

Erleichterung mit Nebenwirkungen

Regulatorische Nachschärfungen im Listing Act

Aus dem Listing Act ergeben sich für Emittenten eine Reihe von Neuerungen, insbesondere im Prospekt- und Marktmissbrauchsrecht. Erklärtes Ziel des Pakets sind Vereinfachungen, die zugleich Transparenz, Anlegerschutz und Marktintegrität bewahren. Im Marktmissbrauchsrecht kommt es zu einem Paradigmenwechsel bei der Ad-hoc-Publizität, der auch Herausforderungen nach sich zieht.

Neuerungen in der MAR

Die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) der EU aus dem Jahr 2014 schafft einen Rahmen zur Wahrung der Marktintegrität und des Vertrauens der Anleger, indem unter anderem Insidergeschäfte und die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen verhindert werden sollen. Einige Aspekte haben in der Vergangenheit jedoch für Rechtsunsicherheit gesorgt, insbesondere die Frage, zu welchem Zeitpunkt eine Insiderinformation in einem zeitlich gestreckten Vorgang veröffentlicht werden muss. Diesbezüglich treten durch den Listing Act ab 5. Juni 2026 bedeutende Änderungen in Kraft. Dabei ändert sich nicht die Definition einer Insiderinformation, sondern die Anforderungen an ihre Veröffentlichung:

Nur noch das Endereignis ist veröffentlichungspflichtig

Bei zeitlich gestreckten Vorgängen – wie etwa bei M&A-Transaktionen – müssen künftig nur noch die finalen Umstände/Endereignisse veröffentlicht werden. Zwischenschritte gelten zwar weiterhin als Insiderinformationen, sind aber nicht mehr unverzüglich zu veröffentlichen.
→ *Art 17 Abs 1 MAR in neuer Fassung*

ESMA gibt Orientierung

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat nach umfangreicher Konsultation in ihrem Final Report eine nicht abschließende Liste möglicher Endereignisse vorgeschlagen.
→ *ESMA74-1103241886-1086*

► **Listing Act**
bezeichnet die Verordnung (EU) 2024/2809 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Europäischen Union. Er tritt stufenweise bis 5. Juni 2026 in Kraft.

► **MAR**
Marktmissbrauchsverordnung der EU (EU) 596/2014

Bei Vereinbarungen wie Unternehmenskäufen oder -verkäufen wird in der Regel der Vertragsabschluss, das sogenannte »Signing«, als maßgebliches Endereignis für die Veröffentlichungspflicht angesehen.

Die Liste der ESMA soll den Emittenten mehr Rechtssicherheit geben. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob die EU-Kommission den Vorschlägen der ESMA in ihrem delegierten Rechtsakt folgen wird.

► siehe auch den »Final Report Technical Advice« der ESMA vom 7. Mai 2025 zu diesem Thema.

Herausforderungen für Emittenten

Insiderinformationen bleiben Insiderinformationen

Auch nicht ad-hoc veröffentlichte Zwischenschritte können weiterhin Insiderinformationen darstellen. Dies zieht wie zuvor für die Insider ein Verbot des Handels mit betroffenen Wertpapieren nach sich.

Leaks: Unverzögliche Veröffentlichung

Kommt es zu einem Informationsleck, ist die Insiderinformation auch vor Eintritt des Endereignisses sofort zu veröffentlichen. In so einem Fall ist auch kein Aufschub der Veröffentlichung mehr möglich.

Längere Insiderzeiträume


Die Insiderhandelsverbote gelten weiterhin ab dem ersten insiderrelevanten Zwischen-

schritt. Unternehmen müssen zukünftig über Wochen oder sogar Monate hinweg sicherstellen, dass die Vertraulichkeit gewahrt bleibt.

Insiderlisten bleiben Pflicht

Für jede Insiderinformation muss weiterhin eine Insiderliste geführt werden – auch wenn nur das dazu gehörende Endereignis veröffentlicht wird. Aufgrund der zu erwartenden längeren Insiderzeiträume wird die ordnungsgemäße Führung von Insiderlisten noch wichtiger.

Die FMA hat hier vorausschauend bereits in den letzten Jahren Aufsichtsschwerpunkte gesetzt und wird weiterhin einen besonderen Fokus auf diese Verzeichnisse legen.

 **MAR Art 17 Abs 4**
Aufschub der
Veröffentlichung

Höheres Risiko für Insiderhandel

Die neue Regel bewirkt, dass der Zeitraum zwischen dem Entstehen der Insiderinformation und deren Veröffentlichung nun sehr lange sein kann. Ein effektives Compliance-System und sorgfältig geführte Insiderlisten schützen – wenn klar informiert und aufgeklärt wird –

Mitarbeitende und Geschäftspartner wirksam vor Insidermissbrauch.

Die Zukunft wird zeigen, ob die Veröffentlichung finaler Ereignisse bzw. Umstände in gestreckten Vorgängen eine Reduktion des Verwaltungsaufwands und Rechtssicherheit bringen wird.

Was bedeutet das für Anleger:innen?

Die Öffentlichkeit wird künftig deutlich später über kursrelevante Informationen informiert. Insiderinformationen bleiben

länger vertraulich – ein Paradigmenwechsel in der Marktkommunikation. Nach aktueller Rechtslage gilt eine Veröffentlichungs-

pflicht bei zeitlich gestreckten Vorgängen in der Regel bereits dann, wenn das Management eine konkrete, alternativlose Absicht verfolgt und die Rahmenbedingungen absehbar sind.

Mit der geplanten Neuregelung sollen grundsätzlich wesentliche Vereinbarungen erst nach dem Vertragsabschluss veröffentlicht werden. Auf diese Änderung müssen sich Anleger:innen einstellen.

Neuerungen in der PVO

Die Neuerungen in der Prospektverordnung (PVO) (Verordnung (EU) 2017/1129) bringen Vereinfachungen für Emittenten und Anleger:innen. Dazu zählen die Verdoppelung des prospektfreien Emissionsvolumens für Banken, flexiblere Aufstockungen und prospektfreie Sekundäremissionen, vereinfachte Informationspflichten für Finanzintermediäre sowie die Einführung neuer Prospektformate wie EU-Folgeprospekt und EU-Wachstumsemissionsprospekt. Ab Juni 2026 wird ein einheitlicher Schwellenwert für prospektfreie Emissionen eingeführt und die Prospektinhalte werden standardisiert und begrenzt. Zudem gelten neue Offenlegungspflichten für ESG-bezogene Anleihen.

Seit dem 4. Dezember 2024 gelten folgende Erleichterungen:

Ausnahmen von der Prospektpflicht

- Das prospektfreie Emissionsvolumen für einfache Daueremissionen von Kreditinstituten wurde von € 75 Mio. auf € 150 Mio. pro Jahr verdoppelt. Dies senkt die Kosten insbesondere für kleinere Institute und erleichtert den Zugang zum Kapitalmarkt.
- Aufstockungen bereits zugelassener Wertpapiere sind nun bis zu 30 % statt bisher 20 % prospektfrei möglich. Auch fungible Sekundäremissionen können unter bestimmten Bedingungen ohne Prospekt erfolgen. Ein kurzes Informa-

tionsdokument ersetzt den Prospekt und ermöglicht eine schnellere, bürokratiearme Platzierung.

Prospektnachträge

- Finanzinformationen dürfen während der gesamten Laufzeit eines Basisprospekts künftig pro futuro per Verweis aufgenommen werden. Ein Prospektnachtrag ist dafür nicht mehr erforderlich, was Aufwand und Kosten reduziert. Dies gilt jedoch nicht für Kennzahlen, die abseits von Finanzberichten berechnet werden. Diese erfordern weiterhin eine Aktualisierung per Nachtrag.
- Finanzintermediäre müssen Anleger:innen bei Prospektnachträgen nicht mehr am selben Tag kontaktieren. Eine elektronische Benachrichtigung bis zum Ende des nächsten Arbeitstags genügt. Wird der elektronische Weg abgelehnt, reicht ein Hinweis auf die Website des Emittenten.

Ab dem 5. März 2026 kommen folgende Bestimmungen hinzu:

Vereinfachte Prospekte

- Der neue EU-Folgeprospekt gilt künftig auch für nicht fungible Sekundäremissionen im Rahmen öffentlicher Angebote und Börsenzulassungen. Unternehmen, die bisher nur Anleihen begeben haben, dürfen ihn jedoch nicht für die Aktienzulassung am geregelten Markt nutzen.

► Klarstellungen in Q&A 2255, 2257, 2259, 2260 und waiting Q&A 2256, 2258 im ESMA-Q&A Tool

► zusätzliche Klarstellungen der FMA unter »Mitteilung der FMA zu Informationspflichten des Finanzintermediärs nach Art 23 Abs 3 PVO«

- Der EU-Wachstumsemissionsprospekt soll kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zu öffentlichen Märkten erleichtern und neue Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen.

Ab dem 5. Juni 2026 gilt dann:

Schwellenwerte

Der Schwellenwert für prospektfreie Emissionen wird EU-weit vereinheitlicht: entweder € 12 Mio. oder wahlweise € 5 Mio. pro Emittent und Jahr. Österreich behält die € 5-Mio.-Grenze bei, um bestehende nationale Regelungen zu erhalten.

Prospektinhalte

Die Prospektinhalte werden vereinheitlicht und auf das Wesentliche beschränkt. Für Aktienprospekte gilt künftig eine Seitenbegrenzung: max. 300 Seiten im Standardformat, 50 bzw. 75 Seiten bei vereinfachten Formaten. Ausnahmen gelten für Drittland-Prospekte im Rahmen klassischer IPOs.

European Green Bonds

Für Anleihen mit ESG-Bezug gelten neue Offenlegungspflichten. Prospekte müssen ausführliche Informationen zu Umwelt, Sozialem und Unternehmensführung enthalten, um Greenwashing zu vermeiden und Anleger:innen verlässliche Entscheidungsgrundlagen zu bieten.

Links

ESMA: »Final Report Technical Advice«, 7. Mai 2025, (inkl. Beispiele)
www.esma.europa.eu → News & Publications → Documents

Klarstellungen der ESMA: Q & A 2255, 2257, 2259, 2260
 waiting Q & A 2256, 2258

www.esma.europa.eu → News & Publications → Questions and Answers → Legislative Act »Prospectus Regulation 2017/1129«

Klarstellungen der FMA:

www.fma.gv.at → Aufsicht → Kapitalmärkte → Emittentenaufsicht
 Kapitalmarktprospekte → Interpretations- und Auslegungshilfen



Wir stützen unsere Aussagen auf teils komplexe rechtliche Vorgaben, die wir am Rand ausweisen, oder leiten sie davon ab, ohne neues Recht zu schaffen, so dass über die gesetzlichen Bestimmungen hinausgehende Rechte und Pflichten hieraus nicht abgeleitet werden können. Wir formulieren klare Erwartungshaltungen, die sich weitestmöglich auf Rechtsprechung und europäische Auslegungshilfen stützen, i. Ü. aber unsere eigene fachkundige Rechtsauffassung wiedergeben. Wir gehen mit der Zeit, weswegen wir uns die Aktualisierung der angeführten Orientierungshilfen jederzeit vorbehalten. Obige Aufzählungen stellen keine abschließende Liste dar und sind jedenfalls nur ergänzend und klarstellend zu betrachten.