

## **WEITERENTWICKLUNG DER EUROPÄISCHEN KAPITALMÄRKTE - ÄNDERUNGEN DER MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG (MAR) NACH DEM EU LISTING ACT**

Am 7. Dezember 2022 hat die EU-Kommission ein Paket von gesetzgeberischen Initiativen zur Weiterentwicklung der Kapitalmärkte in der EU vorgestellt, den sogenannten **EU Listing Act**. Dieser enthält unter anderem auch einen Vorschlag zur Änderung einiger Regelungen der Marktmissbrauchsverordnung („**MAR**“). Die vorgeschlagenen Änderungen betreffen insbesondere die Pflicht zur Ad hoc-Publizität, die Führung von Insiderlisten sowie Eigengeschäfte von Führungskräften (Managers' Transactions/Directors' Dealings). Ziel ist dabei die Schaffung von Rechtsklarheit und eine Reduzierung des organisatorischen und finanziellen Aufwands. Im Folgenden werden die wesentlichen vorgeschlagenen Änderungen der MAR vorgestellt.

### **1. Umgang mit Insiderinformationen und Pflicht zur Offenlegung**

#### **a) Neuer Grundsatz: Keine Offenlegungspflicht mehr für Zwischenschritte**

Der Änderungsvorschlag beinhaltet zunächst eine Einschränkung des Anwendungsbereichs der Offenlegungspflicht von Insiderinformationen. Bislang sieht die MAR vor, dass ein Emittent Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekanntgeben muss (Ad hoc-Publizität). Dies gilt auch für Zwischenschritte in einem zeitlich gestreckten Vorgang, sofern der jeweilige Zwischenschritt für sich genommen als Insiderinformation qualifiziert, insbesondere also ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential aufweist.

Der Änderungsvorschlag sieht nun vor, dass die Pflicht zur Offenlegung nicht mehr gelten soll für Zwischenschritte in einem zeitlich gestreckten Vorgang, wenn diese Zwischenschritte mit der Herbeiführung einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses verbunden sind. Allerdings bleibt die Qualifikation relevanter Zwischenschritte als Insiderinformation erhalten. Der Änderungsvorschlag sieht keine Änderung der Definition von Insiderinformationen vor. Dies bedeutet zum einen, dass das Verbot von Insidergeschäften weiterhin auch durch einen Zwischenschritt im Rahmen eines zeitlich gestreckten Vorgangs ausgelöst wird, sofern der betreffende Zwischenschritt eine Insiderinformation darstellt. Zum anderen legt der Änderungsvorschlag Emittenten die Pflicht auf, die Vertraulichkeit von Insiderinformationen – und damit auch relevanter Zwischenschritte – bis zum Zeitpunkt der Offenlegung zu gewährleisten.

Im Ergebnis ist damit eine Entkoppelung des Insiderrechts von der Ad hoc-Publizität verbunden, die nach den Erwägungsgründen darauf zurückzuführen ist, dass zwar einerseits weiterhin jede mögliche Ausnutzung von Insiderinformationen verhindert werden soll, jedoch andererseits die frühzeitige Offenlegung nur vorläufiger Informationen eher zur Irreführung der Anleger anstatt zur Informationsklarheit an den Kapitalmärkten beiträgt.

#### **b) Ausnahme: Pflicht zur Offenlegung von Zwischenschritten im Fall eines Leaks**

Ausnahmsweise ist ein Emittent gleichwohl auch zur Offenlegung von Insiderinformationen in Form von Zwischenschritten verpflichtet: Ist die Information durchgesickert, mithin die Ge-

heimhaltung der Information nicht mehr sichergestellt, hat der Emittent die Information unverzüglich im Wege der Ad hoc-Publizität in ihrer zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuellen Fassung vollumfänglich offenzulegen.

## **2. Art und Zeitpunkt offenzulegender Insiderinformationen**

Der Änderungsvorschlag beinhaltet eine Befugnis der EU-Kommission, eine nicht abschließende Liste typischerweise relevanter Insiderinformationen festzulegen sowie für jede Information den Zeitpunkt, zu dem von einem Emittenten nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann, dass er sie offenlegt. Dies soll insbesondere die Beurteilung erleichtern, welche Informationen in den Anwendungsbereich der Offenlegungspflicht fallen und wann die jeweilige Information offenzulegen ist.

Mit Blick auf die bisherigen MAR-Leitlinien der ESMA dürften in der Liste in jedem Fall solche Sachverhalte enthalten sein, die typischerweise kurserheblich und damit insiderrelevant sind, insbesondere also etwa öffentliche Übernahmeangebote und aktienrechtliche Strukturmaßnahmen sowie größere M&A-Transaktionen, bedeutsame Personalentscheidungen, drohende Verwaltungs- oder Gerichtsverfahren, Erfindungen und Patente, Änderungen bei der Prognose (Guidance) und den Geschäftszahlen, erhebliche außerordentliche Aufwendungen oder Erträge und Insolvenzen. Insoweit soll dann jeweils typisiert geregelt werden, zu welchem Zeitpunkt die jeweilige Insiderinformation offengelegt werden muss und welche Informationen dazu zu veröffentlichen sind.

## **3. Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (Selbstbefreiung)**

### **a) Möglicher Bezugspunkt einer Selbstbefreiung: Endereignis**

Der Änderungsvorschlag enthält auch weitreichende Änderungen im Zusammenhang mit einem Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen in gestreckten Sachverhalten. Wichtig ist dabei, dass sich nach dem Änderungsvorschlag ein Aufschub nur noch auf das (zukünftige) Endereignis beziehen kann, da die einzelnen Zwischenschritte – außer im Falle eines Leaks – in Zukunft nicht mehr offenkundig sind (vgl. oben, Ziffer 1.a)). Zugleich stellt ein mögliches Endereignis weiterhin nur dann eine hinreichend präzise (Insider-)Information dar, wenn mit überwiegender Wahrscheinlichkeit (50 % + x) erwartet werden kann, dass das Ereignis auch tatsächlich eintreten wird. Entsprechend stellt sich die Frage nach einem Aufschub der Offenlegung erst ab einer Eintrittswahrscheinlichkeit von mehr als 50 %; bis zu diesem Stadium stellt das Endereignis noch keine hinreichend präzise Information dar (wohl aber relevante Zwischenschritte, für die die Insiderverbote unverändert gelten, vgl. oben, Ziffer 1.a)).

Ob die vorgeschlagenen Änderungen tatsächlich zu einer Erleichterung führen werden, bleibt abzuwarten. Tatsächlich werden Emittenten typischerweise, wenn auch nur vorsorglich, auch bereits bei einer Eintrittswahrscheinlichkeit von *weniger* als 50 % von der Möglichkeit zur Selbstbefreiung Gebrauch machen, nicht zuletzt gerade auch deshalb, weil der überwiegend wahrscheinliche *Eintritt* des Endereignisses gegenüber einem (noch) überwiegend wahrschein-

lichen *Ausbleiben* des Ereignisses nur schwer und kaum sicher bestimmt werden kann. Im Hinblick auf die angestrebte Reduzierung des organisatorischen und finanziellen Aufwands ist damit insoweit wohl nur wenig gewonnen.

## **b) Voraussetzungen für den Aufschub**

Die Voraussetzungen für einen Aufschub sollen insoweit angepasst werden, als das bisherige Erfordernis, dass der Aufschub nicht geeignet sein darf, die Öffentlichkeit irrezuführen, durch einen Katalog spezifischer Bedingungen ersetzt werden soll. Die Insiderinformation, deren Offenlegung der Emittent aufschieben will, muss hiernach bestimmten Kriterien genügen, die in diesem Zusammenhang bislang in den MAR-Leitlinien der ESMA enthalten sind.

Unverändert bleiben zunächst die Voraussetzungen, dass (i) die unverzügliche Veröffentlichung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen und (ii) der Emittent die Geheimhaltung der Informationen sicherstellen kann. Allerdings sieht der Änderungsvorschlag nunmehr als weitere Voraussetzung vor, dass die Informationen

- sich nicht wesentlich von den entsprechenden früheren Bekanntmachungen des Emittenten unterscheiden,
- sich nicht auf den Umstand beziehen, dass der Emittent die vorab kommunizierten finanziellen Ziele (Guidance) wahrscheinlich nicht erreichen wird und
- sie nicht im Widerspruch zu den vom Emittenten zuvor gesetzten Erwartungen des Marktes stehen.

Durch den Katalog soll die bisherige Voraussetzung der fehlenden Irreführung der Öffentlichkeit konkretisiert werden. Inhaltlich entspricht dies im Wesentlichen bereits der zukünftigen Vorgabe, dass sich die aufzuschiebenden Informationen nicht wesentlich von den früheren Bekanntmachungen unterscheiden und nicht im Widerspruch zu den zuvor gesetzten Erwartungen des Marktes stehen dürfen; gleichwohl dürften die Voraussetzungen für den Aufschub durch die Neufassung für die Praxis greifbarer und im Ergebnis besser handzuhaben werden.

## **c) Meldung an die BaFin**

Der Änderungsvorschlag beinhaltet auch eine Änderung der formalen Anforderungen an einen Aufschub. Bislang ist vorgesehen, dass der Emittent die BaFin erst unmittelbar nach einer entsprechenden Ad hoc-Mitteilung über den Aufschub zu informieren hat, wenngleich dies in der Praxis typischerweise bereits kurz vor der Mitteilung erfolgt. In Zukunft ist die BaFin bereits unmittelbar dann zu informieren, wenn der Vorstand einen Beschluss über die Inanspruchnahme der Selbstbefreiung gefasst hat. Hierdurch soll die Aufsichtsbehörde in die Lage versetzt werden, die Anwendung der Voraussetzungen für einen Aufschub vorab zu überprüfen.

## **4. Führung von Insiderlisten**

Der Änderungsvorschlag sieht auch eine Vereinfachung bei der Führung von Insiderlisten vor. Derzeit können Emittenten wählen zwischen einer anlassbezogenen Insiderliste und einer permanenten Insiderliste. Für Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-

Wachstumsmarkt zugelassen sind, besteht eine Erleichterung dergestalt, dass diese ihre Insiderlisten auf Personen beschränken können, die aufgrund der Art ihrer Funktion oder Position beim Emittenten stets auf Insiderinformationen zugreifen können.

Der Änderungsvorschlag sieht nunmehr vor, die bereits für Emittenten auf KMU-Wachstumsmärkten bestehenden Erleichterungen auf alle Emittenten auszuweiten. Danach müssen Emittenten zukünftig grundsätzlich keine anlassbezogenen Insiderlisten mehr führen, sondern lediglich eine Liste der permanenten Insider, mithin eine Liste derjenigen Personen, die aufgrund der Art ihrer Funktion oder Position beim Emittenten stets auf Insiderinformationen zugreifen können. Dies sind insbesondere Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane und Führungskräfte, die unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Emittenten treffen, sowie Verwaltungspersonal mit regelmäßigem Zugang zu Insiderinformationen. Allerdings soll der nationale Gesetzgeber, wie auch bisher für Emittenten auf KMU-Wachstumsmärkten, die Möglichkeit haben, von Emittenten, deren Wertpapiere mindestens in den letzten fünf Jahren zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen waren, die Erstellung und Führung einer vollständigen Insiderliste zu verlangen, wenn dies aus Gründen der Marktintegrität gerechtfertigt ist. Demgegenüber bleibt die Pflicht zur Erstellung einer eigenen Insiderliste durch im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen (Berater etc.) unberührt, sodass diese weiterhin alle Personen mit Zugang zu Insiderinformationen aufzuführen müssen.

## **5. Eigengeschäfte von Führungskräften (Managers' Transactions/Directors' Dealings)**

### **a) Anhebung des Schwellenwerts für meldepflichtige Eigengeschäfte**

Der Schwellenwert für das jährliche Gesamtvolumen meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften und von in enger Beziehung zu diesen stehenden Personen soll von derzeit EUR 5.000,00 auf EUR 20.000,00 angehoben werden, wobei die nationalen Behörden ihrerseits den Schwellenwert auf EUR 50.000,00 anheben können. Für Deutschland gilt bereits ein Schwellenwert von EUR 20.000,00 auf Grund der Ausübung des schon bisher bestehenden Wahlrechts durch die BaFin. Insoweit käme es durch die Anpassung der MAR aufgrund des Änderungsvorschlags zu keiner Änderung. Anderes würde nur gelten, wenn die BaFin von ihrem Wahlrecht erneut Gebrauch machen und den Schwellenwert auf EUR 50.000,00 anheben würde. Eine (weitere) Erhöhung des Schwellenwerts wäre zu begrüßen: Dies könnte zu einer Reduzierung der Anzahl der Meldung von Eigengeschäften führen, deren informationeller Mehrwert ohnehin fraglich ist.

### **b) Ausweitung der zulässigen Geschäfte während Closed Periods**

Nach den Regelungen der MAR besteht ein Handelsverbot von Eigenschäften während eines Zeitraums von 30 Kalendertagen vor der Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlusses. Allerdings sieht die MAR auch vor, dass ein Emittent Führungskräften die Vornahme bestimmter Eigengeschäfte auch während einer Closed Period gestatten kann.

Der Änderungsvorschlag sieht eine Ausweitung der Arten von Eigengeschäften vor, deren Vornahme ein Emittent einer Person mit Führungsaufgaben während Closed Periods gestatten

kann. So soll die mögliche Erlaubnis in Zukunft auch Geschäfte im Rahmen von Arbeitnehmerplänen mit *anderen* Finanzinstrumenten als Aktien umfassen, ebenso Bezugsberechtigungen auf Aktien oder Pflichtinstrumente sowie Geschäfte ohne aktive Anlageentscheidungen der betreffenden Personen einschließlich Geschäfte, bei denen die Anlageentscheidung auf externe Faktoren/Dritte zurückzuführen ist oder bei denen es sich um die Ausübung von Derivaten zu im Voraus festgelegten Bedingungen handelt. Die geplante Erweiterung erscheint sinnvoll, um den Handlungsspielraum von Emittenten und Personen mit Führungsaufgaben nicht unnötig einzuengen, zumal bei solchen Eigengeschäften eine Marktmissbrauchsgefahr oder eine Gefahr von Insidergeschäften in aller Regel nicht bestehen dürfte.

## 6. Weiteres Verfahren

Bis Ende März 2023 konnten Stellungnahmen zum Änderungsvorschlag bei der EU-Kommission eingereicht werden. Die Rückmeldungen werden von der EU-Kommission zusammengefasst und dem Europäischen Parlament und dem Rat vorgelegt. Inwieweit die EU-Kommission die Rückmeldungen aufnimmt oder den Änderungsvorschlag unverändert annimmt und in dieser Form dem Europäischen Parlament und dem Rat unterbreitet, bleibt abzuwarten. Ebenso bleibt abzuwarten, ob der EU Listing Act insgesamt das erklärte Ziel der Steigerung der Attraktivität der europäischen Kapitalmärkte tatsächlich wie gewünscht wird erreichen können.

\* \* \* \*

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

### **GLNS Rechtsanwälte Steuerberater Partnerschaft mbB**

Karolinen Karree | Karlstraße 10  
80333 München

**Dr. Bernd Graßl, LL.M.**  
**Malte Krohn, LL.M.**

[grassl@glns.de](mailto:grassl@glns.de)  
[krohn@glns.de](mailto:krohn@glns.de)

T: +49 89 89 05 89-20  
F: +49 89 89 05 89-299

[www.glns.de](http://www.glns.de)



\* \* \* \*