

Der EU Listing Act

ÜBERBLICK ÜBER WESENTLICHE ÄNDERUNGEN IM MARKTMISSBRAUCHSRECHT



Executive Summary

- **Zwischenschritte** in einem gestreckten Sachverhalt müssen nicht mehr *ad hoc* veröffentlicht werden.
- Publizitätspflichtig ist in Zukunft nur noch der finale Umstand oder das finale Ereignis (**Endereignis**).
- Die **Insiderverbote** und die Pflicht zur Führung einer **Insiderliste** bleiben unverändert bestehen.
- Bestehen ausreichend präzise **Gerüchte** in Bezug auf insiderrelevante Zwischenschritte, ist die Information unverzüglich offenzulegen.
- Für den Aufschub im Wege der **Selbstbefreiung** ist nunmehr erforderlich, dass die aufzuschiebende Information nicht im Widerspruch zur bisherigen Kommunikation des Emittenten stehen darf.
- Die **Meldeschwelle** für Geschäfte von Führungskräften oder ihnen nahestehenden Personen wurde auf EUR 20.000 angehoben.
- Kleine Änderungen betreffen die Meldepflichten bei **Aktienrückkaufprogrammen**.

I. Einführung

Am 4. Dezember 2024 ist nach langem Ringen der **EU Listing Act** in Kraft getreten. Es handelt sich um ein Paket von Rechtsakten des europäischen Gesetzgebers, in dem eine Reihe von Anpassungen und teilweise wesentlichen Neuerungen unter anderem des Marktmissbrauchsrechts vorgesehen ist. Ziel des EU Listing Act ist es, den Kapitalmarkt in Europa attraktiver zu gestalten. Insofern sollen etwa übermäßige Notierungsfolgepflichten für Emittenten reduziert werden, gleichzeitig aber auch weiterhin ein angemessenes Maß an Anlegerschutz und Transparenz gewährleistet werden. Unsere Partner **Dr. Bernd Graßl** und **Dr. Philipp Mössner** stellen die wesentlichen Änderungen der EU-Marktmissbrauchsverordnung (MMVO/MAR) unter dem EU Listing Act vor.



II. Wesentliche Änderungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität

1. Keine Ad-hoc-Publizitätspflicht von Zwischenschritten mehr

Der EU Listing Act sieht eine grundlegende Änderung der Regelungen zur Ad-hoc-Publizitätspflicht vor. Diese betrifft namentlich die Offenlegungspflicht im Rahmen „zeitlich gestreckter Vorgänge“, d.h. bei Sachverhalten, die bis zu einem bestimmten Endereignis aus verschiedenen Zwischenschritten bestehen, etwa (öffentliche) Übernahmen, M&A-Transaktionen, Kapitalmaßnahmen oder Umwandlungen. Die Neuregelung gilt ab dem 5. Juni 2026.

Nach der Neuregelung müssen **Zwischenschritte in einem gestreckten Sachverhalt** nicht mehr *ad hoc* veröffentlicht werden, auch wenn sie eine Insiderinformation darstellen. Publizitätspflichtig ist in Zukunft nur noch der finale Umstand oder das finale Ereignis (Endereignis), unverzüglich nach seinem Eintreten (Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 Sätze 2, 3 MAR n.F.). Dies soll dazu dienen, eine Verwirrung von Anlegern durch die Veröffentlichung vorläufiger Informationen in einem sehr frühen Stadium zu vermeiden. Dementsprechend entfällt auch die Notwendigkeit, im Wege der Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 Abs. 4 MAR) die Veröffentlichung eines Zwischenschritts aufzuschieben (Art. 17 Abs. 4a MAR n.F.). Ein entsprechender Aufschubbeschluss (unter Beteiligung des Vorstands) ist nicht mehr erforderlich, auch die dahingehenden Dokumentationspflichten entfallen.

Gleichwohl hat ein Emittent auch weiterhin das erstmalige Vorliegen einer Insiderinformation in Form eines relevanten Zwischenschritts im Rahmen eines gestreckten Sachverhalts zu prüfen: Unberührt bleiben *zum einen* die **Insiderverbote** (Art. 14 MAR), *zum anderen* die Pflicht zur **Führung einer Insiderliste** (Art. 18 MAR). Lediglich die **Veröffentlichungspflicht** im Hinblick auf den Zwischenschritt entfällt. Insoweit wird der Begriff der Insiderinformation von der Ad-hoc-Publizitätspflicht entkoppelt. Qualifiziert ein Zwischenschritt als Insiderinformation (Art. 7 Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 MAR), sind die entsprechenden insiderrechtlichen Regelungen und Vorgaben weiterhin (unverändert) zu beachten.

2. Abgrenzung zum offenlegungspflichtigen Endereignis

Die praktische Schwierigkeit der Neuregelung besteht in der **Abgrenzung** eines (insiderrelevanten) Zwischenschritts vom Eintritt des offenlegungspflichtigen Endereignisses. Bei einem zeitlich gestreckten Vorgang muss (nur) das Endereignis unverzüglich nach seinem Eintreten offengelegt werden (Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 Satz 3 MAR n.F.). Die Kommission ist ermächtigt, in einem delegierten Rechtsakt eine nicht erschöpfende Liste von finalen Ereignissen oder Umständen in zeitlich gestreckten Vorgängen zu erlassen und darin jeweils den Zeitpunkt zu bestimmen, zu dem das Endereignis als eingetreten gilt (Art. 17 Abs. 12 lit. a) MAR n.F.). Der delegierte Rechtsakt soll nach gegenwärtigem Stand bis spätestens Juli 2026 erlassen werden. Hierzu hat die ESMA bereits am 7. Mai 2025 einen konkreten Vorschlag für eine nicht abschließende Liste von finalen Ereignissen oder Umständen veröffentlicht (Final Report – Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM, 7 May 2025, ESMA74-1103241886-1086).

Gleichwohl kann die Abgrenzung in der Praxis **Schwierigkeiten** bereiten. Auch ein finales Ereignis oder ein finaler Umstand kann im Einzelfall als Zwischenschritt eines noch länger andauernden, zeitlich gestreckten Vorgangs angesehen werden – sodass das Ereignis oder der Umstand als bloßer Zwischenschritt im Rahmen des übergeordneten Sachverhalts *nicht* offenlegungspflichtig wäre. Zudem kann etwa ein bloßer *Zwischenschritt* im Rahmen einer konzerninternen Umstrukturierung *als solcher* noch nicht ad-hoc-publizitätspflichtig sein, die übergeordneten *Gründe* für die Umstrukturierung hingegen schon. Aus Vorsichtsgründen ist daher im Zweifelsfall zu raten, die Veröffentlichung der betreffenden Insiderinformation (in Form eines etwaigen Endereignisses, sollte ein solches möglicherweise vorliegen) wie bisher im Wege der Selbstbefreiung aufzuschieben (Art. 17 Abs. 4 MAR).

3. Wegfall der Vertraulichkeit und Gerüchte

Die Geheimhaltungspflicht des Emittenten besteht (unverändert) auch bei (insiderrelevanten) Zwischenschritten im Rahmen gestreckter Sachverhalte. Sie qualifizieren



unverändert als Insiderinformation, lediglich sind sie nach der Neuregelung nicht mehr ad-hoc-pflichtig. Ist jedoch die **Vertraulichkeit** im Hinblick auf den oder die eingetretenen Zwischenschritte nicht mehr gewährleistet, muss der Emittent die Insiderinformation unverzüglich veröffentlichen. Dies gilt namentlich auch dann, wenn ein **Gerücht** ausdrücklich auf eine nicht offengelegte Insiderinformation in Form eines relevanten Zwischenschritts Bezug nimmt, sofern das Gerücht „ausreichend präzise“ ist, sodass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit der Information nicht mehr gewährleistet ist (Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR n.F.).

Auch insoweit bleiben die insiderrechtlichen Vorgaben unberührt, sodass ein Emittent gleichwohl – gerade auch, solange „nur“ Zwischenschritte eingetreten sind – fortlaufend prüfen und überwachen muss, ob die Vertraulichkeit weiterhin gewährleistet ist. Die internen Compliance-Anforderungen bleiben insoweit unverändert, etwa gesperrte Laufwerke, vertrauliche Behandlung von Unterlagen, separate E-Mail-Verteiler etc.

4. Neuregelung des Aufschubs von der Ad-hoc-Publizitätspflicht (Selbstbefreiung)

Auch weiterhin besteht für Emittenten die Möglichkeit, die unverzügliche Veröffentlichung einer Insiderinformation im Wege der **Selbstbefreiung** aufzuschieben (Art. 17 Abs. 4 MAR). Neu ist insoweit die Regelung, dass die aufzuschiebende Insiderinformation **nicht im Widerspruch** zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder einer anderen Art der Kommunikation des Emittenten zu derselben Angelegenheit stehen darf, auf die sich die Information bezieht; insoweit wird die bisherige Voraussetzung für den Aufschub, wonach dieser nicht geeignet sein darf, die Öffentlichkeit in die Irre zu führen, ersetzt (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. b) MAR n.F.). Damit übernimmt die Verordnung eine ähnliche Formulierung, wie sie bisher in den ESMA-Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen enthalten ist.

Die Änderung durch den EU Listing Act dient der Klarstellung, dass für die Prüfung des Aufschubs durch den Emittenten direkt auf seine eigenen früheren öffentlichen Verlautbarungen Bezug zu nehmen ist. Im Sinne einer

einheitlichen Auslegung des Merkmals ist die Kommission auch insoweit ermächtigt, in einem delegierten Rechtsakt eine nicht erschöpfende Liste von Sachverhalten zu erlassen, in denen die aufzuschiebende Insiderinformation im Widerspruch zur letzten öffentlichen Kommunikation des Emittenten zu derselben Angelegenheit steht (Art. 17 Abs. 12 lit. b) MAR n.F.).

III. Änderungen im Bereich der Managers' Transactions (Directors' Dealings)

Der EU Listing Act beinhaltet eine Anhebung der **Meldeschwelle** für Geschäfte von Führungskräften oder ihnen nahestehenden Personen von bisher EUR 5.000 auf nunmehr EUR 20.000 (Art. 19 Abs. 8 MAR n.F.). Allerdings hatte die BaFin schon bisher von der vorhandenen Öffnungsklausel für nationale Aufsichtsbehörden Gebrauch gemacht und die Meldeschwelle auf EUR 20.000 angehoben. Die entsprechende Neuregelung in Art. 19 Abs. 9 Satz 1 MAR n.F. sieht nun für die Aufsichtsbehörden die Möglichkeit vor, die Meldeschwelle auf EUR 50.000 anzuheben oder auf EUR 10.000 zu senken. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die BaFin (für Deutschland) und die CSSF (für Luxemburg) hiervon Gebrauch machen werden.

IV. Änderungen bei Aktienrückkaufprogrammen

Eine – wenn auch eher geringe – Reduzierung des Verwaltungsaufwands sieht der EU Listing Act für **Aktienrückkaufprogramme** vor. *Zum einen* entfällt die Pflicht des Emittenten zur öffentlichen Bekanntgabe getätigter Geschäfte in *detaillierter* Form, dies entspricht bereits der bisherigen Praxis zur Veröffentlichung in lediglich *aggregierter* Form (Art. 5 Abs. 1 lit. a) MAR n.F.); unverändert bleibt jedoch die detaillierte Meldepflicht gegenüber der zuständigen Behörde und auf der Internetseite des Emittenten.

Zum anderen müssen sämtliche Geschäfte im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen nur noch an die Behörde des **unter Liquiditätsaspekten relevantesten Marktes** erfolgen, diese leitet die Informationen auf Ersuchen an die zuständigen Behörden der übrigen Handelsplätze



weiter (Art. 5 Abs. 3 MAR n.F.); bisher mussten die Meldungen an *alle* zuständigen Behörden erfolgen, sodass ein Emittent zunächst ermitteln musste, auf welchen Handelsplätzen seine Aktien gehandelt werden und im Übrigen die entsprechenden Übermittlungswege einzuhalten waren. Der damit bisher einhergehende Verwaltungsaufwand entfällt.

V. Zusammenfassung und Ausblick

Die Änderungen und Neuregelungen der Marktmissbrauchsverordnung unter dem EU Listing Act sind im Grundsatz zu begrüßen, führen sie doch – entsprechend der gesetzgeberischen Intention – zu einer gewissen Erleichterung für Emittenten. Die praktische Umsetzung der Änderungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität bleibt abzuwarten, namentlich vor dem Hintergrund der noch zu erlassenden delegierten Rechtsakte zur Festlegung finaler Ereignisse und Umstände im Rahmen gestreckter Sachverhalte und zur Bestimmung von Sachverhalten, in denen ein Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen im Widerspruch zur bisherigen Kommunikation des Emittenten steht. Auch die Herausbildung einer Verwaltungspraxis der BaFin und der CSSF bleibt abzuwarten. Gleichwohl sollten sich Emittenten bereits jetzt mit den Neuregelungen befassen und ihre Prozesse anpassen, um bei Inkrafttreten der Änderungen zur Ad-hoc-Publizität im Juni 2026 entsprechend vorbereitet zu sein.

VI. Über GSK Stockmann – Integrierte Beratung für Deutschland und Luxemburg

GSK Stockmann ist eine führende unabhängige europäische Wirtschaftskanzlei. In Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg, Heidelberg, München, Luxemburg und London beraten wir deutsche und internationale Mandanten.

Vor allem im Kapitalmarktrecht stehen wir für eine **integrierte Beratung** unserer Mandanten in **Deutschland und Luxemburg**. Die **EU-Kapitalmarktunion** hat das langfristige Ziel, die Kapitalmärkte in den Mitgliedstaaten zu vereinheitlichen und dadurch insgesamt die wirtschaftliche Integration von Unternehmen in der EU zu fördern. Die

kapitalmarktrechtlichen Regelungen in der EU sind daher bereits jetzt weitgehend einheitlich und werden im Wesentlichen gleich angewendet – etwa die **Marktmissbrauchsverordnung**, die **Prospektverordnung**, die **Transparenzrichtlinie** oder die **Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)**. Die maßgeblichen Regelungen sind ein zentraler Bestandteil des europäischen Binnenmarkts und spielen eine Schlüsselrolle bei der Harmonisierung der Kapitalmärkte in den Mitgliedstaaten.

Wir bei GSK Stockmann kennen und verstehen dieses Regelwerk und wenden es täglich an. In grenzüberschreitenden Sachverhalten arbeiten wir nahtlos standortübergreifend zwischen unseren Büros in Deutschland, Luxemburg und London zusammen. Wir bieten mit unserem 360-Grad-Beratungsansatz einen echten Mehrwert für unsere Mandanten.

Wenn Sie Fragen haben, sprechen Sie uns bitte jederzeit sehr gerne direkt an.

Dr. Bernd Graßl, LL.M. (Wellington)
Rechtsanwalt
Standort München
bernd.grassl@gsk.de

Dr. Philipp Mössner, LL.M. (McGill)
Rechtsanwalt
Standort Luxemburg
philipp.moessner@gsk-lux.com



Urheberrecht

GSK Stockmann – Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de



GSK Stockmann

Rechtsanwälte Steuerberater Partnerschaftsgesellschaft mbB

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
T +49 30 203907-0
F +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

HEIDELBERG

Europaplatz 3
69115 Heidelberg
T +49 6221 4566-0
F +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

FRANKFURT/M.

Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt am Main
T +49 69 710003-0
F +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
T +49 89 288174-0
F +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

HAMBURG

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
T +49 40 369703-0
F +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

LUXEMBURG

GSK Stockmann SA
44, Avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
T +352 271802-00
F +352 271802-11
luxembourg@gsk-lux.com

LONDON

GSK Stockmann International
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH,
Zweigniederlassung London
Queens House, 8-9 Queen Street
London EC4N 1SP
United Kingdom
T +44 20 4512687-0
london@gsk-uk.com

Sitz der GmbH: München,
Amtsgericht München
HRB 281930
Geschäftsführer:
Dr. Mark Butt, York-Alexander
von Massenbach