer Merkmale .....	124
(1) Erhebung von ESG-Daten .....	124
(2) Verwertung von ESG-Daten .....	124
(a) Kein Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen .....	125
(b) Keine Mindestgrenzen .....	125
bb) Art. 8 Abs. 1 lit. b) Offenlegungsverordnung: Angaben zum Index als Referenzwert .....	126

(1) Nachhaltigkeitsindex .....	126
(2) Marktindex .....	127
(3) Indexe zur Reduzierung von CO <sub>2</sub> -Emissionen .....	128
cc) Zum Verhältnis der Offenlegungspflichten nach lit. a) und lit. b) .....	128
dd) Konkretisierung durch die Taxonomie-Verordnung .....	128
ee) Konkretisierung durch die RTS: Offenlegung der Strategien zur Bewertung der Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung .....	129
2. Die Art und Weise der Veröffentlichung .....	130
a) Vorvertragliche Informationen gegenüber den Anlegern, Art. 6 Abs. 1 und 3 Offenlegungsverordnung .....	130
aa) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	131
(1) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft .....	131
(2) Spezial-AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft .....	132
bb) OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	132
b) Veröffentlichung von Informationen auf der Internetseite (Art. 10 Abs. 1 lit. a) und b) Offenlegungsverordnung) .....	133
c) Regelmäßige Berichterstattung (Art. 11 Abs. 1 lit. a), Abs. 2 Offenlegungsverordnung) .....	133
3. Fazit zu Art. 8 Offenlegungsverordnung .....	133
D. Art. 9 Offenlegungsverordnung: Transparenz in vorvertraglichen Informationen bei nachhaltigen Investitionen .....	135
I. Persönlicher Anwendungsbereich .....	135
1. Das nachhaltige Finanzprodukt .....	135
a) Wirtschaftliche Tätigkeit .....	136
b) Umweltziel .....	136
aa) Eine Herleitung über Art. 2 Nr. 17 Offenlegungsverordnung? .....	136
bb) Umweltziele i. S. des Art. 9 Taxonomie-Verordnung als „ <i>erga omnes</i> “? .....	137
(1) Wortlaut .....	137
(2) Systematische Auslegung .....	138
(3) Historische Auslegung .....	138
(4) Teleologische Auslegung .....	139
cc) Zwischenergebnis .....	139
dd) Auswirkungen der Auslegung auf die Definition „Umweltziel“ i. S. des Art. 2 Nr. 17 Offenlegungsverordnung .....	140
ee) Kritik und mögliche Reformvorhaben .....	140
c) Soziales Ziel .....	141
d) Anstreben einer nachhaltigen Investition .....	141
e) Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen ( <i>principle of do no significant harm</i> ) .....	142

2. Das CO <sub>2</sub> -Finanzprodukt .....	142
3. Zwischenergebnis zum persönlichen Anwendungsbereich .....	143
II. Sachlicher Anwendungsbereich .....	143
1. Informationspflichten beim nachhaltigen Finanzprodukt .....	143
a) Art. 9 Abs. 1 Offenlegungsverordnung: Informationspflichten bei Verwendung eines Index als Referenzwert .....	143
b) Art. 9 Abs. 2 Offenlegungsverordnung: Informationspflichten bei keiner Bestimmung eines Index als Referenzwert .....	144
2. Informationspflichten beim CO <sub>2</sub> -Finanzprodukt .....	144
a) Verwendung eines EU-Referenzwertes .....	144
b) Keine Verwendung eines EU-Referenzwertes .....	144
3. Konkretisierung durch die Taxonomie-Verordnung: Informationspflichten des Art. 5 Taxonomie-Verordnung .....	145
a) Art. 5 lit. a) Taxonomie-Verordnung: Informationen zur Erreichung eines Umweltziels .....	145
b) Art. 5 lit. b) Taxonomie-Verordnung: Investition in eine ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit .....	145
aa) Ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit .....	145
(1) Wie ist der Begriff „Wirtschaftstätigkeit“ zu verstehen?“ .....	146
(2) Wann ist eine Wirtschaftstätigkeit „ökologisch nachhaltig“? .....	148
(a) Wesentlicher Beitrag zur Verwirklichung mindestens eines Umweltziels .....	149
(aa) Wesentlicher Beitrag zum Klimaschutz, Art. 10 Taxonomie-Verordnung .....	149
(bb) Wesentlicher Beitrag zur Anpassung an den Klimawandel, Art. 11 Taxonomie-Verordnung .....	151
(cc) Wesentlicher Beitrag zur nachhaltigen Nutzung und zum Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, Art. 12 Taxonomie-Verordnung .....	152
(dd) Wesentlicher Beitrag zum Übergang zur Kreislaufwirtschaft, Art. 13 Taxonomie-Verordnung .....	154
(ee) Wesentlicher Beitrag zur Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung, Art. 14 Taxonomie-Verordnung .....	155
(ff) Wesentlicher Beitrag zum Schutz und zur Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme, Art. 15 Taxonomie-Verordnung .....	156
(gg) Ermöglichende Tätigkeiten, Art. 16 Taxonomie-Verordnung .....	158
(b) Keine erhebliche Beeinträchtigung mindestens eines Umweltziels, Art. 17 Taxonomie-Verordnung .....	158

(c) Einhaltung des Mindestschutzes, Art. 18 Taxonomie-Verordnung .....	159
(d) Entsprechung den technischen Bewertungskriterien, Art. 19 Taxonomie-Verordnung .....	160
(3) Zwischenergebnis zu ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit .....	160
bb) Ermittlung des Grades der ökologischen Nachhaltigkeit .....	160
4. Offenlegung der Informationen .....	161
III. Fazit zum Art. 9 Offenlegungsverordnung .....	161
E. Fazit zu Kapitel 1 .....	162
 <i>Kapitel 2</i> <b>Hedgefonds</b>	
A. Rechtliche Einordnung von Hedgefonds .....	165
I. Begriffsbestimmung .....	166
II. Abgrenzung zu anderen Anlagevehikeln .....	167
1. Private Equity Fonds .....	168
a) Management Buy Out („MBO“) .....	170
b) Management Buy In („MBI“) .....	171
c) Leveraged Buy Out („LBO“) .....	171
aa) Erwerbsvorgang .....	172
bb) Der Leverage-Effekt .....	173
d) Zwischenergebnis: Maßgebliche Unterschiede zwischen Hedgefonds und Private Equity Fonds .....	173
aa) Investitionen in unterschiedliche Anlageklassen ( <i>Asset-Klassen</i> ) .....	174
bb) Unterschiedliche Anlagestrategien; unterschiedliche Ausrichtung der Fonds .....	174
cc) Unterschiedlicher Anlagehorizont .....	174
dd) Unterschiedliche Wertsteigerung der Fonds .....	175
2. Venture Capital Fonds .....	175
3. Zwischenergebnis .....	177
III. Gestaltungsmöglichkeiten nach dem KAGB .....	177
1. (Single) Hedgefonds i. S. des KAGB .....	177
2. Dach-Hedgefonds .....	178
B. Anlagestrategien von Hedgefonds .....	179
I. Opportunistische Strategien .....	179
1. <i>Long/Short Equity</i> .....	179
a) Leerverkäufe ( <i>Short Selling</i> ) .....	180

aa)	Gedeckter und ungedeckter Leerverkauf .....	181
bb)	Rechtliche und ökonomische Einordnung von Leerverkäufen .....	181
(1)	Rechtliche Einordnung von Leerverkäufen .....	182
(2)	Ökonomische Einordnung von Leerverkäufen .....	183
cc)	Regulatorische Einschränkungen .....	183
dd)	Vorgehensweise von Hedgefonds beim <i>Short Selling</i> .....	184
(1)	Aktivistische Leerverkäufer .....	184
(2)	Passive Leerverkäufer .....	185
b)	Fazit .....	185
2.	<i>Global Macro</i> .....	185
II.	Ereignisorientierte Strategien ( <i>Event Driven</i> ) .....	186
1.	<i>Distressed Securities</i> .....	186
2.	<i>Merger Arbitrage</i> .....	187
3.	Aktivistische Aktionäre ( <i>Shareholder Activism</i> ) .....	188
III.	Arbitragestrategien ( <i>Relative Value</i> ) .....	189
1.	Wandelanleihen-Arbitrage ( <i>Convertible Arbitrage</i> ) .....	190
2.	Zinsarbitrage ( <i>Fixed Income Arbitrage</i> ) .....	191
a)	<i>Swap Spread Arbitrage</i> .....	192
b)	<i>Yield Curve Arbitrage</i> .....	193
c)	<i>Mortgage Backed Securities Arbitrage</i> .....	194
3.	Marktneutrale Aktienstrategie ( <i>Equity Market Neutral</i> ) .....	195
C.	Fazit zu Kapitel 2 .....	196

*Kapitel 3*

**Wie wirken sich die untersuchten Offenlegungspflichten auf die Anlagestrategien von Hedgefonds aus?**

197

A.	Hedgefonds als neue Kontrollagenten einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft? .....	197
I.	Volkswirtschaftliche Einordnung .....	198
1.	Volkswirtschaftliche Einordnung von Umweltbelangen .....	198
2.	Volkswirtschaftliche Einordnung von Hedgefonds .....	199
II.	Sind Hedgefonds taugliche „Kontrollagenten“ einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft? .....	201
1.	Internalisierung externer Umweltkosten und Beseitigung von Informationsasymmetrien .....	202
a)	Liegt eine Prinzipal-Agenten-Situation vor? .....	203
b)	Abgabe der staatlichen Aufgabe an die Finanzwirtschaft .....	204
aa)	<i>Global-Macro</i> .....	207

bb) Arbitragestrategien .....	207
cc) Ereignisorientierte Strategien .....	208
dd) <i>Long/Short Equity</i> .....	209
(1) Ist der aktivistische Hedgefonds grundsätzlich ein geeigneter Kontrollagent? .....	209
(2) Können aktivistische Hedgefonds mit Leerverkäufen ( <i>Short</i> ) den gesetzgeberischen Auftrag erfüllen? .....	210
(3) <i>Long</i> -Strategien aktivistischer Hedgefonds: Die einzige geeignete Anlagestrategie der Hedgefonds zur Kontrolle der Realwirtschaft? .....	213
c) Zwischenergebnis .....	214
2. Aktivierung der Dach-Hedgefonds oder: (Erzwungene) Aufgabe der Passivität von Dach-Hedgefonds als struktureller Widerspruch? .....	214
III. Zwischenergebnis zu A. ....	214
B. Umgekehrte Perspektive: Die (neue) Macht der Fondsverwalter .....	215
C. Welche Hedgefonds-Anlagestrategien können „nachhaltig“ sein? .....	217
I. Benchmark: Fund Governance i. S. eines Sustainable Finance .....	217
1. Erwerb von Aktien durch den Fonds .....	218
2. Erwerb von Unternehmensanleihen durch den Fonds .....	218
a) Keine Stimmrechtsausübung bei Unternehmensanleihen .....	218
b) Gleichstellung mit Finanzprodukten? .....	218
c) Keine Einschränkung des Anwendungsbereichs der Offenlegungsverordnung .....	219
d) Kapitalüberlassung an den Schuldner .....	220
e) Stellungnahme und Zwischenergebnis zu Unternehmensanleihen .....	220
3. Sonstige Investitionen eines Fonds .....	221
a) Wandelschuldverschreibungen .....	221
b) Staatsanleihen .....	222
c) Verbriefungstransaktion grundsuldbesicherter Kredite .....	222
d) Derivative Geschäfte und <i>Swaps</i> .....	222
4. Zwischenergebnis .....	222
II. Zwischenergebnis zu C. ....	222
D. Stellt die „Langfristigkeit“ einer Investition ein Tatbestandsmerkmal eines dunkelgrünen oder hellgrünen Fonds dar? .....	224
1. Standpunkt der EU-Kommission .....	224
2. Standpunkt der BaFin .....	224
3. Zustand <i>de lege lata</i> .....	225
4. „Langfristigkeit“ als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal? .....	225

5. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> .....	226
6. Zwischenergebnis .....	226
E. „Portfoliointeresse“ versus „nachhaltiges Investment“ .....	227
I. Problemeinführung .....	227
II. Bestehen Anreize für Hedgefonds ihre Anlagestrategien hin zu „nachhaltigem“ Investment anzupassen? .....	228
1. Bestandsaufnahme .....	228
2. Mögliche Auswirkungen der Anlagepräferenzen der Hedgefonds-Investoren auf die Anlagestrategien von Hedgefonds .....	230
a) Anlagepräferenzen von Privatanlegern und semiprofessionellen Anlegern... ..	230
aa) Die Rolle von Privatanlegern bei Beteiligungen an Hedgefonds .....	230
bb) Der Privatanleger als reiner <i>homo oeconomicus</i> ? .....	231
cc) Auswirkungen der neuen vorgeschalteten Kundenexploration .....	232
dd) Zwischenergebnis zu a) .....	233
b) Anlagepräferenzen institutioneller Anleger .....	233
aa) Institutioneller Anleger: Begriffsbestimmung .....	234
(1) Herleitung über den § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG .....	234
(2) Herleitung über den § 67 Abs. 2 WpHG .....	235
(3) Zwischenergebnis zur Begriffsbestimmung des Begriffs „instituti- oneller Anleger“ .....	235
bb) Interesse institutioneller Anleger am „nachhaltigen“ Investment .....	236
(1) Art. 9 Offenlegungsverordnung .....	237
(a) Institutionelle Anleger als Finanzmarktteilnehmer i. S. des Art. 2 Nr. 1 Offenlegungsverordnung .....	237
(aa) Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Finanzinstitute i. S. des § 67 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 lit. a) und b) WpHG .....	237
(bb) Versicherungsunternehmen i. S. des § 67 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 lit. c) WpHG .....	238
(cc) OGAW und OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften sowie AIF und AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften i. S. des § 67 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 lit. d) WpHG .....	239
(dd) Pensionsfonds und deren Verwaltungsgesellschaften i. S. des § 67 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 lit. e) WpHG .....	240
(ee) Effektenhändler i. S. des § 67 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 lit. f) WpHG .....	242
(ff) Zwischenergebnis .....	242
(b) Sind Hedgefonds als Wirtschaftstätigkeiten i. S. der Taxono- mie-Verordnung einzustufen? .....	243
(c) Zwischenergebnis zu Art. 9 Offenlegungsverordnung und Be- deutung für Dach-Hedgefonds .....	243

(2) Neue Bestimmungen des DCGK .....	245
(a) Ausgangslage .....	245
(b) Auswirkungen des DCGK .....	246
(3) Zwischenergebnis zu Anlagepräferenzen institutioneller Anleger ..	247
3. Verschiebung der Priorität vom „Portfoliointeresse“ zum „nachhaltigen Investment“ aufgrund der Erweiterung des <i>comply-or-explain</i> -Prinzips? .....	248
4. Zwischenergebnis zu II. ....	250
III. „Nachhaltiges“ Investment bei positiver Renditeprognose um jeden Preis? Oder: Unzulässige Einschränkung des Ermessenspielraums des Fondsverwalters? .....	250
IV. Zwischenergebnis zu E. ....	253
F. Folge gesetzlicher Zielsetzung: Eine (wiederkehrende) Destabilisierung der Realwirtschaft durch eine zwanghafte „Verknechtung“ der Finanzmärkte? .....	253
I. Folgen für die Realwirtschaft im Falle der Lenkung der Finanzströme hin zu „nachhaltigen“ Investitionen .....	254
II. Ein Plädoyer für eine Härtefall-Klausel zugunsten betroffener Unternehmen der Realwirtschaft .....	256
III. Zwischenergebnis zu F. ....	258
G. Fazit zu Kapitel 3 .....	258

#### *Kapitel 4*

<b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen</b>	260
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	262
<b>Material- und Quellenverzeichnis</b> .....	283
<b>Sachverzeichnis</b> .....	295

# Einleitung

## A. Ausgangslage der Untersuchung

„*The logic of the idea was very clear. It was hedge against the vagaries of the market.*“<sup>1</sup> Dieses dem ersten Hedgefonds-Manager, Herrn Alfred Winslow Jones, zugeschriebene Zitat fasst das Wesen von Hedgefonds zusammen: ihre Anlagestrategien sind darauf ausgerichtet, sich gegen Unwägbarkeiten oder Unvorhersehbarkeiten (*vagaries*) der Märkte abzusichern (*hedge*) und dadurch unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung positive Rendite zu erwirtschaften; dabei werden vom Fondsmanager Investitionen mit möglichst geringer Korrelation zwischen den Märkten und einer niedrigen Volatilität unterliegenden Rendite bevorzugt.<sup>2</sup> Daher bevorzugen Hedgefonds in der Regel kurzfristige Investitionen in die Zielunternehmen.<sup>3</sup> Aus finanzieller Sicht scheint diese „klare“ Idee von Hedgefonds nachvollziehbar zu sein. Den (potentiellen) Anlegern wird eine von Marktschwankungen unabhängige Rendite versprochen und die Anleger erfreuen sich im Idealfall an einer über dem Marktstandard liegenden Rendite. Gesellschaftspolitisch ist die rein auf positive Rendite ausgerichtete Tätigkeit von Hedgefonds dennoch äußerst umstritten.<sup>4</sup> Ihnen und Private Equity Fonds wird in der Rechtswissenschaft teilweise „Eigenkapitalraub“ vorgeworfen.<sup>5</sup> Der frühere SPD-Vorsitzende und spätere Vizekanzler Franz Müntefering hatte u. a. Hedgefonds öffentlichkeitswirksam als „Heuschrecken“ bezeichnet.<sup>6</sup> Seit den Äußerungen des Bundesministers für Gesundheit Prof. Dr. Karl Lauterbach im Zusammenhang mit dem Erwerb von Arztpraxen durch private Finanzinvestoren ist die „Heuschrecken-Debatte“ wieder aktuell geworden.<sup>7</sup> Spätestens seit dem Wirecard-

---

<sup>1</sup> Das dem ersten Hedgefonds-Manager Alfred Winslow Jones zugeschriebene Zitat ist abgedruckt in: *Landau*, *The Institutional Investor*, August 1968.

<sup>2</sup> *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017; *Metze/Westpfahl*, in: *Baur/Kantowsky/Schulte*, *Stakeholder Management*, S. 98; *Nicholas*, *Market Neutral Investing*, S. 5 f.; *Ricke*, BKR 2004, 60 (61).

<sup>3</sup> *Ekkenga*, WM 2020, 1664 (1671).

<sup>4</sup> *Kunschke/Herring*, in: MKJ, Kap. 8 Hedgefonds, Rn. 2.

<sup>5</sup> *Schneider*, NZG 2007, 888 (889).

<sup>6</sup> *Müntefering*, *Freiheit und Verantwortung. Das neue Grundsatzprogramm der SPD*, in: *SPD, Programmheft I, Tradition und Fortschritt*, Januar 2005, S. 18.

<sup>7</sup> Focus Online, Lauterbach will „Einstieg dieser Heuschrecken in Arztpraxen“ unterbinden, Focus Online v. 29. 12. 2022.

Skandal<sup>8</sup> sind Hedgefonds mit ihren Leerverkaufsstrategien wieder Ziel gesellschaftspolitischer Diskussionen in Deutschland geworden. Zusätzlich hat die COVID-19-Pandemie das Interesse der Öffentlichkeit an der Entwicklung der Leerverkaufspositionen von Hedgefonds verstärkt.<sup>9</sup> Das öffentliche Interesse an aktivistischen Hedgefonds in Deutschland dürfte auch in naher Zukunft nicht schwinden. Nach dem Einstieg des aktivistischen US-Hedgefonds Elliot Management Corporation bei dem Gesundheitskonzern Fresenius SE & Co. KGaA prognostiziert das Beratungsunternehmen Alvarez & Marsal, dass 29 weitere deutsche Unternehmen Ziele von Beteiligungen aktivistischer Investoren sein werden.<sup>10</sup> Diese Prognose scheint sich zu bestätigen: Im Januar 2023 wurde bekannt, dass der für seine aggressive Strategien bekannte aktivistische Hedgefonds Bluebell Capital Partners Limited eine Beteiligung an dem Agrarchemie- und Pharmahersteller Bayer AG erworben hat, mit dem Ziel, eine Aufspaltung der Bayer AG durchzusetzen.<sup>11</sup>

Ausschließlich auf eine Renditeoptimierung ausgerichtete Anlagestrategien können durchaus unliebsame gesellschaftspolitische Nebeneffekte für Unternehmen der Realwirtschaft, wie etwa deren hohe Verschuldung („*cash in and run*“), mit sich bringen.<sup>12</sup> Vergegenwärtigt man sich das oben wiedergegebene Zitat von Herrn

---

<sup>8</sup> Am 27.04.2015 berichtete der Financial Times Journalist Dan McCrum in dem Artikel „The House of Wirecard“ über Unstimmigkeiten in den Bilanzen der Wirecard AG, vgl. *McCrum*, FT, The House of Wirecard. Am 18.02.2019 hat die BaFin eine Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung und der Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien der Wirecard AG erlassen, vgl. BaFin, Allgemeinverfügung vom 19.02.2019, Geschäftszeichen WA 25-Wp 5700–2019/0002. Etwaige Informationen der Hedgefonds Managerin Fahmie Quadir (Safkhet Capital) zum Verdacht der Geldwäsche der Wirecard AG lehnte die BaFin ab, vgl. *Osman*, Handelsblatt, Wie die Bafin eine Hedgefonds-Managerin abwimmelte, die gegen Wirecard wettete. Die BaFin hat bei der Staatsanwaltschaft München I am 16.04.2019 eine Anzeige wegen des Verdachts der Marktmanipulation in Form einer Short Attacke in Aktien der Wirecard AG erstattet. Die Staatsanwaltschaft ermittelte unter anderem gegen den Financial Times Journalisten Dan McCrum wegen Vergehens nach dem Wertpapierhandelsgesetz, vgl. *Peitsmeier*, FAZ, Bafin verdächtigt „FT“-Journalisten im Fall Wirecard. Am 18.06.2020 gab Wirecard AG in einer *ad hoc*-Mitteilung bekannt, dass über Bankguthaben auf Treuhandkonten in Höhe von insgesamt EUR 1,9 Mrd. keine ausreichenden Prüfungsnachweise vorliegen, vgl. Wirecard AG, *ad hoc*-Mitteilung vom 18.06.2020. Mit Beschluss vom 25.08.2020 (Az. 1542 IN 1308/20) hat das Amtsgericht München – Insolvenzgericht – schließlich das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Wirecard AG eröffnet, vgl. Amtsgericht München – Pressesprecher –, Pressemitteilung 38/25.08.2020, Insolvenzeröffnungen bezüglich Firmen des Wirecard-Konzerns. Zur ganzen Chronologie des sog. „Wirecard-Skandals“: FT, Inside Wirecard.

<sup>9</sup> *Greppmair/Jank/Smajlbegovic*, Leerverkäufer antizipieren fiskalischen Spielraum von Staaten während der Corona-Pandemie, Deutsche Bundesbank, Research Brief, 41. Ausgabe – August 2021.

<sup>10</sup> *Fröndhoff*, 29 deutsche Unternehmen sind potentielle Ziele für aktivistische Investoren, Handelsblatt v. 08.12.2022.

<sup>11</sup> *Fröndhoff*, Aktivistische Fonds nehmen Bayer ins Visier – auch Bluebell Capital steigt ein, Handelsblatt v. 11.01.2023.

<sup>12</sup> *Schneider*, NZG 2007, 888 (889).

Alfred Winslow Jones, so wird deutlich, dass etwaige neben der Renditeoptimierung liegende Ziele, wie etwa ESG<sup>13</sup>-Ziele, bei Anlagestrategien von Hedgefonds nur schwer berücksichtigt werden können. Diese Überlegung wird durch empirische Daten gestützt. Empirische Erhebungen zeigen, dass nur 14 % der Hedgefonds-Manager weltweit ESG-Strategien implementiert haben.<sup>14</sup>

Würde man nun unterstellen, dass die gesellschaftspolitische Kritik am eigenützigen Handeln von Hedgefonds berechtigt sei, so könnte die aktuelle gesetzgeberische Entwicklung im Bereich des sog. Sustainable Finance Hedgefonds nun die Möglichkeit einer gesellschaftspolitischen „Aufwertung“ von einer „Heuschrecke“ zu einer auf das Gemeinwohl fokussierten „Biene“ bieten. Ausgangspunkt dieser Überlegung und der gegenständigen Untersuchung sind die Bemühungen des EU-Gesetzgebers private Kapitalströme hin zu „nachhaltigen“ Investitionen umzulenken, um die globale Klimakrise bewältigen und die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft sicherstellen zu können.<sup>15</sup> Dabei soll Investmentfonds im Rahmen des sog. European Green Deal<sup>16</sup> bei der Umgestaltung der Finanzwirtschaft zur Förderung einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft eine Schlüsselfunktion zukommen.<sup>17</sup> Es ist von einer „Zeitenwende“<sup>18</sup> auf den Kapitalmärkten sowie einer „Zäsur mit wirtschaftshistorischer Tragweite“<sup>19</sup> die Rede.<sup>20</sup> Die Taxonomie-Verordnung<sup>21</sup> und die Offenlegungsverordnung<sup>22</sup> stellen die zentralen Rechtsakte des EU-Gesetzgebers für ein nachhaltiges Finanzwesen (sog. *Sustainable Finance*) dar.<sup>23</sup> Ein besonderes Qualitätssiegel und das Kernstück beider Verordnungen stellen die nach Art. 9 Offenlegungsverordnung aufgelegten Finanzprodukte (sog.

<sup>13</sup> Environmental, Social, Governance, vgl. *Lange*, BKR 2020, 216 (224).

<sup>14</sup> BAI, Fact Sheet – Hedgefonds, S. 2.

<sup>15</sup> *Ekkenga*, WM 2020, 1664; *Nagel/Lorenz/El-Qalqili*, BKR 2022, 360.

<sup>16</sup> Der European Green Deal oder Europäischer Grüner Deal soll den Übergang zu einer ressourceneffizienten, zugleich wettbewerbsfähigen Wirtschaft schaffen, vgl. Europäische Kommission, Europäischer Grüner Deal. Erster klimaneutraler Kontinent werden. Vgl. auch Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen. Der europäische grüne Deal, COM(2019), 640 final v. 11.12.2019.

<sup>17</sup> *Ekkenga*, WM 2022, 1765.

<sup>18</sup> *Ekkenga*, WM 2020, 1664.

<sup>19</sup> *Ekkenga*, WM 2020, 1664 (1671).

<sup>20</sup> *Ekkenga*, WM 2020, 1664 (1664, 1671).

<sup>21</sup> Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.06.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABl. EU L 198/13 v. 22.06.2020 (sog. Taxonomie-Verordnung).

<sup>22</sup> Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABl. EU L 317/1 v. 09.12.2019 (sog. Offenlegungsverordnung). Die Offenlegungsverordnung wurde zuletzt durch die Taxonomie-Verordnung geändert.

<sup>23</sup> *Nagel/Lorenz/El-Qalqili*, BKR 2022, 360. *Röh/Scherber*, RdF 2020, 250 (251) bezeichnet die beiden Verordnungen als „neue ‚Grundgesetze‘“.