

# Today's or yesterday's news?

## Eine empirische Analyse von Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 21 ff WpHG und Schlussfolgerungen für die Kapitalmarktregulierung\*

Prof. Dr. RÜDIGER VEIL, Hamburg, Prof. Dr. MARTIN RUCKES, Karlsruhe,  
Dr. PETER LIMBACH, Karlsruhe  
und  
Dr. MARKUS DOUMET, Mannheim\*\*

*Inhaltsübersicht*

ZGR 2015, 709–753

I. Einleitung . . . . .	710
II. Ereignisstudie, Werteffekte und Analyse der Berichtsfristen . . . . .	711
1. Methodische Grundlagen . . . . .	711
2. Datenerhebung . . . . .	714
3. Empirische Ergebnisse zu Werteffekten . . . . .	717
4. Empirische Ergebnisse zu Berichtszeiträumen . . . . .	730
III. Schlussfolgerungen aus den empirischen Erkenntnissen . . . . .	733
1. Kursrelevanz der Mitteilungen . . . . .	733
2. Potentieller Insiderhandel . . . . .	739
IV. Zusammenfassung . . . . .	751

*Es ist bislang für den deutschen Kapitalmarkt noch nicht hinreichend erforscht, ob die Mitteilungen über Stimmrechtsänderungen kursrelevante Information darstellen. Der folgende Beitrag untersucht anhand von 6.322 Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 21 ff WpHG die Werteffekte und anhand von 10.817 Stimmrechtsmitteilungen die Dauer bis zur Offenlegung. Aus den Erkenntnissen können Schlüsse zur Funktionsfähigkeit der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität gezogen werden. Ferner werden Regelungsdefizite sichtbar, denen durch Reformen begegnet werden sollte. Die Vorschläge zielen darauf ab, die vor der Veröffentlichung zu beobachtende Insiderproblematik zu lösen.*

\* Wir danken Frau LENA TEMPLER für die sachkundige Unterstützung bei der händischen Auswertung der Daten. Ferner danken wir Herrn KARL-BURKHARD CASPARI, ehemaliger Exekutivdirektor Wertpapieraufsicht der BaFin, für die Gelegenheit zur Diskussion der Forschungsergebnisse mit ihm und Mitarbeitern der BaFin.

\*\* Prof. Dr. RÜDIGER VEIL ist Inhaber des Alfred Krupp Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht an der Bucerius Law School, Hamburg. Prof. Dr. MARTIN RUCKES ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken am Karlsruher Institut für Technologie (KIT). Dr. PETER LIMBACH ist Habilitand und wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Banken des Karlsruher Instituts für Technologie (KIT). Dr. MARKUS DOUMET ist Habilitand und wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für ABWL und Finanzierung der Universität Mannheim.

*There is a lack of evidence whether the disclosure of changes in major shareholdings affects share prices on the German capital market. This article examines the stock market reaction to 6,322 notifications of major holdings according to §§ 21 ff WpHG (German Securities Trading Act) as well as the period until this information is disclosed based on 10,817 notifications of major shareholdings. The results allow drawing inferences about the proper functioning of the disclosure regime. Some shortcomings are uncovered, which should be resolved by further reforms. Proposals are made to handle the apparent issue of trading on inside information prior to disclosure.*

## I. Einleitung

Die Beteiligungstransparenz erlebt wie kaum eine andere Materie des Wertpapierhandelsrechts permanent Reformen. Der Gesetzgeber verfolgt dabei vor allem das Ziel, die kapitalmarktrechtlichen Zwecke der Offenlegungspflichten zu stärken. Bereits 1995 begründete er die Neuregelung im WpHG damit, die Informationssituation für Anleger verbessern zu wollen.<sup>1</sup> Die 2007 wiederum durch eine europäische Richtlinie vorgezeichnete Reform nutzte er dazu, ein verdecktes Anschleichen zu erschweren und die Informationseffizienz zu verbessern.<sup>2</sup> Mit dem Risikobegrenzungs-gesetz von 2008<sup>3</sup> und dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz von 2011<sup>4</sup> wollte er erneut die Informationsbasis für Anleger stärken. Den (vorläufigen) Höhepunkt markiert die Umsetzung der 2013 revidierten Transparenzrichtlinie. Mit dieser Reform hat der europäische Gesetzgeber u. a. auf spektakuläre Fälle eines Anschleichens an börsennotierte Unternehmen reagiert<sup>5</sup> und abermals im Interesse der Anleger die Informationspflichten ausgeweitet.<sup>6</sup>

Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten über Stimmrechtsänderungen sind ein zentraler Baustein im Publizitätssystem<sup>7</sup> und, weil die Veröffentlichung einem potentiellen Insiderhandel begegnet,<sup>8</sup> auch im Marktmiss-

1 Vgl. Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 33.

2 Vgl. Begr. RegE Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498, S. 28.

3 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 8 („Transparenz für alle Akteure“).

4 Vgl. Begr. RegE AnsFuG, BT-Drucks. 17/3628, S. 17: „Verbesserung der Kapitalmarkttransparenz“.

5 Das Commission Staff Working Paper – Impact Assessment, SEC(2011) 1279 final/2 vom 3. 2. 2012, S. 66 und Annex 8 nennt beispielhaft die Fälle LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental, SGL Carbon/Susanne Klatten/SKion GmbH und Fiat.

6 Vgl. Erwägungsgrund 9 Richtlinie 2013/50/EU.

7 Vgl. SCHNEIDER, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., 2012, Vor § 21 Rdn. 18 ff.

8 In diesem Sinne bereits zur 1994 erfolgten Einführung der Regeln CASPARI, ZGR 1994, 530, 543; vgl. ferner SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 21; LG Köln AG 2008, 336, 339.

brauchsregime.<sup>9</sup> Es ist bislang aber für den deutschen Kapitalmarkt noch nicht hinreichend erforscht, ob die Mitteilungen überhaupt kursrelevante Information darstellen.<sup>10</sup> Folgen auf die Veröffentlichungen wesentliche Kursänderungen der Aktien betroffener Unternehmen? Diese für eine Regulierung essentielle Frage<sup>11</sup> kann nur empirisch beantwortet werden. Deshalb haben wir anhand einer Ereignisstudie die Kursreaktion auf insgesamt 6.322 Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 21 ff WpHG für den Zeitraum von Januar 2007 bis April 2013 untersucht. Ziel war es zunächst zu klären, ob die gesetzgeberische Vorstellung, dass es sich bei Stimmrechtsveränderungen um potentiell kursrelevante Umstände handelt, zutreffend ist. In einer weiteren Analyse haben wir die Einhaltung der Meldefristen gemäß §§ 21 WpHG durch Investoren und Emittenten untersucht. Aus den Erkenntnissen können u.E. wichtige Schlussfolgerungen für die weitere Reformdiskussion gezogen werden.

## *II. Ereignisstudie, Werteffekte und Analyse der Berichtsfristen*

### *1. Methodische Grundlagen*

Ereignisstudien sind finanzstatistische Verfahren, die verwendet werden, um mit Hilfe von Wertpapierkursen, in der vorliegenden Studie mit Hilfe von Aktienkursen, den Einfluss (nicht oder nicht komplett erwarteter) kursrele-

9 Vgl. auch Erwägungsgrund 9 Richtlinie 2013/50/EU. Demgegenüber sind die gesellschaftsrechtlichen Zwecke mittlerweile in den Hintergrund getreten. Vgl. VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 428 f.

10 Für Deutschland hat BOTT, Aktionärsstruktur, Kontrolle und Erfolg von Unternehmen, 2002, S. 313 ff insgesamt 221 Stimmrechtsmitteilungen (Erhebungszeitraum: 15. September 1997 bis 15. Januar 1999) untersucht. Sie hat u. a. festgehalten, dass die Kurse auf Veröffentlichungen leicht verzögert reagieren würden. Die Ergebnisse würden die Vermutung stützen, dass es sich bei den Veröffentlichungen um teilweise antizipierte Ereignisse handele und dass somit lediglich Restkurseffekte zu messen seien (aaO, S. 399). Für den US-amerikanischen Kapitalmarkt ist die Kursrelevanz von Informationen über Beteiligungsveränderungen nach dem Schedule 13D empirisch belegt. Vgl. SCHERR/ABBOTT/DILLON, 32 Quaterly J. Bus. & Econ. (1993), 66, 72–73; CHOI, 26 J. Fin. Quant. Analysis (1991), 391, 396; BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS, 63 J. Fin. (2008), 1729, 1755. Allerdings gilt in den USA eine andere Beteiligungspublizität als in Deutschland (dazu näher unter III.1.a)). Außerdem sind die Beteiligungsstrukturen unterschiedlich.

11 Für die USA untersuchen BEBCHUK/BRAV/JACKSON/JIANG, 39 J. Corp. L. (2013), 1–34 Meldungen nach Sec. 13(d) SEA über den Einstieg von Hedge Funds bei Unternehmen für die Jahre 1994 bis 2007 und fordern von der SEC, das Regelwerk über Meldefristen nur auf Basis empirischer Erkenntnisse zu ändern. Hintergrund waren Forderungen aus der Anwaltschaft, die Meldefristen von 10 Tagen auf 1 Tag zu verkürzen (siehe hierzu die Angaben in Fn. 102).

vanter Ereignisse auf den Wert von Unternehmen zu ermitteln.<sup>12</sup> Es wird angenommen, dass Kapitalmärkte die mittelstrenge Informationseffizienz aufweisen.<sup>13</sup> Nach der Definition der mittelstrengen Informationseffizienz reflektieren Kapitalmärkte zu jedem Zeitpunkt, sofern Wertpapierhandel stattfindet, alle öffentlich verfügbaren kursrelevanten Informationen. Unter dieser Annahme werden sämtliche öffentliche Informationen, wie beispielsweise ad hoc publizierte Nachrichten von Unternehmen, unmittelbar in die Kurse von Wertpapieren eingepreist. Mit Ereignisstudien lässt sich bestimmen, wie stark und in welche Richtung Aktienkurse von Unternehmen auf veröffentlichte Ereignisse reagieren. Zudem lässt sich die Reaktionsgeschwindigkeit der Aktienkurse untersuchen, indem man die Aktienkursreaktion in bestimmten Zeiträumen vor und nach dem Ereignistag betrachtet. In der vorliegenden Studie ist das Ereignis die von einem Emittenten veröffentlichte Information, dass ein Meldepflichtiger gem. §§ 21, 22, 25, 25 a WpHG eine Schwelle erreicht, überschritten oder unterschritten hat. Untersucht wurden ferner Mitteilungen gem. § 27 a WpHG.

#### *a) Ereignistag und -fenster*

Zunächst wird der Tag identifiziert, an dem das untersuchte Ereignis zum ersten Mal öffentlich angekündigt und somit dem Markt bekannt wird.<sup>14</sup> Fällt dieser Tag auf einen Handelstag, so wird er als Ereignistag definiert. Ist der Tag der Veröffentlichung ein Nichthandelstag, so wird der nachfolgende Handelstag als Ereignistag definiert. Untersucht man nicht nur die Kursreaktion am Ereignistag, sondern über einen gewissen Zeitraum um den Ereignistag herum, so spricht man von einem Ereignisfenster. Für den Ereignistag bzw. für das gewählte Ereignisfenster wird eine abnormale Aktienrendite berechnet. Diese abnormale Rendite misst den Teil der Rendite einer Aktie, der durch die neue Information erklärt werden kann und ermöglicht

12 Vgl. BROWN/WARNER, 8 J. Finan. Econ. (1980), 205–258; MACKINLEY, 35 J. Econ. Lit. (1997), 13–39; CAMPBELL/LO/MACKINLEY, *Econometrics of Financial Markets*, 1997, Kapitel 4, insbesondere S.149–159. BHAGAT/ROMANO, 4 Amer. Law Econ. Rev. (2002 a), 141–167 sowie BHAGAT/ROMANO, 4 Amer. Law Econ. Rev. (2002 b), 380–423 bieten einen Überblick über die Anwendung von Ereignisstudien im juristischen Kontext.

13 Vgl. FAMA, 25 J. Fin. (1970), 383–417 und ebenso DERS., 46 J. Fin. (1991), 1575–1617. Es sei erwähnt, dass in der finanzwirtschaftlichen Literatur weitere Formen der Informationseffizienz von Kapitalmärkten unterschieden werden. Die Ergebnisse der empirischen Forschung unterstützen jedoch im Wesentlichen die mittelstrenge Form.

14 Da sich der vorliegende Artikel mit der Untersuchung von Aktienkursen beschäftigt, sind im Kontext der Ereignisstudie mit Tagen stets Handelstage, nicht Kalendertage, gemeint.

somit die Beurteilung der Kursrelevanz des Ereignisses. Ereignisfenster werden üblicherweise verwendet, um die Robustheit der Ergebnisse zu überprüfen sowie um mögliche vorgelagerte Kursreaktionen identifizieren zu können. Hierdurch erhält man eine Indikation, ob die am Ereignistag veröffentlichte Information einigen Marktteilnehmern eventuell schon zuvor bekannt war und auf Basis dieser Information eventuell Aktien gehandelt wurden. Mit der Studie wurde daher untersucht, ob die Meldung einer Über- oder Unterschreitung einer Meldeschwelle vom Kapitalmarkt als neue kursrelevante Information wahrgenommen oder eventuell bereits vorher eingepreist wurde. Dies kann der Fall sein, da die tatsächliche Transaktion, die der Stimmrechtsmitteilung vorausgeht, zeitlich in der Regel deutlich vor dieser Meldung liegt.

### *b) Ermittlung der abnormalen Rendite*

Um abnormale Renditen zu ermitteln und damit den Einfluss eines Ereignisses auf den Unternehmenswert bewerten zu können, benötigt man ein geeignetes Maß für diese Renditen. Man berechnet die abnormale Rendite, indem man zunächst die *normale Rendite* eines Wertpapiers über den Zeitraum des Ereignistags oder -fensters schätzt. Diese normale Rendite entspricht der Rendite eines Wertpapiers, die am Ereignistag oder über den Zeitraum des Ereignisfensters realisiert werden sollte, wenn es nicht zu Meldungen kursrelevanter, unternehmensspezifischer Nachrichten käme, d. h. wenn das zu untersuchende Ereignis nicht stattgefunden hätte. Sie wird im Allgemeinen aus der historischen Aktienkursentwicklung geschätzt und dann von der tatsächlich erzielten (*ex post*) Rendite am Ereignistag bzw. über das Ereignisfenster abgezogen.

Die Berechnung der abnormalen Rendite erfolgt, indem man für jeden Tag des Ereignisfensters die normale (d. h. erwartete), um Markteinflüsse korrigierte Rendite von der tatsächlichen Rendite subtrahiert. Um schließlich den Einfluss des untersuchten Ereignisses bezüglich des gesamten Ereignisfensters zu bestimmen, werden die ermittelten abnormalen Renditen über den entsprechenden Zeitraum aggregiert. Hierdurch erhält man die sogenannte *kumulative abnormale Rendite (KAR)*. In dieser Studie wird zur Schätzung der normalen Rendite ein Fenster von 200 Handelstagen verwendet, welches 21 Handelstage vor dem Ereignistag endet.

Nachdem man die abnormalen Renditen berechnet hat, wird in einem letzten Schritt deren statistische Signifikanz mittels geeigneter Signifikanztests ermittelt. Hierbei wird getestet, ob die berechnete abnormale Rendite, d. h. die risikoadjustierte Kursreaktion auf die Meldung einer Über- oder Unterschreitung einer Meldeschwelle, statistisch signifikant verschieden von Null (und somit statistisch relevant) ist. In der vorliegenden Studie wurden alle

gängigen parametrischen und nicht-parametrischen Signifikanztests<sup>15</sup> angewendet.<sup>16</sup>

## 2. Datenerhebung

### a) Bestand

Die BaFin erhält seit der grundlegenden Reform der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz im Jahr 2007 jährlich ca. 6000 Stimmrechtsmitteilungen.<sup>17</sup> Eine große Anzahl wird über die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH (DGAP) veröffentlicht. Der in dieser Studie verwendete Datensatz besteht aus allen von deutschen börsennotierten Unternehmen zwischen dem 1. Januar 2007 und dem 25. April 2013 über die Webseite der DGAP veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen, in denen gem. § 21 WpHG das Über- oder Unterschreiten einer Meldeschwelle gemeldet wurde. Hierbei handelt es sich um 15.432 Meldungen.<sup>18</sup>

Die Durchführung der Ereignisstudie erfordert neben Stimmrechtsmeldungen auch Aktienkursdaten. Diese wurde in Form von Tagesschlusskursen (Datentyp RI) aus der Kapitalmarktdatenbank Datastream von Thomson Reuters abgerufen. In der vorliegenden Form sind die Kursdaten für jegliche Kapitalmaßnahmen (z. B. Aktiensplits) bereinigt. Weiterhin werden Dividenden reinvestiert, um Verzerrungen durch Ausschüttungen zu vermeiden.

15 Dies sind die Signifikanztests nach BROWN/WARNER, 14 J. Finan. Econ. (1985), 3–31 (im Folgenden als t-Test bezeichnet), nach BOEHMER/MUSUMECI/POULSEN, 30 J. Finan. Econ. (1991), 253–272 (im Folgenden mit BMP bezeichnet), nach CORRADO (1989), nach COWAN, 2 Rev. Quant. Finance Acc. (1992), 353–371 (im Folgenden als Sign Test bezeichnet) sowie nach PATELL, 14 J. Acc. Res. (1976), 246–276 (Patell z-Test).

16 Die hier verwendeten parametrischen Teststatistiken basieren auf der Annahme, dass die abnormalen Renditen unabhängig identisch verteilt sind. Diese Annahme ist jedoch verletzt, wenn die Ereignisse nicht zufällig über die Zeit verteilt, sondern in Clustern auftreten. Nach KOLARI UND PYNNÖNEN, 23 RFS (2010), 3996–4025 sollten in diesem Fall nur eine adjustierte Version des Patell z-Test sowie des BMP Test verwendet werden. Die für den vorgeschlagenen Adjustierungsfaktor erforderliche durchschnittliche kontemporäre Korrelation beträgt für Schwellenüberschreitungen(-unterschreitungen) abhängig von der betrachteten Teilstichprobe max. 0.18% (0.04%). Eine Adjustierung ist für die vorliegende Untersuchung daher vernachlässigbar.

17 Nach den Angaben der BaFin in ihren Jahresberichten ging die Anzahl im Jahr 2007 (9134) stetig bis 2011 (5929) zurück. Vgl. BaFin, Jahresbericht 2011, S. 213.

18 Zu beachten ist, dass die Erhebungssystematik im Jahresbericht der BaFin (siehe Fn. 17) von der Veröffentlichungspraxis der DGAP abweichen kann. So können u. a. in einer DGAP Ad-hoc-Mitteilung die Schwellenüber- oder -unterschreitungen mehrerer Investoren gleichzeitig gemeldet werden. Darüber hinaus werden in dieser Studie nur Mitteilungen von Inlandsemitenten berücksichtigt.

*b) Bereinigung*

Um sämtliche Stimmrechtsmitteilungen systematisch analysieren zu können, wurden sie in einem ersten Schritt in elektronischer Form abgerufen. Im zweiten Schritt erfolgte eine Computer-gestützte Analyse der Daten mithilfe von sogenannten *regulären Ausdrücken*. Dabei handelt es sich um eine Algorithmus-basierte Textanalyse – auch als *Regex-Analyse* bezeichnet –, mit der unter Anwendung semantischer und syntaktischer Regeln der Inhalt elektronisch gespeicherter Texte systematisch überprüft werden kann, um Wörter, Wortstämme oder Datumsangaben aus Texten zu extrahieren.<sup>19</sup>

Bei dieser Studie wurden sämtliche 15.432 Stimmrechtsmitteilungen nach Wörtern, Wortstämmen und Datumsangaben durchsucht, um zu identifizieren, i) ob es sich bei der Nachricht um die Meldung einer Schwellenüberschreitung oder -unterschreitung handelt, ii) welche die höchste Meldeschwelle ist, die über- oder unterschritten wurde, und iii) nach welchen Vorschriften (§§ 21, 22, 25, 25 a, 27 a WpHG) die Meldung erfolgte. Ferner wurden das Datum und die Uhrzeit der Stimmrechtsmitteilung extrahiert sowie, sofern in der Meldung angegeben, das Datum, an dem der Investor einen meldepflichtigen Stimmrechtsanteil an einem Unternehmen erworben oder veräußert hatte (Datum 1), und das Datum, an dem der Investor die Meldeschwellenüber- oder -unterschreitung dem Emittenten mitgeteilt hatte (Datum 2).<sup>20</sup>

Zusammen mit dem Datum der vom Emittenten veröffentlichten Stimmrechtsmitteilung (Datum 3) lassen sich somit zwei Zeitintervalle berechnen: die Zeitspanne zwischen dem meldepflichtigen Erwerb oder der Veräußerung von Stimmrechten durch einen Investor, d. h. das Datum der tatsächlichen Transaktion, und der Meldung dieser Transaktion gegenüber dem Emittenten. Dieses Intervall zwischen Datum 1 und Datum 2 wird im Folgenden als die *Berichtsspanne 1* bezeichnet. Die *Berichtsspanne 2* beschreibt das Zeitintervall (ebenfalls in Handelstagen) zwischen Datum 2 und Datum 3 und liegt alleine im Verantwortungsbereich des Emittenten. Die beiden Berichtsspannen konnten für alle über die Internetpräsenz der DGAP abgerufenen Stimmrechtsmitteilungen berechnet werden, sofern die notwendigen Datumsangaben gemacht wurden und vom Regex-Algorithmus erkannt werden konnten. In den Fällen, in denen die Datumsangaben nicht erkannt wurden, mussten die Meldungen händisch kontrolliert und die Datumsangaben händisch extrahiert

19 Einen Überblick über Algorithmus-basierte Textanalysen bieten u. a. AHO, Algorithms for Finding Patterns in Strings, 1990 und FRIEDL, Mastering Regular Expressions, 2006.

20 Das Vorhandensein einer exakten Uhrzeit, zu der die Stimmrechtsmitteilung veröffentlicht wurde, ermöglicht es, den exakten Handelstag zu bestimmen, an dem die Information einer Meldeschwellenüber- oder -unterschreitung zum ersten Mal bekannt und somit handelbar wurde. Hierdurch lässt sich der Ereignistag exakt ermitteln, was die Genauigkeit der Ereignisstudie deutlich erhöht.

werden. Für 10.813 Meldungen konnten Datum 1 sowie Datum 3 und somit die *Gesamtberichtsspanne* ermittelt werden. Für eine Teilstichprobe von 8.669 Beobachtungen konnte ferner das Datum 2 identifiziert werden. Für diese Teilstichprobe können somit auch die Berichtsspanne 1 und die Berichtsspanne 2 berechnet werden.

Während für die Analyse der Berichtsspannen mehrere zeitgleiche (oder zeitlich nah aneinander gelegene) Stimmrechtsmitteilungen eines Emittenten kein Problem darstellen, stellt sich dies für die Berechnung von Aktienkursreaktionen anders dar. Um einen eindeutigen Werteffekt einer veröffentlichten Information auf den Aktienkurs eines Emittenten bestimmen zu können, müssen Fälle ausgeschlossen werden, bei denen Meldeschwellenüber- oder -unterschreitungen entweder von einem oder von mehreren Investoren zeitgleich berichtet werden. Zudem müssen Meldungen ausgeschlossen werden, in denen sich Angaben zu mehreren Investoren finden. Des Weiteren sind Fälle auszunehmen, in denen Emittenten entweder im Zuge ihres Börsengangs oder aufgrund neuer gesetzlicher Bestimmungen lediglich Bestandsmeldungen ihrer Aktionäre publik machen (vgl. § 41 WpHG). Zu guter Letzt müssen Fälle ausgeschlossen werden, bei denen es sich um Doppelmeldungen handelt, d. h. Mitteilungen, die inhaltlich identisch sind. Ein Beispiel sind Meldungen, die sowohl auf Deutsch als auch auf Englisch erfolgen. Es finden sich aber auch mehrfach abgegebene Mitteilungen desselben Inhalts in derselben Sprache.

Um alle genannten Fälle für die Berechnung der Werteffekte von Meldeschwellenüber- oder -unterschreitungen auszuschließen, wurden zunächst sämtliche Stimmrechtsmitteilungen mit Meldeschwelleninformationen, die entweder an demselben Handelstag oder nicht mehr als zwei Handelstage vor oder nach einer anderen Meldung des Unternehmens veröffentlicht wurden, im Datensatz markiert. Alle markierten Meldungen wurden händisch inspiziert. Handelte es sich um eine Doppelmeldung und wurden die beiden Meldungen nicht an demselben Handelstag veröffentlicht, so wurde die zeitlich frühere der beiden Meldungen für die Analyse der Werteffekte verwendet und die zeitlich spätere Meldung ausgeschlossen. Bei Fällen, in denen dieselbe Meldeschwellenüber- oder -unterschreitung nach verschiedenen Vorschriften – beispielsweise § 21 WpHG und § 22 WpHG – gemeldet wird, wurde ebenso vorgegangen. Dies diente dazu, keine preisrelevanten Informationen bei der Analyse der Werteffekte auszulassen. Ferner sollte dadurch sichergestellt werden, dass keine Stimmrechtsmitteilungen berücksichtigt werden, die keine neue Information für den Kapitalmarkt beinhalteten.

Die beschriebene Vorgehensweise resultierte in einer finalen Stichprobengröße von 6.322 Mitteilungen mit Meldeschwelleninformationen, die zur Berechnung der Werteffekte verwendet werden konnten. Davon waren 3.645 Fälle von Überschreitungen einer Meldeschwelle und 2.677 Fälle von Unterschreitungen.

### 3. Empirische Ergebnisse zu Werteffekten

Im Folgenden werden die empirischen Ergebnisse bezüglich der Werteffekte von Über- und Unterschreitungen präsentiert. Dabei werden zunächst die Ergebnisse zu Überschreitungen aller Meldeschwellen wiedergegeben. Danach werden einzelne Meldeschwellen betrachtet, die für regulatorische Themen von besonderem Interesse sind.<sup>21</sup> Uns erscheinen einige Schwellen besonders bedeutsam. Der deutsche Gesetzgeber hat, ähnlich wie andere Mitgliedstaaten wie beispielsweise Italien und das Vereinigte Königreich, über die unionsrechtlichen Vorgaben hinaus die erste Meldeschwelle bei 3% der Stimmrechte vorgesehen. Deswegen ist es von besonderem Interesse zu erfahren, ob entsprechende Mitteilungen über das Überschreiten dieser Schwelle kursrelevant sind. Darüber hinaus wird auf Schwellenüberschreitungen von 15%, 30% und 50% eingegangen. Ein mit 15% beteiligter Aktionär kann alle Minderheitenrechte des AktG geltend machen und in einer Gesellschaft mit sehr geringer Hauptversammlungspräsenz bei Abstimmungen bereits Mehrheitsaktionär sein.<sup>22</sup> Ein Beteiligungsbesitz von 30% vermittelt nach dem WpÜG die Kontrolle über eine Zielgesellschaft und verpflichtet zur Abgabe eines Übernahmeangebots (§§ 29, 35 Abs. 2 WpÜG). Schließlich verfügt ein mit 50% beteiligter Aktionär über die Hauptversammlungsmehrheit. In der juristischen Literatur herrscht daher die Ansicht vor, dass es sich bei Mitteilungen zu den genannten Schwellen um potentiell kursrelevante Informationen handelt.<sup>23</sup> Es ist deshalb von Interesse, ob diese regulatorische Vorstellung empirisch belegbar ist. Daraus könnten Schlussfolgerungen für die Diskussion gezogen werden, ob weitere Meldeschwellen oberhalb der Schwelle von 30% vorgesehen werden sollten.<sup>24</sup>

Untersucht wird der Werteffekt am Ereignistag (bezeichnet mit (0)) sowie im Ereignisfenster von bis zu 20 Handelstagen vor und bis zu 20 Handelstagen nach dem Ereignistag (bezeichnet mit (-20; +20)). Herausgestellt werden soll hierbei v. a. der Werteffekt am Ereignistag sowie an den Tagen vor der Veröffentlichung der Information, insbesondere im Zeitraum von sieben Handelstagen vor der Veröffentlichung. Dieser Zeitraum wird gewählt, weil nach den gesetzlichen Vorschriften ein Investor bis zu höchstens vier Handelstage Zeit hat, seine Mitteilung gegenüber dem Emittenten ab-

21 Die Ergebnisse zu den anderen Schwellen werden gerne auf Anfrage zur Verfügung gestellt.

22 Die Hauptversammlungspräsenz der DAX30-Unternehmen lag 2007 nach einer DSW-Studie bei durchschnittlich 56,42% und 2010 bei 57,78% (Angaben abrufbar unter [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de)). Nach THEISSEN/LINGE, Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften, Arbeitspapier CFR Köln, 2008, lag die durchschnittliche Präsenz in den Jahren 2004 bis 2006 bei 53,26%.

23 Vgl. etwa SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 57.

24 Siehe zu dieser Diskussion III.1.b)aa).

zugeben,<sup>25</sup> und dieser bis maximal drei Handelstage, die Mitteilung zu veröffentlichen.<sup>26</sup> Schließlich wird auch der Zeitraum von 10 und 20 Handelstagen vor (bzw. nach) der Veröffentlichung zugrunde gelegt, weil es sich bei Ereignisstudien eingebürgert hat, der Vollständigkeit halber auch einen längerfristigen Zeitraum vor (bzw. nach) dem kapitalmarktrelevanten Ereignis zu betrachten. Für die Zwecke dieser Untersuchung kann der Zeitraum u. a. deshalb relevant sein, weil bei 27% der Meldungen die Veröffentlichung länger als 7 Handelstage gedauert hat. Eine signifikante Anzahl von 21% der Mitteilungen wurde sogar erst nach 10 Handelstagen oder länger veröffentlicht.<sup>27</sup>

### a) Überschreitungen

#### aa) Meldungen über das Überschreiten aller Schwellen

Ausgewertet wurden zunächst alle 3.645 Mitteilungen zu Meldeschwellenüberschreitungen.<sup>28</sup> Die Ergebnisse werden in Tabelle 1 sowie Grafik 1 präsentiert. Am Ereignistag – Tag Null (0) in den folgenden Grafiken – ist ein Werteffekt in Form einer abnormalen Rendite in Höhe von 0,42% zu verzeichnen. Dieser Effekt ist statistisch signifikant verschieden von Null auf dem 1%-Signifikanzniveau; lediglich der Sign Test bestätigt den Effekt nur auf dem 5%-Niveau. Dies bedeutet, dass die Fehlerwahrscheinlichkeit sehr gering ist; sie liegt nach den meisten Tests bei maximal 1%, nach dem Sign Test bei 5%.

Die Anzahl der Mitteilungen mit einer positiven Aktienkursreaktion des Emittenten (d.h. mit einer positiven abnormalen Rendite) liegt bei 1.882 und diejenige der negativen bei 1.763. Das relativ ausgeglichene Verhältnis der positiven zu negativen Aktienkursreaktionen legt nahe, dass es sich um einen heterogenen Werteffekt handelt und dass die positive Kursreaktion die negative im Mittel überwiegt. Es ist wichtig an dieser Stelle anzumerken, dass je ausgeglichener das Verhältnis von positiven zu negativen Kursreaktionen ist, umso unwahrscheinlicher ist es, einen klaren statistisch signifikanten

25 Vgl. § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG. Diese Vorschrift verlangt allerdings, dass die Mitteilung unverzüglich zu erfolgen hat. Dies bedeutet praktisch, dass die Frist in der Regel kürzer ist. Siehe hierzu unten III.2.a)bb).

26 Vgl. § 26 Abs. 1 Satz 1 WpHG. Auch diese Vorschrift verlangt, dass die Pflicht unverzüglich zu erfüllen ist. In der Regel ist daher auch diese Frist kürzer. Siehe hierzu unten III.2.a)bb).

27 Auf die Berichtsfristen wird in II.4 detailliert eingegangen.

28 Die Stichprobe beinhaltet 160 Meldungen nach § 21 i. V. m. § 25 oder § 25 a WpHG. Eine Analyse unter Ausschluss dieser Beobachtungen führt zu qualitativ identischen Ergebnissen. Dies gilt gleichermaßen für eine Analyse des Teilzeitraums vom 1. Januar 2007 bis zum 31. Dezember 2011. Die entsprechenden Ergebnisse werden deshalb an dieser Stelle nicht berichtet, können aber auf Anfrage von den Autoren bereitgestellt werden.

durchschnittlichen Werteffekt zu erhalten.<sup>29</sup> Ein solcher wird hier aber durch die gängigen Tests bestätigt. Der Sign Test nach Cowan (1992) berücksichtigt das Verhältnis von positiven und negativen Kursreaktionen und bestätigt zusätzlich einen statistisch signifikanten Werteffekt der Meldungen von Schwellenüberschreitungen. Ein statistisch signifikanter Werteffekt ergibt sich auch aus dem Rangtest nach Corrado (1989).

Es können folgende weitere Ergebnisse für Meldeschwellenüberschreitungen festgehalten werden: Für den Zeitraum von 7 Handelstagen vor dem Ereignistag (bezeichnet mit  $(-7;-1)$ ) lässt sich eine statistisch signifikante abnormale Rendite von 0,35% feststellen, für den Zeitraum von 10 Handelstagen vor dem Ereignistag (bezeichnet mit  $(-10;-1)$ ), wiederum statistisch signifikant, von 0,45% und für den Zeitraum von 20 Handelstagen vor dem Ereignistag von 0,78%. Die Signifikanz dieser Werteffekte wird jedoch maximal von zwei der fünf verwendeten Teststatistiken bestätigt. Speziell die Tests nach Corrado (1989) und Cowan (1992) bestätigen die statistische Signifikanz nicht. Insgesamt gilt, dass Meldungen zu Meldeschwellenüberschreitungen im Durchschnitt für den Kapitalmarkt relevante Informationen beinhalten und dass es tendenziell zu Kursreaktionen im Vorfeld dieser Meldungen kommt.

Tabelle 1 bietet einen Überblick über die Werteffekte aller Meldeschwellenüberschreitungen. Hierbei handelt es sich um insgesamt 3.645 einzelne Fälle. Ø KAR steht für die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (für das jeweilige Ereignisfenster). Pos:Neg gibt die Anzahl an positiven bzw. negativen durchschnittlichen kumulierten abnormalen Renditen (für das jeweilige Ereignisfenster) an. Die Teststatistiken der Signifikanztests nach Brown und Warner (1985) (t-Test), nach Patell (1976) (Patell z), nach Boehmer, Musumeci und Poulsen (1991) (BMP) sowie nach Corrado (1989) (Corrado) und Cowan (1992) (Sign Test) werden berichtet. Die Teststatistiken geben an, ob die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (für das jeweilige Ereignisfenster) statistisch signifikant verschieden von Null ist. \*\*\*, \*\* und \* stehen für statistische Signifikanz auf dem 1%-, dem 5%- bzw. dem 10%-Niveau.

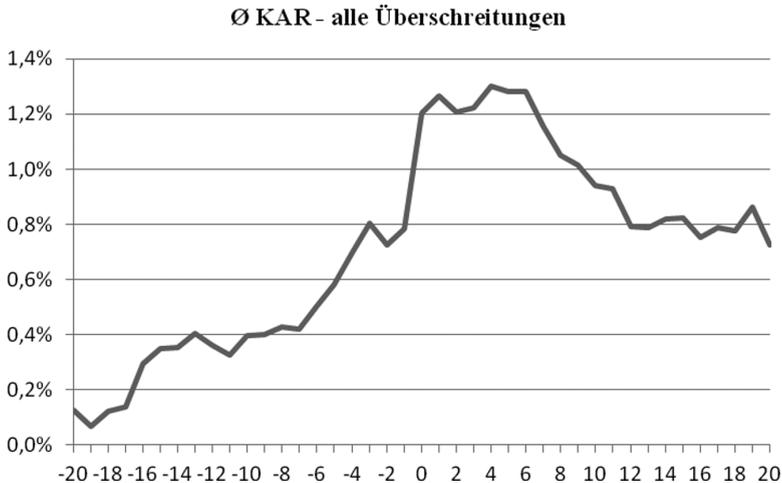
29 Grund hierfür ist, dass die positiven und negativen Kursreaktionen sich bei der Durchschnittsbildung ausgleichen und Tests, die auf eine statistisch signifikant von Null verschiedene durchschnittliche abnormale Rendite testen, gegebenenfalls nicht auf statistische Signifikanz hinweisen, obwohl diese im Sinn der hier untersuchten Fragestellung („Kommt es bei der Meldung einer Schwellenüberschreitung zu einer signifikanten Aktienkursreaktion, unabhängig von der Wirkungsrichtung dieser Reaktion?“) besteht.

Tabelle 1) Werteffekte von Meldeschwellenüberschreitungen (gesamt)

Ereignisfenster	Ø KAR	Pos : Neg	t-Test		Patell z		BMP		Corrado		Sign Test	
(-20;+20)	0,73 %	1826 : 1819	1,8983 *		0,7547		0,3586		1,1502		0,6465	
(0;+20)	-0,06 %	1796 : 1849	-0,2053		-0,3214		-0,5160		0,6301		-0,3473	
(0;+10)	0,16 %	1810 : 1835	0,7929		0,8831		0,4992		1,1865		0,1164	
(+1;+10)	-0,03 %	1763 : 1882	1,4006		-1,2842		-1,3727		-0,2730		-1,4406	
(-20;-1)	0,78 %	1818 : 1827	2,9284 ***		1,4099		1,0071		1,0012		0,3815	
(-10;-1)	0,45 %	1859 : 1786	2,4058 **		1,4884		1,1619		1,3289		1,7397 *	
(-7;-1)	0,35 %	1834 : 1811	2,2327 **		1,8064 *		1,1628		1,3596		0,9115	
(0)	0,42 %	1882 : 1763	7,0588 ***		6,9901 ***		4,7871 ***		4,7985 ***		2,5017 **	
(0;+1)	0,48 %	1885 : 1760	5,7062 ***		6,4276 ***		4,5217 ***		4,0090 ***		2,6011 ***	

Grafik 1 illustriert die Werteffekte aller Meldeschwellenüberschreitungen gemessen als durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (Ø KAR) für das Ereignisfenster (-20; +20). Für jeden Tag des Ereignisfensters, angefangen beim Tag -20 (relativ zum Ereignistag 0), wird die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen (Ø AR) dargestellt (d. h. es wird für jeden Tag nach dem Tag -20 die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen des jeweiligen Tages und der Vortage (bis Tag -20) gezeigt).

Grafik 1) Werteffekte von Meldeschwellenüberschreitungen (gesamt)



Betrachtet man Grafik 1, so fällt auf, dass in den 10 Handelstagen nach dem Ereignistag 0 (d. h. +1; +10) eine insgesamt negative durchschnittliche Kursreaktion (d. h. ein Abfallen der kumulativen abnormalen Rendite) zu beobachten ist. Wie in Tabelle 1 ersichtlich, ist diese Reaktion jedoch statistisch nicht signifikant verschieden von Null und ist somit wahrscheinlich das Ergebnis einiger Ausreißerwerte.

*bb) Meldungen über das Überschreiten der Schwelle von 3%*

Nach der allgemeinen Analyse der Wertrelevanz von Meldeschwellenüberschreitungen werden nun die Ergebnisse für die o.g. einzelnen Meldeschwellen präsentiert. Hinsichtlich des Überschreitens der 3%-Schwelle waren insgesamt 1.743 Mitteilungen zu beobachten. Am Ereignistag erfolgt eine statistisch signifikante Aktienkursreaktion: Die durchschnittliche abnormale Rendite beträgt 0,21% und ist statistisch signifikant verschieden von Null (je nach Signifikanztest auf dem 1%-, 5% oder 10%-Signifikanzniveau). Grundsätzlich gilt also, dass die 3%-Schwelle im Durchschnitt kapitalmarktrelevante Informationen beinhaltet. Bei 872 Meldungen ist eine positive Kursreaktion am Ereignistag zu verzeichnen und bei 871 Mitteilungen eine negative. Die beobachtete Aktienkursreaktion ist also sehr heterogen. Somit ist der signifikant positive Werteffekt im Durchschnitt aller Mitteilungen auf stärker positive Werteffekte (die im Mittel die negativen Werteffekte überwiegen) zurückzuführen. Für die zuvor genannten drei Zeiträume von 7, 10 und 20 Handelstagen vor der Veröffentlichung ist bei der 3%-Meldeschwelle kein statistisch signifikanter Werteffekt feststellbar. Die

Ergebnisse für die 3%-Meldeschwelle werden in Tabelle 2 sowie Grafik 2 präsentiert.

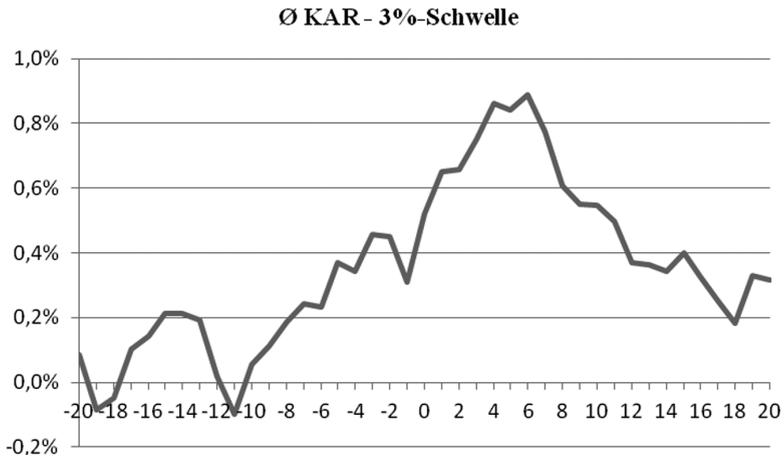
Tabelle 2 bietet einen Überblick über die Werteffekte aller Überschreitungen der 3%-Meldeschwelle. Hierbei handelt es sich um insgesamt 1.743 einzelne Fälle. Hinsichtlich der Bedeutung der einzelnen Angaben ( $\emptyset$  KAR; Pos:Neg; \*\*\*, \*\* und \* zu den einzelnen Teststatistiken) wird auf die Erläuterungen zu Tabelle 1 verwiesen.

Tabelle 2) Werteffekte von Meldeschwellenüberschreitungen (3%-Schwelle)

Ereignisfenster	$\emptyset$ KAR	Pos : Neg	t-Test	Patell z	BMP	Corrado	Sign Test
(-20;+20)	0,32 %	866 : 877	0,6251	-0,3683	-0,5255	0,0032	0,0738
(0;+20)	0,01 %	852 : 891	0,0211	-0,0504	-0,2341	-0,0833	-0,5969
(0;+10)	0,24 %	870 : 873	0,9015	1,1164	0,7466	0,6073	0,2654
(+1;+10)	0,00 %	857 : 886	0,1123	0,2741	0,1354	0,0135	-0,3574
(-20;-1)	0,31 %	857 : 886	0,8734	-0,4757	-0,5152	0,0900	-0,3574
(-10;-1)	0,41 %	914 : 829	1,6321	0,5716	0,5183	0,7993	2,3733 **
(-7;-1)	0,12 %	871 : 872	0,5842	-0,3539	-0,4517	0,3138	0,3133
(0)	0,21 %	872 : 871	2,6349 ***	2,8361 ***	1,7642 *	1,9715 **	0,3612
(0;+1)	0,34 %	880 : 863	3,0319 ***	4,4259 ***	3,0811 ***	3,0172 ***	0,7445

Grafik 2 illustriert die Werteffekte aller Überschreitungen der 3%-Meldeschwelle gemessen als durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite ( $\emptyset$  KAR) für das Ereignisfenster (-20; +20). Für jeden Tag des Ereignisfensters, angefangen beim Tag -20 (relativ zum Ereignistag 0), wird die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen ( $\emptyset$  AR) dargestellt (d. h. es wird für jeden Tag nach dem Tag -20 die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen des jeweiligen Tages und der Vortage (bis Tag -20) gezeigt).

Grafik 2) Werteffekte von Meldeschwellenüberschreitungen (3%-Schwelle)



Auch in Grafik 2 ist in den 10 Handelstagen nach dem Ereignistag 0 (d. h. +1; +10) ein Abfallen der kumulativen abnormalen Rendite (nach einem anfänglichen Anstieg) zu beobachten. Wie aus Tabelle 2 zu entnehmen, ist diese Reaktion jedoch statistisch nicht signifikant verschieden von Null.

*cc) Meldungen über das Überschreiten der Schwellen von 15%, 30% und 50%*

Die Ergebnisse zu Werteffekten von Überschreitungen der 15%-, 30%- und 50%-Schwelle werden in Grafik 3 illustriert (die abnormalen Renditen werden im Folgenden lediglich berichtet, nicht aber tabelliert). Hinsichtlich der Mitteilungen über das Überschreiten der 15%-Schwelle konnten insgesamt 116 Mitteilungen ausgewertet werden. Am Ereignistag ist ein (nach allen Teststatistiken) statistisch signifikanter Werteffekt in Höhe von 1,09% zu verzeichnen. Die Anzahl von positiven Mitteilungen beträgt 73, die von negativen Mitteilungen 43. Der beobachtete Werteffekt ist also weniger heterogen für diese Schwelle. Die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite für den Zeitraum von 20 Handelstagen vor dem Ereignistag liegt bei 4,75% und ist statistisch signifikant (nicht allerdings nach dem Sign Test und dem Test nach Corrado). Dies bedeutet, dass der Kurs vor der Veröffentlichung im Durchschnitt bereits erheblich angestiegen ist.

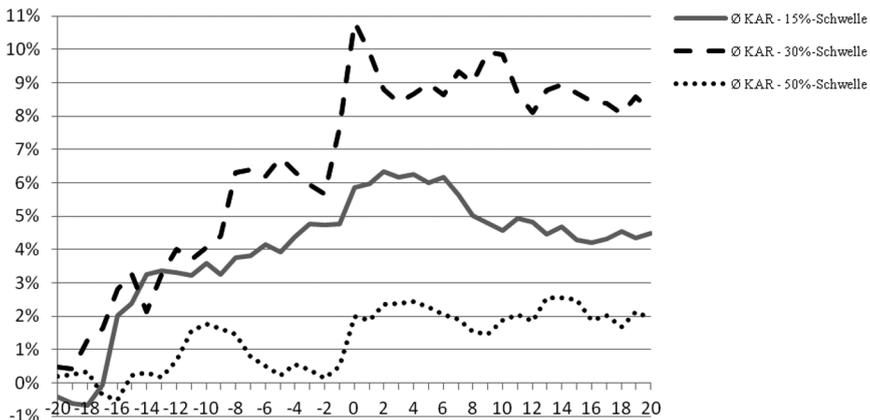
Die Anzahl von Mitteilungen über das Überschreiten der Schwelle von 30% liegt bei 46. Am Ereignistag kann ein statistisch signifikanter Werteffekt (bestätigt durch alle Teststatistiken) in Höhe von 3,16% festgestellt werden. Das Verhältnis von positiven zu negativen Beobachtungen liegt bei 28 zu 18. Für die Zeiträume von 10 und 20 Handelstagen vor dem Ereignistag können sta-

tistisch signifikante durchschnittliche kumulierte abnormale Renditen von 3,97% und 7,66% verzeichnet werden. Es kommt also zu erheblichen Kursanstiegen im Vorfeld der Veröffentlichung der Meldung des Überschreitens der 30%-Schwelle.

Zu guter Letzt wird der Werteffekt für 90 Überschreitungen der 50%-Schwelle beschrieben. Dieser liegt am Ereignistag bei 1,49% und ist, bestätigt durch drei von fünf Teststatistiken, statistisch signifikant. Das Verhältnis von positiven zu negativen Beobachtungen ist mit 50 zu 40 jedoch heterogener als bei den zwei vorher beschriebenen Schwellen. Es können keine signifikanten Aktienkursreaktionen im Vorfeld der Meldung des Überschreitens der 50%-Schwelle identifiziert werden.

Grafik 3 illustriert die Werteffekte aller Überschreitungen der 15%-, 30%- und 50%-Meldeschwelle gemessen als durchschnittliche kumulierte abnormale Renditen ( $\bar{\text{KAR}}$ ) für das Ereignisfenster  $(-20; +20)$ . Für jeden Tag des Ereignisfensters, angefangen beim Tag  $-20$  (relativ zum Ereignistag 0), wird die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen ( $\bar{\text{AR}}$ ) dargestellt (d. h. es wird für jeden Tag nach dem Tag  $-20$  die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen des jeweiligen Tages und der Vortage (bis Tag  $-20$ ) gezeigt).

Grafik 3) Werteffekte von Meldeschwellenüberschreitungen (15%-, 30%-, 50%-Schwelle)



Die Ergebnisse zu den drei Schwellen von 15%, 30% und 50% ergeben ein konsistentes Bild. Die Meldung bezüglich aller drei Schwellenüberschreitungen führt zu statistisch signifikanten Aktienkursreaktionen und stellt somit eine (teilweise) neue und relevante Information für den Kapitalmarkt dar. Dabei ist zum einen hervorzuheben, dass bei der Überschreitung der

30%-Schwelle, die grundsätzlich ein verpflichtendes Übernahmeangebot zur Folge hat, die stärkste Aktienkursreaktion zu messen ist. Zum anderen ist grundsätzlich zu beobachten, dass es einen positiven Zusammenhang zwischen der Aktienkursreaktion im Vorfeld (d. h. in den bis zu 20 Handelstagen vor dem Ereignistag) der Meldung der Schwellenüberschreitung und der Kursreaktion am Ereignistag gibt. Interessant ist, dass die 50%-Schwelle zwar keinen signifikanten Werteffekt vor dem Ereignistag, sehr wohl aber am Ereignistag selbst aufweist. Somit kann man schlussfolgern, dass auch Meldungen weiterer Schwellenüberschreitungen nach dem Überschreiten der 30%-Schwelle im Durchschnitt noch zusätzliche kapitalmarktrelevante Informationen beinhalten können.

### *b) Unterschreitungen*

Der Vollständigkeit halber sollen auch die Ergebnisse zu Mitteilungen über Unterschreitungen von Meldeschwellen betrachtet werden. Diese werden in Tabelle 4 und Grafik 4 präsentiert. Es genügt hier, die Werteffekte aller Mitteilungen über ein Unterschreiten wiederzugeben, da die Ergebnisse zu den einzelnen Schwellen im Allgemeinen statistisch nicht signifikant sind und keine anderen Schlussfolgerungen erlauben (weder bezüglich der 3%-Schwelle noch hinsichtlich der Schwellen von 15%, 30% oder 50%). Insgesamt handelt es sich um 2.677 Fälle. Am Ereignistag ist eine negative Kursreaktion von  $-0,01\%$  zu verzeichnen. Dieser Werteffekt ist statistisch nicht signifikant. Das Verhältnis positiver zu negativer Meldungen am Ereignistag beträgt 1.248 zu 1.429 und ist somit, ähnlich wie bei Überschreitungen, relativ heterogen. Auch für den Zeitraum vor der Veröffentlichung ist keine statistisch signifikante Aktienkursreaktion zu verzeichnen. Meldungen von Schwellenunterschreitungen beinhalten somit im Durchschnitt keine für den Kapitalmarkt relevante Information.

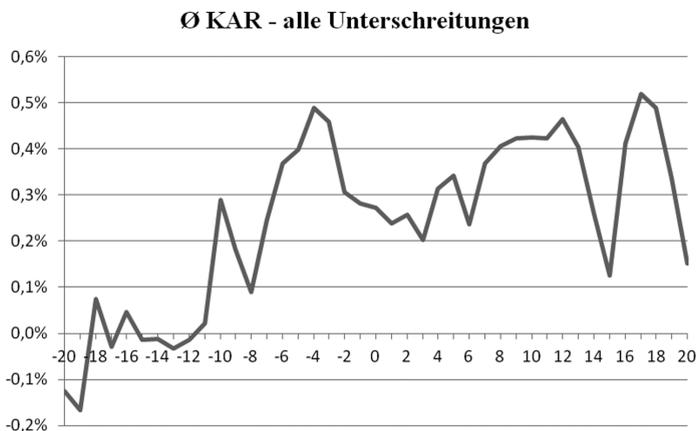
Tabelle 3 bietet einen Überblick über die Werteffekte aller Meldeschwellenunterschreitungen. Hierbei handelt es sich um insgesamt 2.677 einzelne Fälle. Hinsichtlich der Bedeutung der einzelnen Angaben ( $\emptyset$  KAR; Pos:Neg; \*\*\*, \*\* und \* zu den einzelnen Teststatistiken) wird auf die Erläuterungen zu Tabelle 1 verwiesen.

Tabelle 3) Werteffekte von Meldeschwellenunterschreitungen (gesamt)

Ereignisfenster	Ø KAR	Pos : Neg	t-Test	Patell z		BMP	Corrado	Sign Test
(-20;+20)	0,15 %	1290 : 1387	0,2797	-1,8886 *		-1,6323	-1,5404	1,0227
(0;+20)	-0,13 %	1262 : 1415	-0,3387	-1,2111		-1,0972	-0,9503	-0,0614
(0;+10)	0,14 %	1260 : 1417	0,5100	-0,7676		-0,6664	-0,1582	-0,1388
(-10;-1)	0,26 %	1284 : 1393	0,9779	-0,5129		-0,4400	-0,9168	0,7904
(-20;-1)	0,28 %	1274 : 1403	0,7475	-1,4630		-1,2643	-1,2318	0,4032
(-7;-1)	0,19 %	1277 : 1400	0,8580	0,1832		0,1420	-0,5197	0,5194
(0)	-0,01 %	1248 : 1429	-0,1121	-0,4801		-0,4012	-0,6499	-0,6034
(0;+1)	-0,04 %	1270 : 1407	-0,3648	-0,3469		-0,3129	-0,1910	0,2484

Grafik 4 illustriert die Werteffekte aller Meldeschwellenunterschreitungen gemessen als durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (Ø KAR) für das Ereignisfenster (-20; +20). Für jeden Tag des Ereignisfensters, angefangen beim Tag -20 (relativ zum Ereignistag 0), wird die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen (Ø AR) dargestellt (d. h. es wird für jeden Tag nach dem Tag -20 die Summe der durchschnittlichen abnormalen Renditen des jeweiligen Tages und der Vortage (bis Tag -20) gezeigt).

Grafik 4) Werteffekte von Meldeschwellenunterschreitungen (gesamt)



*c) Robustheitsanalyse: Verwendung absoluter abnormaler Renditen*

Es wurde bereits dargelegt, dass insbesondere die empirischen Ergebnisse zu Werteffekten der Stichproben aller Über- und Unterschreitungen von Meldeschwellen und der 3%-Schwelle sehr ausgeglichene Verhältnisse von positiven und negativen Aktienkursreaktionen aufweisen. Eine solche Heterogenität in der Aktienkursreaktion lässt sich u. a. dadurch erklären, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer nicht ausreichend bei der Berechnung der Werteffekte berücksichtigt werden können und vor allem dass, je nach Ausgangssituation eines Unternehmens, der Ein- oder Ausstieg eines (Groß-)Aktionärs positive oder negative Informationen (für den Aktienkurs) beinhalten kann, die ebenfalls nicht berücksichtigt werden können.<sup>30</sup> Das ausgeglichene Verhältnis von positiven zu negativen Aktienkursreaktionen kann (aufgrund der Durchschnittsbildung bei der Verwendung von durchschnittlichen abnormalen Renditen) dazu führen, dass der eigentliche Werteffekt unterschätzt bzw. als nicht statistisch signifikant verschieden von Null ausgewiesen wird. Dies bedeutet, dass die in a) und b) ausgewiesenen Ergebnisse den tatsächlichen Werteffekt unterschätzen könnten, so dass die zu Meldeschwellenunterschreitungen getroffenen Schlussfolgerungen falsch sein könnten.

Ziel dieser Studie ist es, eine valide Aussage darüber zu treffen, ob Stimmrechtsmitteilungen gem. §§ 21 ff WpHG für den Kapitalmarkt relevante Informationen beinhalten. Da die Wirkungsrichtung, also ob es zu einer positiven oder negativen Aktienkursreaktion kommt, im Kontext dieser Studie nicht vorrangig ist, sondern vielmehr, ob es überhaupt zu einer signifikanten Kursreaktion kommt, haben wir zusätzlich ein alternatives Verfahren zur Berechnung der Aktienkursreaktion angewandt. Der Studie von *Carter* und *Soo* (1999) folgend, wird anstatt der jeweils ermittelten abnormalen Rendite deren Absolutbetrag betrachtet.<sup>31</sup> Da das exakte Ankündigungsdatum aller Stimmrechtsmitteilungen bekannt ist, wird zur Vereinfachung lediglich der Ereignistag (bezeichnet mit (0)) betrachtet. Für jedes Unternehmen wird der Absolutwert der abnormalen Rendite (definiert wie in II.1.) am Ereignistag berechnet. Dieser Absolutwert der abnormalen Rendite wird dann wie folgt

30 Für eine detaillierte Beschreibung dieser Problematik wird auf THEISSEN/DETTENRIEDER, *The Market Reaction to Corporate Disclosure: Evidence from Germany*, Working Paper, 2012 verwiesen. Die Autoren untersuchen die Werteffekte von ad-hoc Unternehmensveröffentlichungen in Deutschland zwischen 1995 und 2007. Meldungen nach §§ 21 ff WpHG sind nicht Gegenstand ihrer Untersuchung.

31 Dieses Verfahren wird lediglich kurz beschrieben. Für eine ausführliche Darstellung verweisen die Autoren auf die Originalstudie von CARTER/SOO, 37 J. Acc. Res. (1999), 119–132. Das Verfahren findet ebenfalls Anwendung in THEISSEN/DETTENRIEDER (siehe Fn. 30). Die Autoren beschreiben die verwendete Methodik detailliert. Es ist zu bemerken, dass für dieses Verfahren keine über den t-Test hinausgehenden statistischen Tests verfügbar sind.

adjustiert: Es wird für das entsprechende Unternehmen der Durchschnittswert der absoluten abnormalen Rendite über den Zeitraum des Schätzfensters (in diesem Fall 200 Handelstage, siehe II.1) berechnet und von dem Absolutwert der abnormalen Rendite am Ereignistag subtrahiert. Diese Adjustierung ist notwendig, um die absoluten abnormalen Renditen über einzelne Unternehmen vergleichbar zu machen. Im letzten Schritt wird der Durchschnitt dieser adjustierten absoluten abnormalen Renditen über alle Unternehmen am Ereignistag gebildet. Die von *Carter* und *Soo* (1999) vorgeschlagene t-Statistik wird verwendet, um zu ermitteln, ob die durchschnittliche adjustierte absolute abnormale Rendite über alle Unternehmen am Ereignistag statistisch signifikant verschieden von Null ist.

Die Ergebnisse dieses Verfahrens werden in Tabelle 4) präsentiert. Der Durchschnitt der adjustierten absoluten abnormalen Renditen über alle Unternehmen am Ereignistag (bezeichnet mit  $\emptyset$  ADJ. ABS AR (0)) ist für alle untersuchten Stichproben statistisch signifikant. Das heißt, für alle Meldeschwellenüber- bzw. -unterschreitungen sowie Über- bzw. Unterschreitungen der 3%-Schwelle kann eine (auf dem 1%-Niveau) statistisch signifikante Aktienkursreaktion festgestellt werden. Dieses Ergebnis unterstützt nicht nur die vorherigen Ergebnisse für Schwellenüberschreitungen, es macht v. a. deutlich, dass auch Schwellenunterschreitungen häufig relevante Informationen für den Kapitalmarkt beinhalten. Dieses Ergebnis konnte in Abschnitt b) aufgrund des Ausgleichs von positiven und negativen abnormalen Renditen nicht identifiziert werden.<sup>32</sup>

Tabelle 4 bietet einen Überblick über die Werteffekte aller Meldeschwellenüber- und -unterschreitungen sowie über die Werteffekte des Über- bzw. Unterschreitens der 3%-Schwelle.  $\emptyset$  ADJ. ABS AR (0) steht für den Durchschnittswert (über alle betrachteten Unternehmen) des Absolutwerts der abnormalen Rendite am Ereignistag (jedes betrachteten Unternehmens) abzüglich des durchschnittlichen Absolutwerts der abnormalen Rendite über das Schätzfenster (für jedes betrachtete Unternehmen). Es wird die Teststatistik (t-Test) nach *Carter* und *Soo* (1999) verwendet. Diese testet, ob  $\emptyset$  ADJ. ABS AR (0) statistisch signifikant verschieden von Null ist. \*\*\* steht für statistische Signifikanz auf dem 1%-Niveau.

32 Siehe hierzu Fn. 29.

Tabelle 4) Werteffekte von Meldeschwellenüber- und -unterschreitungen (Robustheit)

Stichprobe	Ø ADJ. ABS AR (0)	t-Test (nach Carter und Soo (1999))	
Überschritten alle	0,45 %	8,88	***
Unterschritten alle	0,36 %	4,35	***
Überschritten 3%	0,32 %	4,94	***
Unterschritten 3%	0,38 %	4,08	***

#### d) Mitteilung von Absichten beim Erwerb wesentlicher Beteiligungen

Es konnten für den Berichtszeitraum insgesamt 98 Mitteilungen über Absichten und Ziele eines Investors gem. § 27 a WpHG ausgewertet werden. Am Ereignistag kann eine (auf dem 1%-Niveau) statistisch signifikante abnormale Rendite in Höhe von 1,2% festgestellt werden. Dabei handelt es sich um 51 positive und 47 negative Überrenditen. Das heißt, die Reaktion des Aktienmarktes ist (auch hier) keineswegs eindeutig. Für den Zeitraum vor der Veröffentlichung der Mitteilung waren keine statistisch signifikanten Werteffekte zu verzeichnen.

Ein Meldepflichtiger hat gem. § 27 a Abs. 1 WpHG verschiedene Angaben zu machen. Die Auswertung der Mitteilungen ergab, dass lediglich bei 76% der veröffentlichten Mitteilungen zu allen gesetzlich geforderten Aspekten Angaben gemacht wurden.

Interessant ist ferner, welche Angaben von den Investoren über die Motive eines Positionsaufbaus (d. h. einer Beteiligung am Aktienkapital von 10% oder mehr) gemacht wurden:

- Aktienkauf mit Eigenkapital finanziert: 67%
- Aktienkauf mit Fremdkapital finanziert: 18%
- Änderungen der Finanzierungspolitik: 12%
- Angabe als deutscher Investor: 66%
- Anteilserwerb im Rahmen einer Abwicklung einer Kapitalerhöhung: 7%
- Einfluss auf die Organbesetzung: 58%
- Erwerb weiterer Stimmrechte: 49%
- Handelsgewinne: 25%
- Umsetzung strategischer Ziele: 60%
- Unentgeltlicher Aktienerwerb: 12%

Wie der Kapitalmarkt einzelne Aussagen bewertet, lässt sich nicht abschließend und statistisch robust beurteilen, u. a. da es sich nur um weniger als 100 Mitteilungen über Absichten und Ziele eines Investors gem. § 27 a WpHG handelt. Aus den statistischen Analysen geht jedoch hervor, dass insbesondere die Angabe, dass ein Investor den Aktienerwerb mit Fremdkapital finanziert hat, einen tendenziell negativen Effekt auf die Aktienkursreaktion bei Bekanntgabe der Meldung nach § 27 a WpHG hat.

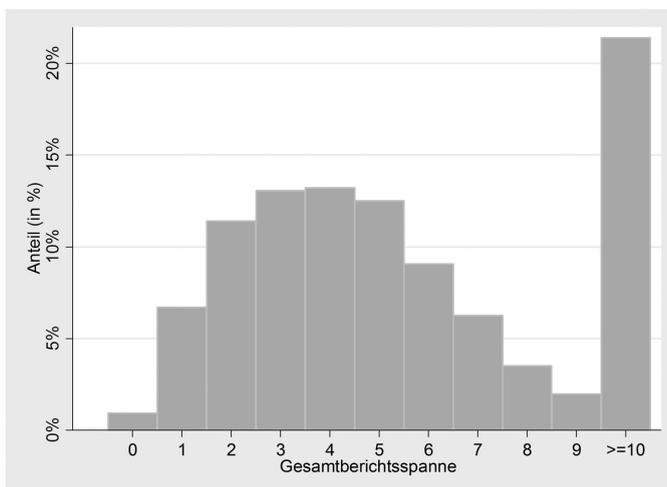
#### 4. Empirische Ergebnisse zu Berichtszeiträumen

Für den deutschen Kapitalmarkt gibt es bislang keine Erkenntnisse darüber, ob die im Jahr 2007 erheblich verkürzten Fristen für die Mitteilung und Veröffentlichung von Stimmrechtsänderungen eingehalten werden. Wir sind daher mit der Studie auch dieser Frage nachgegangen und haben die Variablen *Gesamtberichtsspanne*, *Berichtsspanne 1* und *Berichtsspanne 2* untersucht. Die Ergebnisse zu den Berichtsspannen sind eindeutig, da aus den Mitteilungen alle relevanten Angaben ersichtlich sind. Es handelt sich um eine deskriptive statistische Analyse der vorliegenden Daten. Für die Erfüllung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten verwendet das Gesetz den Begriff der Handelstage. Dabei handelt es sich gem. § 30 Abs. 1 WpHG um alle Kalendertage, die nicht Sonnabende, Sonntage oder zumindest in einem Land landeseinheitliche gesetzlich anerkannte Feiertage sind. Die folgenden Angaben zu Berichtsspannen beziehen sich daher stets auf Handelstage (nicht auf Kalendertage).

##### a) Gesamtberichtsspanne

Die Gesamtberichtsspanne besteht aus der Berichtsspanne 1 und 2. Die Variable *Berichtsspanne 1* misst die durch den Investor in Anspruch genommene Zeit, die zwischen der Transaktion, die die Meldung einer Schwellenüber- oder -unterschreitung veranlasst, und der Meldung an den Emittenten vergangen ist. *Berichtsspanne 2* misst die Zeit, die zwischen der Meldung durch den Investor und der Veröffentlichung durch den Emittenten liegt. Grafik 5 zeigt die Ergebnisse für die Variable *Gesamtberichtsspanne*.

Grafik 5) Häufigkeitsverteilung der Gesamtberichtsspanne

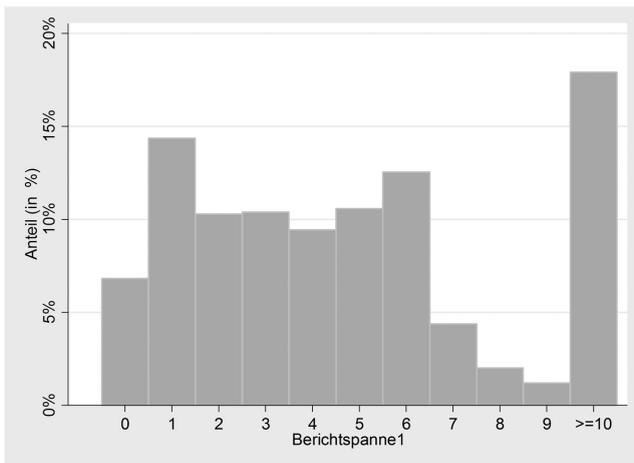


In 73% der Fälle erfolgte die Veröffentlichung der Schwellenüber- oder -unterschreitung innerhalb von 7 Handelstagen. In weniger als 8% aller Fälle wurden die Mitteilungen innerhalb eines Handelstages (oder sofort) veröffentlicht. Eine signifikante Anzahl von Mitteilungen wird weit über dem gesetzlich zulässigen Zeitraum veröffentlicht. Diese Fälle werden zusammengefasst unter Veröffentlichungen nach 10 oder mehr Handelstagen; dabei handelt es sich um 21,4% aller Mitteilungen.<sup>33</sup> 5% aller Mitteilungen weisen sogar Werte von 100 oder größer auf. Untersucht wurde ferner, ob die Mitteilungs- und Veröffentlichungspraxis in den einzelnen Jahren unterschiedlich war. Diese Frage ist zu bejahen. Im Verhältnis zu 2007 kann festgehalten werden, dass in den Folgejahren jeweils längere Berichtszeiträume zu verzeichnen sind. Diese Abweichungen zum Jahr 2007 sind alle mindestens auf dem 5%-Niveau statistisch signifikant. Für eine genauere Analyse erscheint es sinnvoll, die einzelnen Berichtsspannen isoliert zu betrachten.

### b) Mitteilungen des Investors an den Emittenten

Grafik 6 zeigt die Ergebnisse für die Variable *Berichtsspanne 1* (in Handelstagen).

Grafik 6) Häufigkeitsverteilung der Berichtsspanne 1



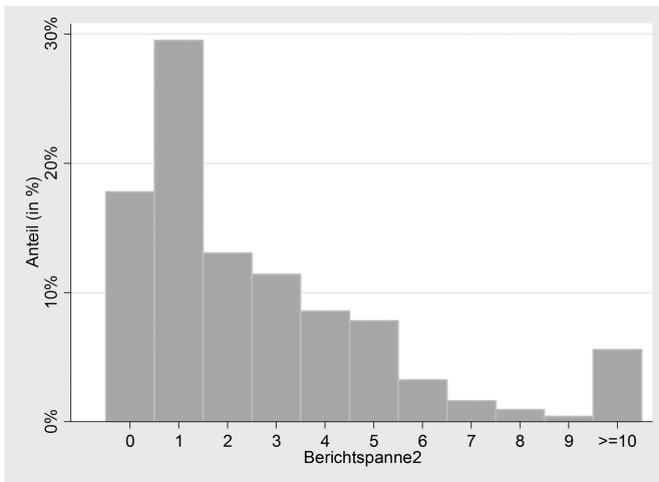
33 Die Variable *Gesamtberichtsspanne* sowie die Variablen *Berichtsspanne 1* und *Berichtsspanne 2* werden bezüglich ihrer größten Werte alle auf den Maximalwert 10 gesetzt. Das bedeutet, dass alle Werte, die größer als 10 sind für die jeweilige Variable auf den Wert 10 gesetzt werden. Das bedeutet jedoch nicht, dass die längsten Berichtsspannenwerte um 10 herum liegen; sie liegen deutlich höher. Dies dient v. a. der Vereinfachung der Darstellung der Variablen.

In 31,5% der Fälle erfolgten die Mitteilungen binnen zwei Handelstagen, in 51% der Fälle innerhalb von vier und in 74% der Fälle binnen 6 Handelstagen.<sup>34</sup> Eine signifikante Anzahl von Mitteilungen wird weit über den gesetzlich zulässigen Zeitraum von maximal 4 Handelstagen abgegeben. Diese Fälle werden zusammengefasst unter Veröffentlichungen nach 10 (oder mehr) Handelstagen. Dabei handelt es sich um 18% aller Mitteilungen. Es sei erwähnt, dass 5% aller Mitteilungen erst nach 73 Handelstagen oder mehr übermittelt wurden. Zudem kann auch hier festgestellt werden, dass im Vergleich zum Jahr 2007 die Berichtsspannen signifikant länger sind.

### c) Veröffentlichung durch den Emittenten

Grafik 7 zeigt die Ergebnisse für die Variable *Berichtsspanne 2* (in Handelstagen).

Grafik 7) Häufigkeitsverteilung der Berichtsspanne 2



Die Veröffentlichung durch den Emittenten erfolgt in 60% der Fälle innerhalb von 2 Handelstagen. In einer stattlichen Anzahl von Fällen dauerte die Veröffentlichung aber erheblich länger: In 31% der Fälle benötigte ein Emittent zwischen 3 und 6 Handelstagen und in 5,6% der Fälle erfolgte die Veröffentlichung erst nach 10 oder mehr Handelstagen. Abweichend zu den Variablen

34 Für eine Teilstichprobe von 3.189 Meldungen wurde überprüft, ob ausländische Investoren mit längeren Berichtsspannen assoziiert werden. Es konnten keine signifikant längeren Berichtsspannen festgestellt werden.

*Gesamtberichtsspanne* und zur *Berichtsspanne 1* können zwischen den einzelnen Jahren lediglich weniger signifikante Unterschiede festgestellt werden.

Das Ergebnis über Fristüberschreitungen durch Emittenten soll im Folgenden genauer betrachtet werden. Hierzu wurde untersucht, inwiefern die Größe (gemessen durch die logarithmierte Marktkapitalisierung des Emittenten) sowie der Streubesitz der Aktien der Emittenten einen Einfluss auf die Berichtsspanne 2 haben. Die zugrundeliegenden Regressionen lassen auf keinen signifikanten Einfluss weder der Unternehmensgröße noch des Streubesitzes auf die Variable *Berichtsspanne 2* schließen.<sup>35</sup>

Im letzten Schritt wurde überprüft, ob Berichtsspannen einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Aktienkursreaktion haben. Es konnte kein signifikanter Einfluss der Berichtsspannen auf die abnormale Rendite, d. h. auf den berechneten Werteffekt, festgestellt werden. Dies bedeutet, dass auch im Falle zu spät gemeldeter Schwellenüber- oder -unterschreitungen die enthaltene Information kursrelevant ist. Daraus kann der wichtige Schluss gezogen werden, dass eine frühere Veröffentlichung einer Schwellenüber- oder -unterschreitung im Allgemeinen eine positive Auswirkung auf den Grad der Markteffizienz besitzt.<sup>36</sup>

### III. Schlussfolgerungen aus den empirischen Erkenntnissen

#### 1. Kursrelevanz der Mitteilungen

##### a) Befunde der Ereignisstudie

Regeln über eine Beteiligungstransparenz können einerseits danach unterscheiden, ob Investoren aktiv oder passiv sind. Dieses Regelungskonzept ist vor allem in den USA anzutreffen,<sup>37</sup> wo für aktive Investoren im Interesse eines wirksamen Anlegerschutzes für das Vorfeld potentieller Unternehmensübernahmen umfangreiche Informationspflichten vorgesehen sind,<sup>38</sup> dagegen für passive Investoren geringere Pflichten bestehen, für deren Erfüllung zudem vergleichsweise lange Fristen gelten.<sup>39</sup> Andererseits kann ein Regime der

35 Die Regressionsergebnisse werden aus Platzgründen hier nicht in Form von Tabellen präsentiert. Die Regressionen basieren auf sämtlichen Beobachtungen aller derjenigen Unternehmen, für die die Unternehmensgröße und der Streubesitz in der *Datastream* Datenbank verfügbar sind.

36 Aus Platzgründen wird auf eine ausführliche Darstellung der Regressionsergebnisse in Tabellenform verzichtet.

37 Vgl. Sec. 13(d) SEA und SEC-Rules 13d-1 bis 13d-7 sowie Sec. 13(g) SEA.

38 Ausführlich ULMRICH, Investorentransparenz, 2013, S. 16 ff.

39 Die Mitteilung nach Sec. 13(d) SEA ist binnen 10 Tagen gegenüber der SEC abzugeben. Unter bestimmten Voraussetzungen dürfen Investoren auf die Abgabe des Schedule

Beteiligungstransparenz von allen Investoren die bloße Information über Veränderungen des Stimmrechtseinflusses verlangen, unabhängig davon, ob Investoren bestimmte Ziele mit einem Anteilserwerb verfolgen. Dies ist der für Europa von der Transparenzrichtlinie vorgegebene Regelungsansatz. Danach ist jedermann verpflichtet, das Über- oder Unterschreiten bestimmter Schwellen offenzulegen; dabei ist es grundsätzlich irrelevant, ob er ein aktiver oder passiver Investor ist.<sup>40</sup>

Da sich die 2004 verabschiedete Transparenzrichtlinie auf eine Mindestharmonisierung der Regelungsmaterie beschränkt<sup>41</sup> und einige Mitgliedstaaten von ihrer Regelungsautonomie intensiv Gebrauch gemacht haben, hat das Regelungskonzept unterschiedliche Ausprägungen erfahren. So verlangen Deutschland und Frankreich von potentiell aktiven Investoren weitere Informationen über die Ziele des Beteiligungserwerbs.<sup>42</sup> Die Beteiligungstransparenz hat sich daher in diesen Mitgliedstaaten an das US-amerikanische Recht angenähert. Einen anderen Weg ist das Vereinigte Königreich gegangen, das für jeden Investor ein dichteres Netz an Meldeschwellen vorsieht<sup>43</sup> und damit das Regelungskonzept der Transparenzrichtlinie perfektionistisch weiter entwickelt hat.

#### *aa) Bestätigung des Regelungskonzepts der Transparenzrichtlinie*

Die Ereignisstudie hat für den deutschen Markt ergeben, dass bei Überschreitungen der 3%-Schwelle am Ereignistag nach zwei Methoden – der Standardvorgehensweise und nach der Robustheitsanalyse – eine statistisch signifikante Aktienkursreaktion zu verzeichnen ist. Dies ist ein sehr bemerkenswertes Ergebnis. Die juristische Literatur ging bislang davon aus, dass die geringe

13D verzichten und brauchen dann nur das Schedule 13G einzureichen, das wesentlich geringere Angaben verlangt. Für die Abgabe von Schedule 13G gilt eine Frist von 45 Tagen nach Ende des Kalenderjahres, in dem die Stimmrechte erworben wurden (vgl. Rule 13d-1(b)(2) SEC-Rules.

40 Dieser Grundsatz wird allerdings an mehreren Stellen durchbrochen. Die Transparenzrichtlinie sieht zugunsten bestimmter Marktteilnehmer, wie etwa Market Maker und Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Ausnahmen für bestimmte Mitteilungspflichten vor, weil die betreffenden Marktteilnehmer typischerweise keinen Einfluss auf den Emittenten ausüben. Die unionsrechtlichen Vorgaben sind in § 23 WpHG umgesetzt und werden durch RTS der ESMA und Kommission ersetzt.

41 Vgl. PRECHTL, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität, 2010, S. 22; VEIL, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., 2014, § 20 Rdn. 5.

42 In Frankreich sind Offenlegungspflichten für Investoren in Art. L233-7 C.com. und Art. 233-14 RG AMF und in Deutschland in § 27 a WpHG geregelt. Die Pflichten stellen nicht darauf ab, dass ein Investor aktiv ist, sondern setzen voraus, dass er in einer bestimmten Höhe beteiligt ist. Dahinter steht der Gedanke, dass ein Aktionär mit einem großen Aktienpaket in der Regel keine bloße Finanzbeteiligung hält.

43 Vgl. DTR 5.1.2 FCA Handbook.

Eingangsmeldeschwelle keine nennenswerte Bedeutung für die Informationseffizienz der Märkte habe.<sup>44</sup> Die Ereignisstudie widerlegt diese Vorstellung und bestätigt die seinerzeitige Einschätzung des deutschen Gesetzgebers, mit der Einführung einer Schwelle bei 3% die Transparenz weiter zu verbessern.<sup>45</sup>

Die durchschnittlichen abnormalen Renditen, die bei einer Überschreitung höherer Meldeschwellen festzustellen sind, betragen am Ereignistag bei den hier exemplarisch betrachteten Schwellen von 15%, 30% und 50% zwischen 1,09 und 3,16%. Dieser Befund verwundert nicht, denn es handelt sich bei diesen Meldeschwellen um Beteiligungsgrößen, mit denen ein Investor bei den typischen Hauptversammlungspräsenzen deutscher Aktiengesellschaften bereits eine Kontrollposition erreicht hat oder ihr zumindest sehr nahe ist.<sup>46</sup> Die Höhe der abnormalen Renditen ist nicht nur statistisch signifikant, sondern auch ökonomisch bedeutend. Dies ist auch deshalb bemerkenswert, da die ermittelten Koeffizienten aufgrund des Ausgleichs von positiven und negativen Informationseffekten eher konservativ gemessen sind.

Unabhängig von der konkreten Höhe der abnormalen Renditen bei den einzelnen Meldeschwellen kann festgehalten werden, dass die Annahme des europäischen und deutschen Gesetzgebers, Informationen über Stimmrechtsveränderungen seien „ein Faktor im Anlagekalkül“, zutreffend ist. Zwar legt die Standardmethode, bei der kumulierte abnormale Renditen berechnet werden, eine differenzierte Betrachtung nahe. Danach trifft die Hypothese, dass Mitteilungen kursrelevant sind, nur für Überschreitungen der gesetzlich vorgesehenen Schwellen uneingeschränkt zu. Bezüglich Unterschreitungen kommt die Standardmethode zu dem Ergebnis, dass sich grundsätzlich keine durchschnittliche abnormale Rendite feststellen lässt. Die Robustheitsanalyse hat allerdings bestätigt, dass auch Schwellenunterschreitungen relevante Informationen für den Markt beinhalten können. Diese Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass die in §§ 21 ff WpHG geregelten Stimmrechtsmitteilungen einen Schritt in Richtung eines informationseffizienten Marktes bedeuten.

44 HEUSEL, Die Rechtsfolgen einer Verletzung der Beteiligungstransparenzpflichten gem. §§ 21 ff WpHG, 2011, S. 272 behauptet, im Grundsatz würden Transaktionen unterhalb der 10%-Schwelle keine Signalwirkung entfalten; von einem „Grundrauschen“ im unteren Stimmrechtsbereich spricht KRAUSE, „Stakebuilding“ im Kapitalmarkt- und Übernahmerecht, in: Kämmerer/Veil, Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 163, 183.

45 Vgl. Begr. RegE Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498, S. 28: „Sie soll die Transparenz der Beteiligungen weiter verbessern und ein unbemerktes ‚Anschleichen‘ an Emittenten erschweren.“

46 Siehe die N. in Fn. 22.

*bb) Plausibilität des deutschen Sonderwegs einer Publizität von Absichten*

Die Befunde zu den Werteffekten von Mitteilungen über Absichten eines Investors gem. § 27 a WpHG sind weniger aussagekräftig. Auch wenn die Reaktion des Aktienmarktes keineswegs eindeutig ist, lässt sich aber festhalten, dass am Ereignistag eine (auf dem 1%-Niveau) statistisch signifikante durchschnittliche abnormale Rendite zu verzeichnen ist. Dies zeigt, dass die Kritik der juristischen Literatur an der Einführung der Informationspflicht<sup>47</sup> jedenfalls insoweit unberechtigt ist, als sie den Sinn der Offenlegung von Absichten in Zweifel zieht oder gar bestreitet.<sup>48</sup> Für den Markt können diese Mitteilungen durchaus relevant sein.<sup>49</sup>

Um weitere Erkenntnisse über den Informationsgehalt der Mitteilungen zu erzielen, müsste jede veröffentlichte Mitteilung gem. § 27 a WpHG mit den zuvor publizierten Mitteilungen gem. § 21 WpHG in Verbindung gesetzt werden. Denn letztere Mitteilungen über die Überschreitung einer Meldeschwelle können bereits einen statistisch signifikanten Werteffekt gehabt haben. Dass sich Mitteilungen nach § 27 a WpHG dennoch als kursrelevant erwiesen haben, verdeutlicht, dass die Publizitätspflicht ihre Funktionen trotz mancher tatbestandlicher Defizite<sup>50</sup> durchaus erfüllt.

*b) Relevanz der Erkenntnisse für die Reformdiskussion*

*aa) Einführung weiterer Meldeschwellen*

Die Erkenntnisse über die Werteffekte von Stimmrechtsmitteilungen könnten zunächst für die rechtspolitische Diskussion über die Einführung weiterer Meldeschwellen wertvoll sein. Der deutsche Gesetzgeber hat sich mit Ausnahme der Eingangs-Meldeschwelle von 3% an die Vorgaben der Trans-

47 Kritik am Informationswert u. a. durch FLEISCHER, ZGR 2008, 185, 2011 f und MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 169.

48 Die Einführung der Regelung wurde in vielerlei Hinsicht kritisiert. Neben Kritik am Tatbestand und den fehlenden Sanktionen wurde vor allem geltend gemacht, die erhöhte Transparenz bewirke, dass effizienzsteigernde Finanz- oder Unternehmenstransaktionen beeinträchtigt würden (vgl. insbesondere EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2119). Dieser Einwand wird durch die Ereignisstudie natürlich nicht entkräftet.

49 Nach HEINRICH, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, § 27 a Rdn. 6 konnte ein Transparenzgewinn durch die Norm bislang nicht überzeugend nachgewiesen werden.

50 Kritisiert wird u. a., dass ein Investor 20 Handelstage Zeit hat, um seine Mitteilung abzugeben. Ferner wird geltend gemacht, dass die Befreiungsmöglichkeit durch den Emittenten gem. § 27 a Abs. 3 WpHG nicht damit vereinbar sei, dass die Vorschrift kapitalmarktrechtliche Zwecke verfolge, also öffentlichen Interessen diene. Schließlich wird kritisiert, dass Verstöße gegen die Vorschrift weitgehend sanktionslos sind. Vgl. HEINRICH, aaO (Fn. 49), § 27 a WpHG Rdn. 6 f.

parenzrichtlinie gehalten und keine zusätzlichen Meldeschwellen vorgesehen. Allerdings sind solche in anderen Mitgliedstaaten etabliert.<sup>51</sup> Die strengsten Pflichten bestehen im Vereinigten Königreich. Dort muss ab einer Schwelle von 3% jede Veränderung von 1% bis zur Schwelle von 100% mitgeteilt werden.<sup>52</sup> Auch für Deutschland hat man ein entsprechendes Regime<sup>53</sup> oder zumindest eine Eingangsmeldeschwelle bereits bei 1%<sup>54</sup> gefordert, um die Transparenz zu verbessern. Meist wird aber lediglich verlangt, weitere Schwellen im Bereich zwischen 30 und 50% einzuführen.<sup>55</sup> Schließlich wird vorgebracht, zwischen 50 und 75%<sup>56</sup> sowie bei 90 bzw. 95%<sup>57</sup> Meldeschwellen vorzusehen.

Jedenfalls die Vorschläge für die Ausweitung der Beteiligungstransparenz zwischen 30 und 75% erscheinen im Lichte der Ergebnisse der Ereignisstudie plausibel. Aus den Erkenntnissen über abnormale Renditen bei Meldeschwellenüberschreitungen können aber keine zwingenden Schlussfolgerungen für die Diskussion über die Einführung weiterer Meldeschwellen gezogen werden. Die Ereignisstudie belegt lediglich, dass die vorhandenen Schwellen wertrelevant sind. Ob weitere Meldeschwellen erforderlich oder zumindest sinnvoll sind, muss in einem größeren Zusammenhang betrachtet werden. So ist ein möglicher Ausbau der Beteiligungstransparenz für den Bereich zwischen 30 und 50% insbesondere vor dem Hintergrund der *low balling*-Strategien und der in Deutschland bestehenden Pflichtangebotsregelung zu diskutieren.<sup>58</sup> Ferner wird man zu berücksichtigen haben, dass ein Mehr an Offenle-

51 Dazu näher Commission Staff Working Document – Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, SEC (2008) 3033 final, Annex V.

52 Vgl. DTR 5.1.2 FCA Handbook.

53 BURGARD, AG 1992, 41, 52; MUNSCHKE, RIW 1995, 998, 1002. A. A. FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2009, 401, 404; HITZER/DÜCHTING, ZIP 2011, 1084, 1090.

54 SCHMIDT/SPINDLER, Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, 2008, Kapitel E Rdn. 47. A. A. FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2009, 401, 403 f.

55 Für weitere Meldeschwellen zwischen 30 und 50% SCHNEIDER, aaO (Fn.7), §21 WpHG Rdn. 27 (weitere Meldeschwellen zwischen 30 und 50% mindestens im Abstand von 5%); BURGARD/HEIMANN, FS Dausers, 2014, S. 47, 53 (jede Veränderung von 5%); FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2009, 401, 409 („Niemandland“ zwischen 30 und 50%); HITZER/DÜCHTING, ZIP 2011, 1084, 1090 (systemimmanenter Ausbau). A. A. SCHWARK, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, §21 WpHG Rdn. 11.

56 Vgl. BURGARD/HEIMANN, FS Dausers, S. 47, 53 (jede Veränderung von 5%); VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 439.

57 Vgl. BURGARD/HEIMANN, FS Dausers, S. 47, 53; VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 439; BRINCKMANN, BB 2012, 1370, 1373.

58 Vgl. KALSS, in: Kämmerer/Veil, Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139, 154 f; MERKT, in: Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 53, 71 f.

gung generell zu weiteren Kosten für Investoren führt, was sich als kontra-produktiv für die Effizienz der Finanzmärkte erweisen kann. Unternehmensübernahmen können kostspieliger werden, wenn wie im Vereinigten Königreich jeder kleine Schritt beim Stakebuilding veröffentlicht werden muss. Damit können die Anreize für Investoren, unterbewertete Unternehmen zu identifizieren, sinken.<sup>59</sup>

### *bb) Reform des § 27 a WpHG?*

Die Mitteilungen gem. § 27 a WpHG haben sich jedenfalls am Ereignistag als statistisch signifikant wertrelevant erwiesen, so dass sich aus der Ereignisstudie keine Argumente für eine Abschaffung der Offenlegungspflichten nach § 27 a WpHG ergeben. Stattdessen stellt sich die Frage, ob die gesetzliche Regelung reformiert werden sollte, um die Informationseffizienz der Märkte zu verbessern.<sup>60</sup> Auch dieses Thema kann zwar anhand der Ergebnisse der Studie nicht abschließend beurteilt werden. Die Empirie erlaubt es aber, die Reformdiskussion gezielter zu führen.

An dieser Stelle können die wesentlichen Aspekte nur skizziert werden. Festzuhalten ist zunächst, dass sich die Frage aufdrängt, warum ein Investor, wie von § 27 a Abs. 1 Satz 1 WpHG vorgesehen, 20 Handelstage Zeit haben sollte, seine mit dem Beteiligungserwerb verbundenen Absichten dem Emittenten zwecks Veröffentlichung mitzuteilen. Die Erkenntnis aus der Ereignisstudie, dass die Information am Tag der Veröffentlichung wertrelevant ist, legt es nahe, dass die Erklärung des Inhabers einer wesentlichen Beteiligung nach § 27 a WpHG zeitgleich mit der Erklärung nach § 21 WpHG abgegeben werden sollte. Darüber hinaus wird zu klären sein, ob weitere Angaben von Seiten des Investors gefordert und die bestehenden Angabepflichten modifiziert werden sollten. Wenn der Markt vor allem an Informationen über die Mittelherkunft interessiert ist, könnte es sich anbieten, wie in den USA und in Frankreich die Angaben zu diesem Aspekt noch konkreter auszugestalten.<sup>61</sup> Zweitens stellt sich die Frage, ob die BaFin damit betraut werden sollte, die Einhaltung der Mitteilungspflichten gem. § 27 a WpHG zu beaufsichtigen.<sup>62</sup> Das durch die Studie offenbarte hohe Maß an *Non-Compliance* drängt zu einer behördlichen Kontrolle. Damit ist bereits ein drittes Thema für die Reformdiskussion angesprochen. Wenn die Erfüllung der Mitteilungs- und

59 Vgl. PRECHTL, aaO (Fn. 41), S. 30.

60 ULMRICH, aaO (Fn. 38), S. 343 ff; VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 440.

61 A. A. ULMRICH, aaO (Fn. 38), S. 372 f mit der Forderung einer Aufgabe des Mittelherkunftsberichts.

62 § 27 a WpHG sieht keine Meldepflicht des Investors gegenüber der BaFin vor. Die Literatur geht daher davon aus, dass die BaFin Aufsichtsbefugnisse zu § 27 a WpHG lediglich im Rahmen der allgemeinen Missstandsaufsicht wahrnimmt. Vgl. HEINRICH, aaO (Fn. 49), § 27 a WpHG Rdn. 53.

Veröffentlichungspflicht behördlicher Aufsicht unterliegt, sollte auch eine Sanktionierung durch die BaFin erwogen werden.<sup>63</sup> Frankreich ist sogar noch einen Schritt weiter gegangen und sanktioniert Rechtsverstöße zusätzlich durch einen Stimmrechtsverlust bis zwei Jahre nach der Korrektur der Erklärung.<sup>64</sup> Der deutsche Gesetzgeber sollte zumindest die BaFin in die Lage versetzen, Geldbußen wegen Nichterfüllung der Mitteilungspflichten nach § 27 a WpHG zu verhängen.

## 2. Potentieller Insiderhandel

### a) Befunde der Ereignisstudie

Das Regime der Beteiligungstransparenz verfolgt auch den Zweck, Marktmissbrauch zu verhindern. Zwar handelt es sich dabei nicht um das Hauptanliegen der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten. Dieses besteht darin, die Informationseffizienz der Märkte zu verbessern. Doch haben der europäische und ihm folgend der deutsche Gesetzgeber wiederholt betont, dass die Pflicht zur Offenlegung potentiell kursrelevanter Informationen über Änderungen des Stimmrechtsanteils dazu dienen würde, Insiderhandel zu bekämpfen.<sup>65</sup>

#### aa) Werteffekte vor der Veröffentlichung der Informationen

Die Ereignisstudie hat offenbart, dass jedenfalls bei den höheren Meldeschwellen bereits vor der Veröffentlichung signifikante Werteffekte zu verzeichnen sind. So sei etwa in Erinnerung gerufen, dass bezüglich der Schwelle von 15% die kumulierte durchschnittliche Rendite für den Zeitraum von 20 Tagen vor dem Ereignisfenster bei 4,75% liegt. Der Kurs ist daher vor der Veröffentlichung im Durchschnitt bereits erheblich angestiegen. Ebenso verhält es sich bei der Schwelle von 30%; für die Zeiträume von 10 und 20 Tagen vor dem Ereignistag sind statistisch signifikante durchschnittliche kumulierte Renditen von 3,97% und 7,66% zu verzeichnen.

Worauf die Kursanstiege zurückzuführen sind, lässt sich zwar nicht abschließend beurteilen. Die Studie kann nur aufzeigen, wie sich der Aktienkurs vor der Veröffentlichung der Information entwickelt hat. So kann ein möglicher

63 Die Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 13 hatte angekündigt, dass nach Ablauf von zwei Jahren eine Überprüfung der Erfahrungen der Praxis erfolgen und dann ggf. über die Einführung von Sanktionen bei Verstößen gegen § 27 a WpHG erneut entschieden werden sollte.

64 Vgl. Art. L 233–14 C. com; dazu VEIL/KOCH, Französisches Kapitalmarktrecht, 2010, S. 102.

65 Vgl. zuletzt Erwägungsgrund 9 Richtlinie 2013/50/EU.

Grund für einen Anstieg ein größeres Handelsvolumen sein. Dies ist vor allem in den höheren Stimmrechtsbereichen sehr gut vorstellbar, wenn ein Investor sukzessive Aktien erwirbt. Es kann sich dann vor allem um liquiditätsgetriebene Effekte handeln. In Betracht kommt aber auch, dass Informationen über einen bevorstehenden bzw. bereits erfolgten Aktienerwerb einzelnen Marktakteuren bekannt sind, so dass ein (legaler oder illegaler) Insiderhandel stattfinden würde.

*bb) Verspätete Mitteilung und Veröffentlichung der Informationen*

Die Studie hat ferner gezeigt, dass die Mitteilung und Veröffentlichung der Informationen über Stimmrechtsänderungen teilweise erhebliche Zeit dauert. Dies ist erstaunlich, weil strenge Fristen für Investoren und Emittenten bestehen. Ein Investor muss die Information über eine Stimmrechtsänderung unverzüglich, spätestens aber innerhalb von vier Handelstagen dem Emittenten und der BaFin mitteilen (§ 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Nach dem Wortlaut des Gesetzes wird vermutet, dass der Meldepflichtige zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen Kenntnis hat (§ 21 Abs. 1 Satz 4 WpHG). Diese Vermutung kann nach Ansicht der BaFin allerdings nur in Ausnahmefällen zum Tragen kommen, da der Meldepflichtige in aller Regel von den Umständen der Schwellenberührung am selben Tag Kenntnis haben müsse.<sup>66</sup> Diese Auslegung läuft praktisch darauf hinaus, dass ein Investor bei unkomplizierten Sachverhalten und einer einfachen rechtlichen Beurteilung binnen 1–2 Handelstagen seine Mitteilung abzugeben hat; die gesetzliche Höchstfrist von vier Handelstagen darf er dann nicht in Anspruch nehmen.<sup>67</sup> Ähnlich ist die Rechtslage für den Emittenten. Dieser hat die Mitteilung unverzüglich, spätestens drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung zu veröffentlichen (§ 26 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Sofern keine besonderen Umstände die Verzögerung rechtfertigen, was in der Regel nicht der Fall ist, darf der Emittent den Zeitraum von drei Handelstagen nicht ausschöpfen.<sup>68</sup>

Es lässt sich zwar nicht exakt bestimmen, ob Investoren und Emittenten in den untersuchten Fällen pflichtwidrig gehandelt haben. Dazu müssten sämtliche Umstände eines jeden Falls berücksichtigt werden. Die Ergebnisse erlauben aber die Schlussfolgerung, dass in einer beträchtlichen Anzahl der Fälle die Informationen zu spät veröffentlicht wurden. Dies liegt sowohl an Fristüberschreitungen seitens der Investoren als auch der Emittenten. Nach den Ergebnissen der Studie wurden nur in 31,5% der Fälle die Mitteilungen binnen 2 und in 51% der Fälle binnen 4 Handelstagen abgegeben. In knapp der Hälfte der

66 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, S. 111.

67 Vgl. DEHLINGER/ZIMMERMANN, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 21 Rdn. 87.

68 Vgl. DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 67), § 26 WpHG Rdn. 17.

Fälle hielten die Meldepflichtigen die Fristen nicht ein. Für die Emittenten fällt das Zeugnis etwas besser aus. In 60% der Fälle veröffentlichten sie die Mitteilung binnen 2 Handelstagen. Im Übrigen überschritten sie aber die Fristen.

### *b) Relevanz der Erkenntnisse für die Reformdiskussion*

Die Erkenntnisse über einen bereits vor dem Ereignistag erfolgten Kursanstieg und die häufige verspätete Erfüllung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten durch Investoren und Emittenten geben Anlass, die Effizienz der gesetzlichen Regeln unter mehrerlei Gesichtspunkten zu diskutieren. So ist zum einen denkbar, den festgestellten und möglichen Defiziten der Offenlegungsregeln durch eine stärkere Sanktionierung zu begegnen. Zum anderen kommt in Betracht, weitere Regeln einzuführen, die die Vertraulichkeit der Information sicherstellen. Um diese Reformansätze sinnvoll diskutieren zu können, ist es zunächst notwendig, sich der Bedeutung des Insiderrechts beim Beteiligungsaufbau zu vergewissern. Sofern ein Investor bei der Abgabe einer Stimmrechtsmitteilung in der Regel zugleich die Insiderverbote gemäß § 14 WpHG zu beachten hat und ein Emittent der Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 WpHG unterliegt, ist das Bedürfnis für eine spezifische Regulierung der Insiderproblematik im Regime der Beteiligungstransparenz gering.

#### *aa) Anwendbarkeit des Insiderrechts*

##### *aaa) Information über Stimmrechtsänderung als Insiderinformation*

Voraussetzung für eine Anwendbarkeit der insiderrechtlichen Verbote und Pflichten<sup>69</sup> ist, dass der Erwerb eines meldepflichtigen Stimmrechtsanteils als eine Insiderinformation zu qualifizieren ist.<sup>70</sup> Dazu müsste es sich um einen nicht öffentlich bekannten Umstand handeln, der sich auf einen Emittenten von Insiderpapieren bezieht und der geeignet ist, im Falle seines öffentlichen Bekanntwerdens den Börsenpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen

69 Darüber hinaus kann auch das Verbot der Marktmanipulation (§ 20 a WpHG) anwendbar sein. Wenn ein Investor entgegen §§ 21 ff WpHG keine Mitteilung über eine Stimmrechtsänderung macht, kann darin das Verschweigen von Angaben über erhebliche Umstände i. S. d. § 20 a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG liegen (vgl. VOGEL, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., 2012, § 20 a Rdn. 110). Allerdings setzt dies ebenfalls voraus, dass der Umstand kursrelevant ist.

70 Darüber hinaus könnte bereits der Plan, einen meldepflichtigen Stimmrechtsanteil zu erwerben, als eine Insiderinformation anzusehen sein. Denn auch zukünftige Umstände und Ereignisse sind bereits insiderrechtlich relevant. Für die hier aufgeworfenen Fragen ist die insiderrechtliche Qualifikation eines zukünftigen Beteiligungserwerbs aber nicht von Bedeutung.

(vgl. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Dies wird in der juristischen Literatur von einigen Autoren bejaht,<sup>71</sup> wobei diese allerdings meist betonen, es komme bezüglich des Bestehens insiderrechtlicher Pflichten auf den Einzelfall an.<sup>72</sup> Auf dieser Linie bewegt sich auch die BaFin. In ihrem Emittentenleitfaden führt sie aus, dass der Erwerb oder die Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen als regelmäßig kurserheblich anzusehen sei.<sup>73</sup>

Im Ausgangspunkt wird man festhalten können, dass ein meldepflichtiger Erwerb oder eine Veräußerung von Anteilen den für das Vorliegen einer Insiderinformation erforderlichen Emittentenbezug hat. In der Regel dürften die Vorgänge aber nicht als eine Insiderinformation zu begreifen sein. Dies liegt vor allem am Erfordernis der Kurserheblichkeit. Nach der Legaldefinition ist eine Information geeignet, den Kurs der Aktien des Emittenten erheblich zu beeinflussen, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG). Dies ist nach heute einhelliger Auslegung der Fall, wenn die Information einen Kauf- oder Verkaufsanreiz auslöst.<sup>74</sup>

Vergegenwärtigt man sich die Erkenntnisse aus der Studie, könnte die Kurs-erheblichkeit zu bejahen sein: Wenn im Durchschnitt abnormale Renditen zu erzielen sind, würde ein Anleger den Umstand eines Stimmrechtserwerbs für einen Anteilswerb nutzen. Doch handelt es sich bei der Kurserheblichkeit um ein normatives Kriterium, so dass empirische Erkenntnisse nur eine Orientierungshilfe sein können.<sup>75</sup> Die zutreffende insiderrechtliche Beurteilung von Stimmrechtsmitteilungen fällt deshalb schwer, weil aus der Information grundsätzlich keine Rückschlüsse auf die Unternehmenswertentwicklung gezogen werden können. Sie gibt nur Auskunft darüber, dass ein bestimmter Investor über Stimmrechtseinfluss verfügt bzw. nicht mehr verfügt. Stimmrechtsänderungen sind lediglich mittelbar fundamentalwertbezogene Informationen. Solche Informationen können zwar ebenfalls geeignet sein, den Kurs erheblich zu beeinflussen.<sup>76</sup> Doch ist dies von der Verlässlichkeit der in der Information zum Ausdruck kommenden Bewertung abhän-

71 Vgl. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 57 sowie § 28 Rdn. 75 (Erreichen, Über- oder Unterschreiten einer Meldeschwelle sei in der Regel eine Insiderinformation); HILDNER, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz, 2002, S. 24; STARKE, Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 114 für wesentliche Beteiligungserwerbe; für die gesetzlichen Schwellen nach dem WpHG 1995 auch CASPARI, ZGR 1994, 530, 542 f.

72 Vgl. bezüglich des Bestehens einer Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 58; STARKE, aaO (Fn. 71), S. 114.

73 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl., S. 53.

74 Vgl. ASSMANN, in Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., 2012, § 13 Rdn. 66.

75 Vgl. HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 154; MENNICKE/JAKOVOU, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 13 Rdn. 148; ULMRICH, aaO (Fn. 39), S. 257.

76 Vgl. KLÖHN, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, § 13 Rdn. 154.

gig.<sup>77</sup> Als Kriterien werden in der Literatur die Quelle der Bewertung, die vermuteten Analysefähigkeiten und der vermutete Zugang zu privilegierten Informationen genannt.<sup>78</sup>

Legt man diese Auslegungsmaßstäbe zugrunde, wird man die für den Begriff der Insiderinformation erforderliche Kursrelevanz bei Stimmrechtsmitteilungen in manchen Fällen bejahen können, wobei es weniger darauf ankommt, welche Meldeschwelle überschritten wurde, sondern ob aufgrund der Gesamtumstände signalisiert wird, dass ein Investor beabsichtigt, die Geschäftspolitik des Unternehmens zu beeinflussen oder Synergiepotentiale zu verwirklichen.<sup>79</sup> Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass ein Investor im Falle eines Stimmrechtserwerbs insiderrechtliche Pflichten zu beachten haben kann. In der Regel dürfte aber der Erwerb eines meldepflichtigen Stimmrechtsanteils keine Insiderinformation i. S. d. § 13 WpHG sein.<sup>80</sup>

### *bbb) Insiderrechtliche Pflichten*

Sofern die Information über eine meldepflichtige Änderung des Stimmrechtsanteils nach den dargelegten Auslegungsgrundsätzen als eine Insiderinformation zu qualifizieren sein sollte, dürfte ein Investor die Insiderinformation nicht unbefugt mitteilen (vgl. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Ein Investor wäre aber nicht generell gehindert, die Information an seine Investmentbank oder anwaltlichen Berater weiterzugeben, weil das Verbot nicht gilt, wenn der Insider die Information im normalen Rahmen der Ausübung seiner Arbeit oder seines Berufs oder Erfüllung seiner Aufgaben weitergibt.<sup>81</sup>

Von besonderem Interesse ist, welche Bedeutung das Handelsverbot beim Stakebuilding hat. Nach dem Wortlaut des Gesetzes ist es einem Investor verboten, unter Verwendung der Insiderinformation weitere Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern (vgl. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Doch ist es keineswegs gesichert, dass es einem Investor danach untersagt wäre, in der Zeit bis zur Veröffentlichung seiner Stimmrechtsmitteilung weitere Stimmrechte hinzuzuerwerben. Diese These wird zwar von einigen Autoren mit dem Ar-

77 Vgl. KLÖHN, aaO (Fn. 76), § 13 WpHG Rdn. 326 und 212 ff; vgl. auch PRECHTL, aaO (Fn. 41), S. 32.

78 Vgl. KLÖHN, aaO (Fn. 76), § 13 WpHG Rdn. 326.

79 Vgl. ULMRICH, aaO (Fn. 39), S. 257 f; WITT, Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, 1996, S. 170 f; im Ausgangspunkt auch HEUSEL, aaO (Fn. 44), S. 272, der allerdings weiterhin annimmt, dass bei Stimmrechtsbeteiligungen von über 10% „grundsätzlich eine Insiderinformation vorliegt“ und bei Beteiligungen ab 25% die Kursrelevanz grundsätzlich gegeben sei.

80 Ebenso DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 67), § 28 WpHG Rdn. 51.

81 Der EuGH verlangt, dass die Weitergabe für die Ausübung der Arbeit oder des Berufs oder für die Erfüllung der Aufgaben des Insiders unerlässlich ist. Vgl. EuGH v. 22. 11. 2005, Rs. C-384/02, Slg. 2005, I-9939.

gument vertreten, ein Aktionär profitiere von einem günstigeren Kurs, wenn er vor der Veröffentlichung seiner Meldung weitere Aktien erwerbe.<sup>82</sup> Die wohl h. L. hält dem aber entgegen, dass ein Handelsverbot schon deshalb nicht bestehe, weil der Aktionär mit einem weiteren Hinzuerwerb von Aktien nur einen zuvor gefassten Entschluss umsetze und daher die Information nicht verwende.<sup>83</sup>

Damit rückt der Emittent in den Fokus der insiderrechtlichen Betrachtung. Wiederum ist zu berücksichtigen, dass die Insiderverbote nur dann gelten, wenn der mitgeteilte Beteiligungserwerb die Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllt. Sollte dies nach den dargelegten Auslegungsgrundsätzen ausnahmsweise zu bejahen sein, würde der Emittent zusätzlich einer insiderrechtlichen Veröffentlichungspflicht (vgl. § 15 Abs. 1 WpHG) unterliegen<sup>84</sup> und müsste die Information bis dahin vertraulich behandeln (vgl. § 15 Abs. 3 WpHG).<sup>85</sup>

### *ccc) Fazit*

Als Quintessenz lässt sich festhalten, dass die Bedeutung des Insiderrechts beim Beteiligungserwerb gering ist. Dies liegt vor allem daran, dass der Erwerb eines meldepflichtigen Stimmrechtsanteils in der Regel keine Insiderinformation ist. Selbst wenn dies im Einzelfall anders zu beurteilen sein sollte, entfalten die insiderrechtlichen Verbote keinen wirksamen Geheimnisschutz und schränken die Erwerbsinteressen eines Investors nicht ein. Dieser ist nach dem Verständnis der wohl h. L. nicht daran gehindert, im Zeitraum zwischen Erwerb eines Aktienpakets und Veröffentlichung der Information durch den Emittenten weitere Stimmrechte zu erwerben. Deshalb ist der von dieser Ereignisstudie nachgewiesene Handel vor dem Ereignistag grundsätzlich kein illegaler Insiderhandel. Schließlich treffen auch den Emittenten in der Regel keine besonderen Compliance-Anforderungen.

82 Vgl. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 28 WpHG Rdn. 75; WITT, aaO (Fn. 79), S. 273; wohl auch HEINRICH, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Verhältnissen, 2006, S. 162; ebenso für den Fall eines Meldeverstoßes CASPARI, ZGR 1994, 530, 543 und wohl auch HEUSEL, aaO (Fn. 44), S. 275.

83 Vgl. DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 67), § 28 WpHG Rdn. 51; ferner OPITZ, in: Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 1. Lfg. 01/2006, § 28 WpHG Rdn. 58; KREMER/OESTERHAUS, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, § 28 Rdn. 101.

84 Vgl. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 56 ff.

85 Die in § 7 WpAIV zur Konkretisierung getroffenen Bestimmungen über organisatorische Anforderungen setzten allerdings voraus, dass der Emittent zur Wahrung seiner berechtigten Interessen die Veröffentlichung aufschiebt.

*bb) Potentielle regulatorische Maßnahmen*

Die Ereignisstudie bestätigt die Annahme des Gesetzgebers, dass Stimmrechtsänderungen für Kapitalmarktteilnehmer relevante Informationen sind. Es ist daher überzeugend, dass die Erfüllung der Offenlegungspflichten einer behördlichen Aufsicht unterliegt und strenge Sanktionen bestehen. Dennoch ist festzustellen, dass es vor der Veröffentlichung zu statistisch signifikanten Kursanstiegen kommt. Darüber hinaus zeigt die Ereignisstudie, dass die gesetzlichen Melde- und Veröffentlichungsfristen in etwa der Hälfte der Fälle von Investoren und Emittenten nicht eingehalten werden.

Aus diesen Erkenntnissen kann noch nicht auf ein Versagen der gesetzlichen Regelungen geschlossen werden. Dagegen spricht bereits, dass bei allen hier dargestellten Schwellen am Ereignistag eine durchschnittliche abnormale Rendite festzustellen ist. Die Märkte haben daher das Ereignis noch nicht vollständig verarbeitet. Die Befunde zu Kursanstiegen vor dem Ereignistag und über Fristversäumnisse sind in der Summe aber gewichtige Indizien dafür, dass das Regime der Beteiligungstransparenz beträchtliche Defizite aufweist. Dies gibt Anlass, regulatorische Maßnahmen zu diskutieren.

*aaa) Strengere Rechtsdurchsetzung*

Der erste Gedanke gilt der behördlichen Aufsicht und den Sanktionen. Verspricht ein strengeres *enforcement* Abhilfe? Es ist jedenfalls vorstellbar, dass schärfere aufsichtsrechtliche Sanktionen und eine härtere Sanktionspraxis, vor allem in Gestalt hoher Bußgelder, dazu beitragen können, dass die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten fristgerecht erfüllt werden.

Das Thema steht bereits auf der Agenda des Gesetzgebers und der BaFin. So wurde erst kürzlich die maximale Höhe des Bußgelds auf 1 Mio. Euro erhöht. Mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie werden die Beträge insbesondere für juristische Personen noch wesentlich höher sein.<sup>86</sup> Ferner hat die BaFin jüngst Leitlinien zur Festsetzung von Bußgeldern bei Verstößen gegen die Vorschriften des WpHG veröffentlicht.<sup>87</sup> Daraus geht hervor, dass sie auch die Nichterfüllung der in den §§ 21 ff WpHG normierten Pflichten zukünftig härter verfolgen wird.<sup>88</sup>

86 Näher PARMENTIER, AG 2014, 15, 23; CANZLER/HAMMERMAIER, AG 2014, 57, 71 ff.

87 Vgl. BaFin, Leitlinien zur Festsetzung von Geldbußen bei Verstößen gegen Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), November 2013.

88 Vgl. aus anwaltlicher Perspektive HEINRICH/KRÄMER/MÜCKENBERGER, ZIP 2014, 1557, 1569 („Bußgelder . . . werden künftig teurer“); aus der Perspektive der BaFin soll es sich aber bloß um die Sammlung der „umfangreichen Erfahrungen des für Ordnungswidrigkeitenverfahren spezialisierten Referats“ handeln, vgl. CANZLER/HAMMERMAIER, AG 2014, 57, 69.

Es bleibt abzuwarten, ob die skizzierten Entwicklungen dazu führen werden, dass die Melde- und Veröffentlichungsfristen besser eingehalten werden. Allein von einer Erhöhung des Bußgeldrahmens sollte man sich allerdings nicht allzu viel versprechen. Die Probleme bei der Verfolgung der Ordnungswidrigkeiten liegen auch an den hohen Hürden des Tatbestands. Dieser setzt voraus, dass ein Investor eine Mitteilung entweder vorsätzlich oder leichtfertig nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig macht (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 e) und f) und g) WpHG). In einfach gelagerten Fällen mag der Schuldvorwurf gelingen. Sobald aber das Bestehen einer Mitteilungspflicht anhand der schwierigen Zurechnungsvorschriften des § 22 WpHG zu prüfen ist, die vielfältige Auslegungsprobleme aufwerfen,<sup>89</sup> fällt der Nachweis zumindest leichtfertigen Verhaltens schwer. Hinzu kommt, dass selbst Großanlegern die Bedeutung der wertpapierhandelsgesetzlichen Offenlegungspflichten nicht immer vollends bewusst ist.<sup>90</sup> Für an KMU beteiligte Anleger gilt dies noch mehr, zumal wenn es sich um Familienunternehmen handelt. Vor diesem Hintergrund erscheint es uns eine sinnvolle Maßnahme, zukünftig eine Sanktionierung durch Bußgelder bereits bei einfacher Fahrlässigkeit vorzusehen.

### *bbb) Verkürzung der Berichtsfristen und Wege der Offenlegung*

Die schleppende Erfüllung der Mitteilungspflichten vergrößert die Gefahr, dass ein (legaler oder illegaler) Insiderhandel vor der Veröffentlichung erfolgt. Es kann zwar aus den Daten nicht zwingend abgeleitet werden, dass in den teilweise beträchtlichen Zeiträumen zwischen Meldung und Veröffentlichung tatsächlich ein Insiderhandel stattfand. Angesichts der signifikanten Kursanstiege vor der Veröffentlichung stellt sich aber die Frage, wie die rechtzeitige Offenlegung durch Investoren und Emittenten sichergestellt werden kann. Es liegt auf der Hand, dass eine weitere Verkürzung der Fristen kaum erfolgversprechend sein dürfte.<sup>91</sup> Die gesetzliche Regelung und Auslegung durch die BaFin zielen bereits darauf ab, dass die Mitteilungen dem Kapitalmarkt mög-

89 Dazu näher MERKNER, AG 2012, 199, 200 f; VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 91 ff.

90 Für Aufmerksamkeit in der Tagespresse sorgte der Fall der Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway der Börsenlegende *Warren Buffett*. Berkshire Hathaway musste wegen verspäteter Mitteilung über die Erhöhung der Stimmrechtsanteile an dem Baumaterial-Unternehmen USG eine Strafe von knapp 900.000 US-Dollar zahlen. *Warren Buffett* räumte das Fehlverhalten persönlich ein: „Wir haben einen Fehler gemacht, als wir die Mitteilungspflicht übersehen haben.“ Vgl. den Reuters-Bericht, FAZ Nr. 195 vom 23. 8. 2014, S. 22.

91 Allerdings ist die Mitteilungsfrist in anderen Rechtsordnungen noch strenger geregelt. So gilt im Vereinigten Königreich für die Mitteilung eine maximale Frist von zwei Handelstagen (vgl. DTR 5.8.3 FCA Handbook).

lichst schnell bekannt werden. Ein strengeres Fristenregime dürfte daher rechtspolitisch nicht weiterführend sein.<sup>92</sup>

Erfolgreicher erscheint uns, den Veröffentlichungsweg neu zu gestalten. Dieser ist nach dem alten aktienrechtlichen Vorbild der Beteiligungstransparenz<sup>93</sup> konzipiert: Der Investor hat dem Emittenten die Information über eine Stimmrechtsänderung mitzuteilen, der sie sodann gegenüber dem Kapitalmarkt zu veröffentlichen hat. Es ist schwerlich einzusehen, warum ausgerechnet der Emittent mit dieser Aufgabe betraut wird.<sup>94</sup> Es ist auch nicht sachgerecht, den Emittenten mit einer Kontrolle der Stimmrechtsmitteilung und sodann deren Veröffentlichung gegenüber dem Kapitalmarkt zu belasten.<sup>95</sup> Ob Mitteilungspflichten bestehen, vermag die mit hoheitlichen Untersuchungsrechten ausgestattete BaFin besser zu beurteilen. Der Emittent muss zudem ein potentielles Missbrauchsproblem bewältigen: Wenn die Information ausnahmsweise als eine Insiderinformation zu qualifizieren ist, muss er das Bestehen einer Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG prüfen und sicherstellen, dass die Information durch Unternehmensangehörige nicht ausgenutzt wird.

Die einfachste Lösung zur Bewältigung der Insiderproblematik besteht darin, zukünftig den Investor und nicht mehr den Emittenten zur Veröffentlichung der Information zu verpflichten. Die Einzelheiten dieser Reform können hier nicht dargelegt werden. Es mag genügen, die wesentlichen Aspekte zu skizzieren. Ausgangspunkt einer Neuregelung wäre die Verpflichtung eines Investors, die Mitteilung unverzüglich, spätestens binnen drei oder vier Handelstagen zu veröffentlichen. Denkbar ist, ihm die Auswahl der Informationskanäle zu überlassen und lediglich zu verlangen, dass eine unionsweite Verbreitung der Information sichergesellt ist. Vorzugswürdig erscheint es uns aber, nach dem Vorbild der USA<sup>96</sup> bei der ESMA eine Plattform für Stimmrechtsmitteilungen zu installieren.<sup>97</sup> Ein Investor müsste dann bloß die Information über eine Stimmrechtsänderung dort eintragen lassen.

92 Sinnvoll ist allerdings die mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie eingeführte Regelung, dass hinsichtlich des Fristbeginns unwiderleglich vermutet wird, dass der Meldepflichtige spätestens zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der Schwellen Kenntnis hat (§ 21 Abs. 1 Satz 4 WpHG n.F.).

93 Für nicht börsennotierte Gesellschaften sind die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten weiterhin in den §§ 20 ff AktG vorgesehen.

94 Dazu bereits VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 438.

95 Ausführlich zu den Problemen eines Emittenten, den mitteilungspflichtigen Sachverhalt aufzuklären DOLFF, Der Rechtsverlust gem. § 28 WpHG aus der Perspektive eines Emittenten, 2011, S. 60 ff.

96 Die Veröffentlichung der Mitteilungen geschieht in den USA über die Online-Datenbank EDGAR (Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval). Investoren müssen sich vorher bei EDGAR registrieren. Vgl. hierzu die Angaben auf der Internetpräsenz der SEC, abrufbar unter [http://www.sec.gov/edgar.shtml#U\\_xDcECZO20](http://www.sec.gov/edgar.shtml#U_xDcECZO20).

97 Die Kommission hat dieses Thema bereits auf ihrer Agenda. Vgl. hierzu die von der Kommission in Auftrag gegebene Studie von THOMAS/GILBERT, Actica Consulting,

Gegen diese Lösung mag eingewendet werden, dass Eintragungen missbräuchlich veranlasst werden könnten, ohne dass die nationalen Aufsichtsbehörden oder die ESMA die Identität des Investors geprüft hätten. Doch ist dies ein generelles Phänomen der Pflichten zur Offenlegung kapitalmarkt-relevanter Informationen, das auch nach geltender Rechtslage schon relevant wird. Man könnte es für die Veröffentlichung von Stimmrechtsmitteilungen entschärfen, indem Investoren verpflichtet werden, sich bei der ESMA für eine Veröffentlichung von Stimmrechtsmitteilungen registrieren zu lassen.

Mit der Neuordnung des Veröffentlichungswegs wäre die Problematik, dass die Information über die Beteiligungsveränderung von Insidern ausgenutzt werden kann, größtenteils entschärft. Der deutsche Gesetzgeber hat freilich nicht die Kompetenz, die hier vorgeschlagene Lösung umzusetzen. Die Transparenzrichtlinie macht den Mitgliedstaaten konkrete Vorgaben, wie die Mitteilungen zu veröffentlichen sind. Als Grundsatz gilt, dass der Emittent dazu verpflichtet ist. Die Mitgliedstaaten können ihn zwar davon entbinden und stattdessen die nationale Aufsichtsbehörde mit der Offenlegung der Information betrauen.<sup>98</sup> Die von uns präferierte Lösung einer Registrierung bei der ESMA und Veröffentlichung über ein von der ESMA eingerichtetes Register ist aber von den unionsrechtlichen Vorgaben nicht gedeckt. Sie sollte daher bei der nächsten Revision der Transparenzrichtlinie diskutiert werden.

### *ccc) Vertraulichkeit und Handelsverbot*

Ein weiterer Reformansatz könnte darin liegen, die Vertraulichkeit der Information sicherzustellen und den meldepflichtigen Investor einem Handelsverbot zu unterwerfen. Es sei kurz in Erinnerung gerufen, dass das Insiderrecht im Regelfall nicht eingreift, wenn ein Investor meldepflichtige Beteiligungen erwirbt oder veräußert.<sup>99</sup> Deshalb ist ein Investor grundsätzlich nicht gem. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG daran gehindert, in der Zeit zwischen seinem (meldepflichtigen) Beteiligungserwerb und dessen Veröffentlichung weitere Stimmrechte zu erwerben. Auch ist es ihm nicht gem. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verboten, die Information anderen Personen mitzuteilen.

Diese Rechtslage erscheint uns im Lichte der Ergebnisse der Ereignisstudie unbefriedigend. Die gem. § 21 WpHG mitzuteilende Information ist zwar eine Information, die – weil bloß mittelbar fundamentalwertbezogen – in

Feasibility Study for a pan-European storage system for information disclosed by issuers of securities – Final Report, 18. Oktober 2011 (abrufbar unter *www. http://ec.europa.eu/internal\_market/securities/docs/transparency/market-2010-17-f/final-report\_en.pdf*).

<sup>98</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 7 Transparenzrichtlinie.

<sup>99</sup> Der Grund dafür ist, dass der Vorgang in der Regel nicht als eine Insiderinformation i. S. d. § 13 WpHG zu qualifizieren ist. Siehe oben III.2.b)aa)aaa).

der Regel nicht gem. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG geeignet ist, den Börsenpreis im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens erheblich zu beeinflussen. Doch ist sie zumindest potentiell kursrelevant. Bedenkt man, dass mit Ausnahme der Schwelle von 3% bei allen hier behandelten Meldeschwellen Kursanstiege vor der Veröffentlichung zu verzeichnen sind, bietet es sich an, das insiderrechtliche Regelungskonzept in Gestalt von Verboten und Compliance-Regeln in das Regime der Beteiligungstransparenz zu übertragen. Ziel wäre es, die informationelle Chancengleichheit der Anleger zu gewährleisten.

Dazu ist es u.E. erforderlich, dass sowohl der Investor als auch der Emittent die Vertraulichkeit der Information sicherzustellen haben. Die Ereignisstudie belegt zwar nicht, dass der Kursanstieg vor der Veröffentlichung darauf zurückzuführen ist, dass Investoren die Information über einen Stimmrechtserwerb anderen Investoren mitteilen. Gewissheit ist allerdings für die Einführung eines Verbots nicht erforderlich. Es genügt, wenn die empirischen Erkenntnisse es als möglich erscheinen lassen, dass Marktteilnehmer mit den Informationen nicht vertraulich umgehen, zumal dies durch anekdotische Evidenz gestützt wird.<sup>100</sup> Meldepflichtige und Inlandsemittenten sollten daher zukünftig verpflichtet sein, die Mitteilung geheim zu halten. Ferner sollten Emittenten nach dem Vorbild des § 7 WpAIV gehalten sein, durch organisatorische Maßnahmen sicherzustellen, dass die Information bis zur Veröffentlichung vertraulich zu behandeln ist. Unzumutbare Regulierungskosten dürfen sich durch diese Vorgaben nicht ergeben.

Schwieriger zu beurteilen ist, ob auch ein Handelsverbot für meldepflichtige Investoren eingeführt werden sollte. Rechtsvergleichende Vorbilder gibt es nicht. Im Vereinigten Königreich existiert kein spezielles Erwerbsverbot für meldepflichtige Investoren. In den USA hatte das SEC Advisory Committee on Tender Offers bereits 1983 ein (zeitlich beschränktes) Erwerbsverbot ab einer Beteiligungshöhe von 5% bis zur Offenlegung des Anteilsbesitzes befürwortet,<sup>101</sup> konnte sich mit dieser Forderung aber nicht durchsetzen. Auch die von anwaltlicher Seite im Jahr 2011 an die SEC gerichtete Petition, eine *cooling-off-period* einzuführen,<sup>102</sup> um marktmisbräuchliches Verhalten während

100 Vgl. etwa Spiegel Online vom 31.5.2014, wonach der Großinvestor *Carl Icahn* im Verdacht steht, andere Investoren vorab darüber informiert zu haben, den Chemie- und Haushaltswarenkonzern *Clorox* zu übernehmen. Abrufbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/carl-icahn-soll-unter-verdacht-des-insiderhandels-steinen-a-972617.html>.

101 Advisory Committee on Tender Offers, US SEC, Report of Recommendations and Commission Positions, 8 July 1983, S. 21–24.

102 Vgl. die Petition von WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ vom 7. 3. 2011, S. 5: „... we recommend that acquirers be prohibited from acquiring beneficial ownership ... of any additional equity securities of the issuer during the time between acquisition of a 5% ownership stake until two business days after the filing of the required Schedule

der 10-tägigen Mitteilungsfrist zu verhindern, war bislang nicht von Erfolg gekrönt.<sup>103</sup>

Ein Erwerbsverbot für meldepflichtige Investoren könnte ebenfalls mit dem Argument begründet werden, eine informationelle Chancengleichheit der Anleger sicherzustellen. Doch erscheint es uns, anders als ein Weitergabeverbot und flankierende Compliance-Regeln, nicht als eine konsequente Weiterentwicklung der Beteiligungstransparenz. Dieses Regime will die Informationseffizienz der Märkte verbessern und das Anlegervertrauen stärken. Nach der Regelungssystematik dürfen Investoren sukzessive Beteiligungen aufbauen und müssen dies nur dann offenlegen, wenn sie bestimmte Meldeschwellen über- oder unterschreiten. Der Regelungszweck schließt es zwar nicht aus, ein Erwerbsverbot für Investoren einzuführen. Doch müsste dafür ein gewichtiger Grund angeführt werden, weil ein Verbot massiv in die Investitionsfreiheit eingreift. Ein Grund könnte in der dargelegten Insiderproblematik gesehen werden, dass es im Vorfeld der Veröffentlichung von Stimmrechtsmitteilungen regelmäßig zu Kursanstiegen kommt. Dieser Problematik könnte allerdings bereits durch eine Vertraulichkeitspflicht begegnet werden. Es wäre daher unverhältnismäßig, wenn ein Investor mit weiteren Beteiligungserwerben bis zur – nicht seinem Herrschaftsbereich unterliegenden – Veröffentlichung seiner Mitteilung warten müsste.

Angesprochen werden soll abschließend, ob der deutsche Gesetzgeber befugt wäre, ein Weitergabeverbot und ergänzende Compliance-Anforderungen an Emittenten einzuführen. Wenn man diese Regelungen als eine Maßnahme zur Bekämpfung von Marktmissbrauch begreifen würde, könnten Zweifel bestehen. Die neue Marktmissbrauchsverordnung ist ein vollharmonisierender Rechtsakt und untersagt es grundsätzlich den Mitgliedstaaten, strengere Regeln vorzusehen.<sup>104</sup> Der die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gem. §§ 21 ff WpHG flankierende Geheimnisschutz würde aber nur für Informationen gelten, die nicht insiderrechtlich relevant sind. Die mitgliedstaatliche Regelungsautonomie würde sich daher ausschließlich nach der Transparenzrichtlinie richten. Diese ist zwar ebenfalls grundsätzlich vollharmonisierend ausgestaltet und regelt auch das Verfahren der Mitteilung und Veröffentlichung von Informationen über Stimmrechtsänderungen. Die Richtlinie enthält aber keine Vorgaben, wie die Mitgliedstaaten den Umgang von Investoren und Emittenten mit Informationen über Stimmrechtsänderungen zu regeln

13D.“ Die Petition ist abrufbar unter [www.wlrc.com/docs/Letter\\_to\\_the\\_SEC\\_re\\_13\(d\)\(final\\_version\).pdf](http://www.wlrc.com/docs/Letter_to_the_SEC_re_13(d)(final_version).pdf).

103 Die Professoren BEBCHUK und JACKSON hatten mit einem an die SEC gerichteten Schreiben vom 11.7.2011 geltend gemacht, eine Reform nur auf der Grundlage empirischer Erkenntnisse in Angriff zu nehmen. Das Schreiben ist abrufbar unter <http://www.sec.gov/comments/4-624/4624-3.pdf>.

104 Vgl. VEIL, ZBB 2014, 85, 87.

haben. Der deutsche Gesetzgeber wäre daher frei darin, ein Weitergabeverbot für meldepflichtige Investoren und flankierende Compliance-Regeln für Emittenten einzuführen.

#### IV. Zusammenfassung

Die Ergebnisse unserer interdisziplinären Arbeit lassen sich in zehn Thesen zusammenfassen:

1. Die Auswertung von 3.645 Mitteilungen zu Überschreitungen von Meldeschwellen zeigt, dass am Ereignistag ein Werteffekt in Form einer abnormalen Rendite in Höhe von 0,42% zu verzeichnen ist. Darüber hinaus lässt sich für den Zeitraum von 7 Handelstagen vor dem Ereignistag eine statistisch signifikante abnormale Rendite von 0,35% feststellen. Es kommt also zu Kursreaktionen im Vorfeld der Veröffentlichung.

- Die Auswertung von 1.743 Mitteilungen über das Überschreiten der 3%-Schwelle ergibt eine statistisch signifikante Aktienkursreaktion in Höhe von 0,21%. Der Werteffekt ist im Durchschnitt aller Mitteilungen auf stärker positive Werteffekte zurückzuführen, die im Mittel die negativen Werteffekte überwiegen. Im Vorfeld der Veröffentlichung ist kein statistisch signifikanter Werteffekt feststellbar.
- Bei den insgesamt 116 Mitteilungen über ein Überschreiten der 15%-Schwelle ist am Ereignistag ein statistisch signifikanter Werteffekt in Höhe von 1,09% zu verzeichnen. Die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite für den Zeitraum von 20 Handelstagen vor dem Ereignistag liegt bei 4,75%. Daraus folgt, dass der Kurs vor der Veröffentlichung im Durchschnitt erheblich angestiegen ist.
- Bezüglich der Überschreitung der Schwelle von 30% konnten 46 Mitteilungen ausgewertet werden. Am Ereignistag ist ein statistisch signifikanter Werteffekt in Höhe von 3,16% festzustellen. Auch hier kommt es im Vorfeld der Veröffentlichung zu erheblichen Kursanstiegen. So können für die Zeiträume von 10 und 20 Tagen vor dem Ereignistag statistisch signifikante abnormale Renditen von 3,97% und 7,66% festgestellt werden.
- Der Werteffekt für insgesamt 90 Überschreitungen der Schwelle von 50% beträgt am Ereignistag 1,49%. Hier können im Vorfeld der Veröffentlichung keine statistisch signifikanten Aktienkursreaktionen festgestellt werden.

2. Die Auswertung von insgesamt 2.677 Fällen einer Unterschreitung einer Meldeschwelle hat eine negative Kursreaktion von  $-0,01\%$  ergeben. Dieser Werteffekt ist aber nicht statistisch signifikant. Auch für den Zeitraum vor der Veröffentlichung ist keine statistisch signifikante Aktienkursreaktion zu verzeichnen. Allerdings hat die Robustheitsanalyse gezeigt, dass auch Schwellen-

unterschreitungen relevante Informationen für den Kapitalmarkt beinhalten. Für Unterschreitungen aller Meldeschwellen kann ein Absolutwert der abnormalen Rendite am Ereignistag (jedes betrachteten Unternehmens) abzüglich des durchschnittlichen Absolutwerts der abnormalen Rendite über das Schätzfenster in Höhe von 0,36% festgestellt werden.

3. Für den Berichtszeitraum konnten 98 Mitteilungen gem. § 27 a WpHG ausgewertet werden. Für diese ist am Ereignistag eine statistisch signifikante abnormale Rendite in Höhe von 1,2% festzustellen. Für den Zeitraum vor der Veröffentlichung sind keine statistisch signifikanten Werteffekte zu verzeichnen. Es lässt sich nicht zuverlässig sagen, wie der Kapitalmarkt einzelne Angaben bewertet. Aus den statistischen Analysen geht aber hervor, dass die Angabe, ein Investor habe den Aktienerwerb mit Fremdkapital finanziert, am Ereignistag einen tendenziell negativen Effekt auf die Aktienkursreaktion hat. Schließlich zeigen die Analysen, dass nur bei 76% der veröffentlichten Mitteilungen zu allen gesetzlich geforderten Aspekten Angaben gemacht wurden.

4. Die gesetzlichen Fristen für eine Mitteilung und Veröffentlichung von Stimmrechtsänderungen wurden häufig nicht eingehalten. Nur in 31,5% der Fälle wurden die Mitteilungen binnen 2 Handelstagen abgegeben. Die gesetzliche Maximalfrist von 4 Handelstagen wurde nur in 51% der Fälle eingehalten. Die Emittenten veröffentlichten in 60% der Fälle die Mitteilung binnen 2 Handelstagen. Im Übrigen überschritten sie aber die Fristen. Dies bedeutet, dass in etwa der Hälfte der Fälle die Informationen über Änderungen des Stimmrechtsanteils dem Kapitalmarkt zu spät bekannt wurden. Weder die Größe des Emittenten noch der Streubesitz der Aktien des Emittenten haben einen Einfluss auf die Berichtsspanne.

5. Die Ergebnisse zu den statistisch signifikanten Werteffekten von Meldeschwellenüberschreitungen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestätigt die Annahme des Gesetzgebers, Informationen über Stimmrechtsänderungen seien ein „Faktor im Anlagekalkül“ – es handelt sich um potentiell kursrelevante Informationen. Die Ergebnisse zu Aktienkursreaktionen auf Mitteilungen gem. § 27 a WpHG sind weniger eindeutig. Aber auch diese Informationen sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wertrelevant, so dass die Publizitätspflicht durchaus einen Sinn ergibt.

Aus den Erkenntnissen über Werteffekte können aber keine zwingenden Schlussfolgerungen für die Frage gezogen werden, ob der deutsche Gesetzgeber für die deutschen Märkte weitere Meldeschwellen vorsehen sollte. Es kann lediglich festgehalten werden, dass eine Ausweitung der Beteiligungstransparenz zwischen den Schwellen von 30 und 75% plausibel erscheint. Ferner erscheint es sinnvoll, die Mitteilungspflichten gem. § 27 a WpHG zu reformieren, um die Informationseffizienz zu verbessern. Es überzeugt nicht, dass ein Investor 20 Handelstage Zeit hat, um die Mitteilung abzugeben. Die

Einhaltung der Mitteilungspflicht sollte von der BaFin beaufsichtigt werden und Rechtsverstöße sollten durch ein Bußgeld sanktioniert werden können.

6. Um eine bessere Einhaltung der gesetzlichen Fristen für die Erfüllung von Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten zu erreichen, empfiehlt es sich, eine Sanktionierung durch Bußgelder bereits bei einfacher Fahrlässigkeit vorzusehen.

7. Ein Investor unterliegt mit dem Erwerb eines meldepflichtigen Stimmrechtsanteils in der Regel nicht den insiderrechtlichen Verboten. Der Grund liegt darin, dass die Information nur mittelbar fundamentalwertbezogen ist. Eine solche Information kann zwar kurserheblich i. S. d. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG sein. Dies wird aber nur in Einzelfällen zu bejahen sein. Nach geltender Rechtslage ist daher ein Handel unter Verwendung der Information über eine meldepflichtige Stimmrechtsänderung grundsätzlich kein illegaler Insiderhandel.

8. Die geltende Rechtslage ist unbefriedigend. Nach den Ergebnissen der Ereignisstudie sind Mitteilungen über das Überschreiten und das Unterschreiten einer Meldeschwelle statistisch signifikant wertrelevant. Die Offenlegungspflichten sollen die informationelle Chancengleichheit der Anleger gewährleisten. Die Erkenntnisse über Kursanstiege vor der Veröffentlichung lassen einen Insiderhandel als möglich erscheinen. Dies wird bestätigt durch die Erkenntnis, dass sowohl Investoren als auch Emittenten in einer relevanten Anzahl von Fällen die gesetzlichen Fristen für die Erfüllung ihrer Pflichten nicht einhalten. Der Gesetzgeber sollte sich der Insiderproblematik annehmen.

9. Das effektivste Mittel zur Bekämpfung der Insiderproblematik besteht darin, das Verfahren der Offenlegung neu zu regeln. Ein Investor sollte verpflichtet sein, die Mitteilung unverzüglich, spätestens binnen drei oder vier Handelstagen über eine von der ESMA verwaltete Plattform offenzulegen. Für diese Lösung ist es erforderlich, bei nächster Gelegenheit die Transparenzrichtlinie zu ändern.

10. Ein Meldepflichtiger und der Inlandsemittent sollten zukünftig verpflichtet sein, die Mitteilung über die Änderung eines Stimmrechtsanteils nicht unbefugt weiterzugeben (spezialgesetzliches Weitergabeverbot). Ferner sollte der Emittent nach dem Vorbild des § 7 WpAIV gehalten sein, durch organisatorische Maßnahmen sicherzustellen, dass die Information bis zur Veröffentlichung vertraulich zu behandeln ist (Compliance). Dagegen empfiehlt es sich nicht, einem meldepflichtigen Investor zu verbieten, bis zur Veröffentlichung der Stimmrechtsänderung weitere Aktien zu erwerben.