

Vorschlag COM(2022) 762 vom 7. Dezember 2022 für eine **Verordnung** zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 **zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen.**

LISTING ACT

PROSPEKT- UND MARKTMISSBRAUCHSVORSCHRIFTEN

cep**Analyse** Nr. 9/2023

LANGFASSUNG

A.	WESENTLICHE INHALTE DES EU-VORHABENS	3
1	Allgemeines	3
2	Prospektvorschriften.....	3
2.1	Hintergrund und Ziele.....	3
2.2	Anpassungen beim Geltungsbereich	4
2.2.1	Ausnahmen von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren	4
2.2.2	Ausnahmen von der Prospektspflicht bei bestimmten Sekundäremissionen	4
2.3	Standardisierte und straffere Prospekte bei Erstemissionen	5
2.4	Vereinfachte Prospektspflichten bei Sekundäremissionen („EU-Folgeprospekt“)	6
2.5	EU-Wachstums-Emissionsdokument	6
2.6	Weitere zentrale Änderungen	7
3	Anpassungen der Marktmissbrauchsverordnung	7
3.1	Hintergrund und Ziele.....	7
3.2	Öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen	7
3.3	Marktsondierungen	8
3.4	Insiderlisten	9
3.5	Geschäfte von Führungskräften	9
3.6	Aktienrückkaufprogramme.....	9
B.	JURISTISCHER UND POLITISCHER KONTEXT	10
1	Stand der Gesetzgebung	10

2	Politische Einflussmöglichkeiten	10
3	Formalien.....	10
C.	BEWERTUNG.....	10
1	Ökonomische Folgenabschätzung	10
1.1	Prospektvorschriften	10
1.1.1	Allgemein.....	10
1.1.2	Ausnahme von der Prospektspflicht beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren (12 Mio. Euro-Schwelle)	11
1.1.3	Ausnahmen von der Prospektspflicht bei bestimmten Sekundäremissionen	12
1.1.4	Standardisierte und straffere Prospekte bei Erstemissionen.....	13
1.1.5	EU-Folgeprospekt	14
1.1.6	EU-Wachstums-Emissionsdokument.....	14
1.2	Marktmissbrauchsvorschriften.....	15
1.2.1	Allgemein.....	15
1.2.2	Öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen.....	16
1.2.3	Marktsondierungen.....	17
1.2.4	Insiderlisten	17
1.2.5	Geschäfte von Führungskräften	18
2	Juristische Bewertung	18
2.1	Kompetenz.....	18
2.2	Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten	18
D.	FAZIT	18

A. Wesentliche Inhalte des EU-Vorhabens

Hinweis: Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich die Artikelangaben im Abschnitt A.2 auf die Prospektverordnung [(EU) 2017/1129] und im Abschnitt A.3 auf die Marktmissbrauchsverordnung [(EU) Nr. 696/2014].

1 Allgemeines

- ▶ Im Jahr 2015 legte die EU-Kommission einen Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion vor [COM(2015) 468, s. [cepAnalyse](#)]. Eines der Hauptziele der Kapitalmarktunion ist es, den Zugang zu markt-basierten Finanzierungsquellen für EU-Unternehmen und insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zu erleichtern.
- ▶ Laut Kommission wurden seit der Veröffentlichung des Aktionsplans bereits Fortschritte bei der Erreichung dieses Ziels erreicht, von dem sie sich insbesondere für Unternehmen folgendes verspricht:
 - eine Diversifizierung ihrer Investorenbasis,
 - eine Reduktion ihrer Abhängigkeit von Bankfinanzierungen,
 - einen leichteren und günstigeren Zugang zu zusätzlichem Eigen- und Fremdkapital, und
 - eine Schärfung ihres öffentlichen Profils schärfen und eine Erhöhung ihres Bekanntheitsgrads.
- ▶ Jedoch sind nach Auffassung der Kommission weitere Anstrengungen vonnöten. Jüngst beschlossene regula-torische Maßnahmen, wie etwa die Schaffung von speziell an KMU gerichtete Handelsplätze („KMU-Wachs-tumsmärkte“), haben bisher noch nicht in ausreichendem Maß zur Zielerreichung geführt.
- ▶ Im September 2021 kündigte die Präsidentin der Kommission von der Leyen daher die Vorlage eines Pakets von Legislativmaßnahmen an, um die öffentlichen Märkte für EU-Unternehmen attraktiver zu machen und den Zugang zu Kapital für KMU zu erleichtern.
- ▶ Unter dem Label „Rechtsakt zur Notierung an öffentlichen Märkten bzw. Listing Act“ legte die Kommission nun am 7. Dezember 2022 ein Bündel von regulatorischen Maßnahmen vor. Dieses Bündel besteht aus Vor-schlägen
 - für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien; dieser zielt darauf ab, regulatorische Hin-dernisse in der Phase vor der Börsennotierung anzugehen [COM(2022) 761, s. [cepAnalyse](#)],
 - für eine Verordnung zur Änderung der Prospektverordnung [(EU) 2017/1129] und der Marktmissbrauchs-verordnung [(EU) Nr. 696/2014]; dieser zielt darauf ab, die Börsenzulassungsanforderungen für Primär- und Sekundärmärkte zu straffen und dabei den Anlegerschutz und die Marktintegrität zu wahren [COM(2022) 762], und
 - für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [2014/65/EU] und zur Aufhebung der Börsenzulassungsrichtlinie [2001/34/EG]; dieser zielt darauf ab, das geringe Niveau an Fi-nanzanalysen zu KMU zu erhöhen und die Attraktivität von KMU-Wachstumsmärkten für KMU zu verbes-tern [COM(2022) 760].
- ▶ Diese **cepAnalyse** widmet sich vertieft dem Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Prospektverord-nung [(EU) 2017/1129] und der Marktmissbrauchsverordnung [(EU) Nr. 696/2014] [COM(2022) 762].

2 Prospektvorschriften

2.1 Hintergrund und Ziele

- ▶ „Prospekte“ sind Dokumente, die Unternehmen („Emittenten“) veröffentlichen müssen [Art. 1 Abs. 1]
 - beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren, d.h. einer Mitteilung an die Öffentlichkeit mit Informatio-nen zu den Angebotsbedingungen und den anzubietenden Wertpapieren, oder
 - bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel.Sie dienen Anlegern als Grundlage für ihre Entscheidung, in ein Unternehmen zu investieren.
- ▶ Die Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospektverordnung) legt die Anforderungen für die „Erstellung, Billigung und Verbreitung“ von Prospekten fest.
- ▶ Laut Kommission verursachen die Prospektvorschriften einen hohen bürokratischen Aufwand und hohe Kos-ten. Sie erzeugen damit Hindernisse beim Zugang zu den Kapitalmärkten, insbesondere für kleine und mitt-lere Unternehmen (KMU). Dies gilt sowohl dann, wenn Unternehmen erstmalig den Zugang zu den öffentli-chen Märkten suchen (initial public offerings, IPO), als auch bei Folgeemissionen. Das Gleichgewicht

zwischen wirksamem Anlegerschutz und verhältnismäßigem Verwaltungsaufwand ist aus ihrer Sicht nicht angemessen gewährt. [S. 3–7]

- ▶ Die Kommission will die Prospektverordnung daher anpassen. Ziel ist es, [S. 3–7, Erwägungsgrund 6]
 - die Erstellung eines Prospekts zu erleichtern und weniger kostenträchtig zu machen, um die Kapitalaufnahme an öffentlichen Märkten, insbesondere für KMU, zu begünstigen,
 - die Attraktivität der öffentlichen Märkte in der EU zu erhöhen, und
 - den Anlegern verständliche, leicht zu analysierende und prägnante Informationen an die Hand zu geben, damit sie eine fundierte Anlageentscheidung treffen können.

2.2 Anpassungen beim Geltungsbereich

2.2.1 Ausnahmen von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren

- ▶ Bisher gilt die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts („Prospektpflicht“) nicht für öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert in der EU von weniger als 1 Mio. Euro, berechnet über einen Zeitraum von 12 Monaten. Unterhalb der Schwelle von 1 Mio. Euro können die Mitgliedstaaten andere Offenlegungspflichten vorsehen, sofern diese nicht unverhältnismäßig sind oder eine unnötige Belastung darstellen. Jeder Mitgliedstaat kann zudem Angebote von der Prospektpflicht ausnehmen, wenn das Angebot unter einem Schwellenwert bleibt, den die Mitgliedstaaten zwischen 1 Mio. Euro und 8 Mio. Euro ansetzen können. Solche Wertpapiere dürfen nur an Handelsplätzen dieses Mitgliedstaats gehandelt werden. [Art. 1 Abs. 3 und Art. 3 Abs. 2]
- ▶ Künftig gilt die Prospektpflicht nicht für öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem aggregierten Gesamtgegenwert in der EU von weniger als 12 Mio. Euro, berechnet über einen Zeitraum von 12 Monaten. Wertpapierangebote unterhalb dieser Schwelle [gestrichener Art. 1 Abs. 3, geänderter Art. 3 Abs. 2]
 - dürfen nur an Handelsplätzen des entsprechenden Mitgliedstaates gehandelt werden, und
 - können anderen Offenlegungspflichten unterliegen, sofern die Mitgliedstaaten solche implementieren; diese dürfen jedoch nicht unverhältnismäßig sein oder eine unnötige Belastung darstellen.

2.2.2 Ausnahmen von der Prospektpflicht bei bestimmten Sekundäremissionen

- ▶ Bisher gilt die Prospektpflicht nicht für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt, d.h. an einem traditionellen Börsenplatz, sofern
 - diese Wertpapiere mit Wertpapieren fungibel – d.h. beliebig austauschbar – sind, die bereits zum Handel am selben Markt zugelassen sind, und
 - die neu zugelassenen Wertpapiere über einen Zeitraum von 12 Monaten weniger als 20% derjenigen Wertpapiere ausmachen, die bereits zum Handel am selben Markt zugelassen sind.Künftig gilt hier ein Schwellenwert von 40% statt 20% [geänderter Art. 1 Abs. 5 lit. a].
- ▶ Künftig gilt die Prospektpflicht zudem nicht für öffentliche Angebote von Wertpapieren, sofern [neuer Art. 1 Abs. 4 lit. da]
 - diese Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen werden sollen,
 - diese Wertpapiere mit Wertpapieren fungibel sind, die bereits zum Handel am selben Markt zugelassen sind, und
 - die neu zugelassenen Wertpapiere über einen Zeitraum von 12 Monaten weniger als 40% derjenigen Wertpapiere ausmachen, die bereits zum Handel am selben Markt zugelassen sind.
- ▶ Bisher gilt die Prospektpflicht nicht für die Zulassung von Aktien zum Handel an einem geregelten Markt, sofern die Aktien
 - aus der Umwandlung oder dem Eintausch anderer Wertpapiere oder aus der Ausübung der mit anderen Wertpapieren verbundenen Rechte resultieren,
 - derselben Gattung wie bereits zum Handel zugelassene Aktien angehören, und
 - über einen Zeitraum von 12 Monaten weniger als 20% Aktien derselben Gattung ausmachen, die bereits zum Handel am selben Markt zugelassen sind.Künftig gilt auch hier ein Schwellenwert von 40% statt 20% [geänderter Art. 1 Abs. 5 lit. b].
- ▶ Künftig gilt die Prospektpflicht ferner nicht für öffentliche Angebote von Wertpapieren bzw. für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt, sofern diese Wertpapiere mit Wertpapieren fungibel sind, die bereits seit mindestens 18 Monaten ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt

oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren. Diese Ausnahme greift jedoch nur, wenn [neuer Art. 1 Abs. 4 lit. db und Abs. 5 lit. ba, geänderter Art. 1 Abs. 4 und Abs. 5 i.V.m. Annex IX]

- die Wertpapiere nicht im Rahmen einer Fusion, Aufspaltung oder eines Übernahmeangebots begeben bzw. zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden,
- der Wertpapieremittent sich nicht in einem Insolvenz- oder Umstrukturierungsverfahren befindet, und
- der Wertpapieremittent ein Dokument bei der zuständigen Behörde einreicht und der Öffentlichkeit bereitstellt; dieses Dokument enthält u.a. eine Erklärung über die Einhaltung laufender und regelmäßiger Berichts- und Transparenzpflichten und zur Verwendung der Emissionserlöse und hat eine maximale Länge von 10 DIN-A4-Seiten.

- ▶ Bisher müssen Banken, die Nichtdividendenwerte – z.B. Anleihen – öffentlich begeben bzw. zum Handel an einem geregelten Markt zulassen wollen, keinen Prospekt veröffentlichen, wenn [Art. 1 Abs. 4 lit. j und l und Abs. 5 lit. i und k]
 - die Nichtdividendenwerte dauernd oder wiederholt begeben werden, und
 - deren Gesamtgegenwert über einen Zeitraum von 12 Monaten weniger als 75 Mio. Euro – bzw. zwischen dem 18. März 2021 und dem 31. Dezember 2022 temporär 150 Mio. Euro – beträgt.
 Künftig gilt die temporär eingeführte Schwelle von 150 Mio. Euro dauerhaft [geänderter Art. 1 Abs. 4 lit. j und Abs. 5 lit. i].

2.3 Standardisierte und straffere Prospekte bei Erstemissionen

- ▶ Wie bisher müssen Prospekte die Informationen enthalten, die für Anleger wesentlich sind, und die Informationen müssen in leicht zu analysierender, knapper und verständlicher Form geschrieben und präsentiert werden. Künftig sind die Informationen in einer standardisierten Aufmachung und einer standardisierten Reihenfolge zu präsentieren. [geänderter Art. 6 Abs. 2] Die Kommission kann dazu delegierte Rechtsakte erlassen [geänderter Art. 13 Abs. 1].
- ▶ Wie bisher müssen Prospekte eine Zusammenfassung mit Basisinformationen enthalten [Art. 7 Abs. 1]. Künftig gibt es für die Inhalte der Zusammenfassung eine standardisierte Reihenfolge [geänderter Art. 7 Abs. 4–8].
- ▶ Künftig dürfen Prospekte zu Erstemissionen von Aktien von Unternehmen maximal 300 DIN-A4-Seiten umfassen. Von der Seitenbegrenzung ausgenommen sind [neuer Art. 6 Abs. 4 und 5]
 - die Prospektzusammenfassung,
 - durch Verweis einbezogene Informationen und
 - Informationen, die Emittenten aufgrund einer komplexen finanziellen Vorgeschichte oder aufgrund einer bedeutenden finanziellen Verpflichtung bereitzustellen haben.
- ▶ Wie bisher erlässt die Kommission delegierte Rechtsakte zur Aufmachung von Prospekten sowie zu den Schemata für die in Prospekte aufzunehmenden spezifischen Angaben [Art. 13 Abs. 1]. Künftig berücksichtigt sie dabei auch, ob ein Emittent [Erwägungsgrund 23, neuer Art. 13 Abs. 1 lit. f und g]
 - von Dividendenwerten zur Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der Richtlinie 2013/34/EU verpflichtet ist; diese Emittenten sollen die Lageberichte, die die Nachhaltigkeitsinformationen enthalten, mittels Verweises in den Prospekt aufnehmen,
 - von Nicht-Dividendenwerten damit wirbt, dass er Umwelt-, Sozial- oder Unternehmensführungs-Faktoren (ESG-Faktoren) berücksichtigt oder ESG-Ziele verfolgt; für diese Emittenten soll ein Schema mit den verlangten ESG-Informationen ausgearbeitet werden.
- ▶ Wie bisher muss in Prospekten auf, die für den Emittenten und die Wertpapiere spezifischen und im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung wesentlichen Risikofaktoren eingegangen werden, wobei diese entsprechend ihrer Beschaffenheit in eine begrenzte Anzahl von Kategorien einzustufen sind. Bisher müssen dabei für jede Kategorie die wesentlichsten Risikofaktoren an erster Stelle genannt werden. Künftig müssen Emittenten die wesentlichsten Risikofaktoren nicht mehr in eine spezifische Rangfolge bringen. Sie sollen Prospekte zudem nicht mit Risikofaktoren überfrachten, die „allgemein gehalten“ sind, als Haftungsausschlüsse dienen oder die kein „hinreichend klares Bild“ der Risikofaktoren vermitteln. [geänderter Art. 16 Abs. 1]
- ▶ Bisher haben Emittenten die Option, Informationen, die sie bereits im Rahmen anderer EU-Finanzdienstleistungsvorschriften offengelegt und veröffentlicht haben, per Verweis im Prospekt aufzunehmen. Künftig wird die Option zu einer Pflicht. [geänderter Art. 19]

- ▶ Bisher muss potenziellen Anlegern, auf deren Verlangen, kostenlos eine Version des Prospekts auf einem dauerhaften Datenträger bereitgestellt werden. Fordern Anleger eine Papierkopie an, muss ihnen eine gedruckte Fassung des Prospekts bereitgestellt werden. Künftig muss der Prospekt nur noch in elektronischem Format bereitgestellt werden. [geänderter Art. 21 Abs. 11]
- ▶ Bisher müssen Emittenten Prospekte in einer Sprache veröffentlichen, die von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats anerkannt wird, in dem Wertpapiere öffentlich angeboten bzw. zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden. Künftig dürfen sie die Prospekte auch in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache veröffentlichen. Die Prospektzusammenfassung muss jedoch in jedem Fall in der Amtssprache des Mitgliedstaats oder in einer von der zuständigen Behörde des Mitgliedstaats anerkannten Sprache verfügbar sein. [geänderter Art. 27 Abs. 1 und 2]

2.4 Vereinfachte Prospektpflichten bei Sekundäremissionen („EU-Folgeprospekt“)

- ▶ Bisher haben bestimmte Emittenten die Möglichkeit, einen vereinfachten Prospekt für Sekundäremissionen zu erstellen. Dieser vereinfachte Prospekt soll nun durch ein „EU-Folgeprospekt“ ersetzt werden [neuer Art. 14b]. Dieser soll verständlicher, weniger präskriptiv und weniger nah an einem Standardprospekt orientiert sein und so die Kosten und den Aufwand für Emittenten verringern [Erwägungsgrund 24].
- ▶ Der EU-Folgeprospekt kann von Emittenten, deren Wertpapiere mindestens in den letzten 18 Monaten ununterbrochen an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren, genutzt werden. Nicht genutzt werden kann er von Emittenten, die Dividendenwerte zum Handel an einem geregelten Markt zulassen wollen, aber bisher nur Nichtdividendenwerte zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen haben. [neuer Art. 14b Abs. 1]
- ▶ Der EU-Folgeprospekt besteht aus einem einzigen Dokument, das bestimmte Mindestangaben je nach Art der Wertpapiere enthalten muss, und für das eine standardisierte Aufmachung und eine standardisierte Reihenfolge vorgesehen ist [neuer Art. 14b Abs. 4 und 7 i.V.m. Anhang IV und V].
- ▶ EU-Folgeprospekte, die sich auf Aktien beziehen, dürfen maximal 50 DIN-A4-Seiten lang sein. Von der Seitenbegrenzung ausgenommen sind [neuer Art. 14b Abs. 5 und 6]
 - die Prospektzusammenfassung,
 - durch Verweis einbezogene Informationen, und
 - Informationen, die Emittenten aufgrund einer komplexen finanziellen Vorgeschichte oder aufgrund einer bedeutenden finanziellen Verpflichtung bereitzustellen haben.
- ▶ EU-Folgeprospekte müssen eine Zusammenfassung enthalten, die maximal fünf DIN-A4-Seiten umfassen darf [neuer Art. 7 Abs. 12b]
- ▶ Die zuständigen Behörden müssen binnen sieben Arbeitstagen nach Vorlage des Entwurfs eines EU-Folgeprospekts entscheiden, ob sie diesen billigen [neuer Art. 20 Abs. 6b].

2.5 EU-Wachstums-Emissionsdokument

- ▶ Bisher haben bestimmte Emittenten die Möglichkeit, ein „EU-Wachstumsprospekt“ zu erstellen. Dieser vereinfachte Prospekt soll nun durch ein „EU-Wachstums-Emissionsdokument“ ersetzt werden. [neuer Art. 15a]
- ▶ Das EU-Wachstums-Emissionsdokument gilt für öffentliche Angebote von Wertpapieren und „muss“ genutzt werden – beim EU-Wachstumsprospekt gibt es keine solche Pflicht („kann“) – von [neuer Art. 15a Abs. 1]
 - kleinen und mittleren Unternehmen (KMU),
 - Nicht-KMU, deren Wertpapiere zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, sowie
 - Emittenten,
 - bei denen der aggregierte Gesamtgegenwert der angebotenen Wertpapiere über einen Zeitraum von 12 Monaten weniger als 50 Mio. Euro betragen,
 - die keine über ein multilaterales Handelssystem („multilateral trading facility, MTF“) – d.h. eine börsenähnliche Handelsplattform – gehandelten Wertpapiere besitzen, und
 - die weniger als 500 Mitarbeiter beschäftigen.

All diese Emittenten dürfen keine zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Wertpapiere besitzen.
- ▶ Die beiden erstgenannten Emittententypen können bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder einer Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt jedoch statt des EU-Wachstums-

Emissionsdokuments auch ein EU-Folgeprospekt erstellen, sofern deren Wertpapiere in den letzten 18 Monaten ununterbrochen zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren [neuer Art. 15a Abs. 1 UAbs. 2].

- ▶ Das EU-Wachstums-Emissionsdokument besteht aus einem einzigen Dokument, das bestimmte Mindestangaben je nach Art der Wertpapiere enthalten muss, und für das eine standardisierte Aufmachung und eine standardisierte Reihenfolge vorgesehen ist [neuer Art. 15a Abs. 4 und 7 i.V.m. Anhang VII und VIII].
- ▶ EU-Wachstums-Emissionsdokumente, die sich auf Aktien beziehen, dürfen maximal 75 DIN-A4-Seiten lang sein. Von der Seitenbegrenzung ausgenommen sind [neuer Art. 4b Abs. 5 und 6]
 - die Prospektzusammenfassung,
 - durch Verweis einbezogene Informationen, und
 - Informationen, die Emittenten aufgrund einer komplexen finanziellen Vorgeschichte oder aufgrund einer bedeutenden finanziellen Verpflichtung bereitzustellen haben.
- ▶ EU-Wachstums-Emissionsdokumente müssen eine Zusammenfassung enthalten, die maximal 5 DIN-A4-Seiten umfassen darf [neuer Art. 7 Abs. 12b]
- ▶ Die zuständigen Behörden müssen binnen zehn Arbeitstagen nach Vorlage des Entwurfs eines EU-Wachstums-Emissionsdokuments entscheiden, ob sie diesen billigen [Art. 20 Abs. 2].

2.6 Weitere zentrale Änderungen

- ▶ Bisher sind „Daueremittenten“ solche Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an geregelten Märkten oder einem MTF zugelassen sind und deren einheitliches Registrierungsformular in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren von der zuständigen Behörde gebilligt wurde. Für solche Daueremittenten gilt, dass das einheitliche Registrierungsformular ab dem dritten Jahr nicht länger von der zuständigen Behörde gebilligt werden, sondern nur noch bei ihr hinterlegt werden muss. Künftig muss das Registrierungsformular bereits ab dem zweiten Jahr nicht mehr gebilligt werden. [geänderter Art. 9 Abs. 2]
- ▶ Bisher müssen Prospekte der Öffentlichkeit, im Falle eines öffentlichen Erstangebots einer Gattung von Aktien, die zum ersten Mal zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen wird, mindestens sechs Arbeitstage vor dem Ende des Angebots bereitgestellt werden. Künftig gilt eine Frist von mindestens drei Arbeitstagen. [geänderter Art. 21 Abs. 1]

3 Anpassungen der Marktmissbrauchsverordnung

3.1 Hintergrund und Ziele

- ▶ Mit der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung, MAR) wurde auf EU-Ebene ein Rechtsrahmen geschaffen, mit dem Ziel, die Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken. Sie dient insbesondere dazu, Insidergeschäfte und Marktmanipulationen zu verhindern und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen vorzubeugen. [Erwägungsgrund 52]
- ▶ Laut Kommission gehen mit einigen Anforderungen der MAR „unverhältnismäßig hohe“ Belastungen für bereits börsennotierte Emittenten hervor. Zudem mangelt es einigen Vorschriften an der nötigen Rechtsklarheit. [Erwägungsgrund 52]
- ▶ Mit einer Anpassung der MAR will die Kommission daher, [Erwägungsgrund 52]
 - die Rechtsklarheit verbessern und
 - unverhältnismäßige Anforderungen für Emittenten beseitigen.Damit soll die Attraktivität der EU-Finanzmärkte gestärkt werden, wobei gleichzeitig ein angemessenes Anlegerschutzniveau und die Marktintegrität gewahrt bleiben soll.

3.2 Öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen

- ▶ Wie bisher müssen Emittenten von Finanzinstrumenten die Öffentlichkeit unverzüglich über Insiderinformationen informieren, die diese Emittenten unmittelbar betreffen [Art. 17 Abs. 1]. Als „Insiderinformationen“ gelten grundsätzlich „nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen, die [...] einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die geeignet wären, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs dieser Finanzinstrumente [...] erheblich zu beeinflussen [Art. 7 Abs. 1 lit. a].

- ▶ Bisher kann auch ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang – d.h. einem Vorgang, der aus mehreren Schritten besteht und ein bestimmtes künftiges Ereignis herbeiführt bzw. herbeiführen soll (z.B. Vorgespräche über eine mögliche Fusion) – eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation sein, sofern der Zwischenschritt für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation erfüllt [Art. 7 Abs. 2 und 3]. Künftig gilt die Pflicht zur unverzüglichen Information nicht länger für solche Zwischenschritte [geänderter Art. 17 Abs. 1]. Es sind lediglich die Informationen zu veröffentlichen, die sich auf das Ereignis beziehen, mit dem ein gestreckter Vorgang abgeschlossen werden soll („finales Ereignis“) [S. 28].
- ▶ Die Definition von Insiderinformationen selbst wird nicht geändert. Sie kann damit auch weiterhin Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang erfassen [Art. 7]. Das Verbot des Tätigens von Insidergeschäften wird daher auch weiterhin durch solche Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang ausgelöst, die als Insiderinformation zu qualifizieren sind [Art. 7 i.V.m. Art. 14].
- ▶ Emittenten müssen künftig die Vertraulichkeit der den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformationen, und damit auch von Zwischenschritten in einem gestreckten Vorgang, bis zu ihrer Offenlegung sicherstellen. Ist die Vertraulichkeit nicht länger gewahrt – etwa, wenn die Information durchsickert –, müssen die Emittenten die Information unverzüglich öffentlich bekannt machen. [neuer Art. 17 Abs. 1b]
- ▶ Die Kommission kann künftig einen delegierten Rechtsakt erlassen, um [neuer Art. 17 Abs. 1a]
 - eine nicht-erschöpfende Liste derjenigen Informationen festzulegen, die vom Emittenten vernünftigerweise offenzulegen sind, und
 - den Zeitpunkt der Offenlegung dieser Informationen zu bestimmen.
- ▶ Bisher können Emittenten Offenlegungen von Insidergeschäften auf eigene Verantwortung aufschieben. Dies gilt u.a. jedoch nur dann, wenn der Aufschub nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irrezuführen. Diese Vorgabe wird nun konkretisiert. Eine Irreführung liegt dann nicht vor, wenn [geänderter Art. 17 Abs. 4]
 - sich die Information „nicht wesentlich“ von früheren öffentlichen Bekanntmachungen des Emittenten unterscheidet,
 - die Information nicht im Widerspruch zu der Tatsache steht, dass die finanziellen Ziele des Emittenten wahrscheinlich nicht erreicht werden, wenn diese Ziele zuvor öffentlich angekündigt wurden,
 - die Information nicht im Widerspruch zu Erwartungen des Marktes steht, die auf zuvor an den Markt gesendeten Signalen beruhen, und
 - der Emittent die Vertraulichkeit dieser Information gewährleisten kann.
- ▶ Bisher muss ein Emittent seine zuständige Behörde über den Aufschub einer Offenlegung einer Insiderinformation informieren, und zwar unmittelbar nach der Offenlegung der Informationen. Zudem muss er erläutern, inwieweit die für den Aufschub geltenden Voraussetzungen erfüllt waren. Künftig ist die Behörde bereits unmittelbar nachdem er entschieden hat, die Offenlegung aufzuschieben, über seine Absicht zur verzögerten Offenlegung zu informieren. [geänderter Art. 17 Abs. 4]

3.3 Marktsondierungen

- ▶ Bisher versteht man unter einer „Marktsondierung“ die Übermittlung von Informationen an einen oder mehrere potenzielle Anleger vor der Ankündigung eines Geschäfts, um deren Interesse an einem möglichen Geschäft zu erkunden. Künftig erfasst die Definition der „Marktsondierung“ auch solche Übermittlungen von Informationen an Anleger, auf die letztlich keine Ankündigung eines Geschäfts folgt [Erwägungsgrund 55, geänderter Art. 11 Abs. 1].
- ▶ Wie bisher stellt die Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen einer Marktsondierung keine unrechtmäßige Offenlegung dieser Informationen dar, wenn der offenlegende Marktteilnehmer [Art. 11 Abs. 3–5]
 - schriftliche Aufzeichnungen darüber führt, ob bei der Marktsondierung Insiderinformationen offengelegt werden und die Gründe hierfür, und
 - vor der Offenlegung u.a.
 - von der Person, die die Marktsondierung erhält, die Zustimmung eingeholt hat, dass sie Insiderinformationen erhält,
 - die Person, die die Marktsondierung erhält, informiert, dass diese die Informationen nicht in Form des Kaufs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten nutzen darf, auf die sich die Informationen beziehen, und
 - Aufzeichnungen über alle Informationen erstellen und führen, die an die Person übermittelt wurden.
 Die Marktteilnehmer, die diese Anforderungen vollständig erfüllen, genießen – wie bisher – den vollen Schutz gegen den Vorwurf der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen. Künftig ist vorgesehen, dass all jene Marktteilnehmer, die die Anforderungen nicht (vollständig) erfüllen, diesen vollen Schutz zwar nicht

genießen, gleichzeitig aber nicht „davon ausgegangen“ werden kann, dass Insiderinformationen unrechtmäßig offengelegt wurden. [Erwägungsgrund 56, geänderter Art. 11 Abs. 4]

- ▶ Wie bisher müssen Marktteilnehmer, die Insiderinformationen im Rahmen einer Marktsondierung offenlegen, die Empfänger der Informationen informieren, wenn diese nach ihrer Einschätzung ihre Eigenschaft als Insiderinformationen verlieren. Künftig gilt dies nicht mehr, wenn die Informationen anderweitig öffentlich bekannt gegeben wurden. [geänderter Art. 11 Abs. 6]

3.4 Insiderlisten

- ▶ Bisher müssen Emittenten Verzeichnisse derjenigen Personen aufstellen („vollständige Insiderlisten“), die im Rahmen eines Arbeitsvertrags für sie tätig sind oder anderweitig Aufgaben wahrnehmen (z.B. Berater, Ratingagenturen) und Zugang zu Insiderinformationen haben. Demgegenüber dürfen Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, ihre Insiderlisten auf diejenigen Personen beschränken, die wegen der Art ihrer Funktion oder Position beim Emittenten stets auf Insiderinformationen zugreifen können („Liste der permanenten Insider“).
- ▶ Künftig gilt diese beschränkende Regelung für alle Emittenten. Jedoch können die Mitgliedstaaten vorsehen, dass Emittenten, deren Wertpapiere mindestens in den letzten fünf Jahren zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen waren, weiterhin „vollständige Insiderlisten“ erstellen müssen, sofern dies aufgrund von nationalen Marktintegritätsabwägungen notwendig ist. [geänderter Art. 18 Abs. 1, neuer Art. 18 Abs. 1b und gestrichener Art. 18 Abs. 6]

3.5 Geschäfte von Führungskräften

- ▶ Bisher müssen Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen („Führungskräfte“), jedes Eigengeschäft mit Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten an den Emittenten und die zuständige Behörde melden. Dies gilt für all jene Geschäfte, die getätigt werden, nachdem innerhalb eines Kalenderjahrs ein Gesamtvolumen von 5.000 Euro erreicht worden ist. Künftig gilt ein Schwellenwert von 20.000 Euro. [Art. 19 Abs. 1, geänderter Art. 19 Abs. 8]
- ▶ Bisher können die zuständigen Behörden die Schwellenwert auf bis zu 20.000 Euro anheben. Künftig können sie ihn auf bis zu 50.000 Euro anheben [geänderter Art. 19 Abs. 9].
- ▶ Wie bisher dürfen Führungskräfte bei einem Emittenten, während eines Zeitraums von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischen- oder Jahresabschlussberichts keine Geschäfte im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten des Emittenten tätigen. Emittenten können diesen Personen jedoch Geschäfte bisher dann erlauben, wenn diese etwa Belegschaftsaktien oder Arbeitnehmersparpläne auf Aktien betreffen. Künftig sind auch Arbeitnehmersparpläne auf andere Finanzinstrumente als Aktien möglich. Emittenten können diesen Personen künftig Geschäfte zudem dann erlauben, wenn diese keine aktive Anlageentscheidungen der Führungsperson, beinhalten. [geänderter Art. 19 Abs. 12]

3.6 Aktienrückkaufprogramme

- ▶ Wie bisher verbietet die MAR Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulationen, sieht jedoch eine Ausnahme von diesen Verboten – unter Voraussetzungen – für Aktienrückkaufprogramme vor [Art. 5].
- ▶ Bisher müssen Emittenten jedoch, um in den Genuss einer solchen Ausnahme zu gelangen, den Behörden, die für den Handelsplatz zuständig sind, auf dem seine Aktien zum Handel zugelassen bzw. gehandelt werden, jedes Geschäft melden, das mit den Rückkaufprogrammen zusammenhängt. Künftig muss der Emittent die Geschäfte nur noch an die zuständige Behörde des aus Liquiditätsgesichtspunkten wichtigsten Marktes melden. [geänderter Art. 5 Abs. 3]
- ▶ Bisher müssen Emittenten die Geschäfte, die mit den Rückkaufprogrammen zusammenhängen, anschließend öffentlich bekanntgeben. Künftig muss dies nur noch in aggregierter Form geschehen. [geänderter Art. 5 Abs. 1 lit. b]

B. Juristischer und politischer Kontext

1 Stand der Gesetzgebung

07.12.2022	Annahme durch Kommission
14.06.2023	Rat: Erteilung eines Mandats für Verhandlungen
Offen	Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

2 Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung (ECON), Berichterstatter: Alfred Sant (S&D-Fraktion, MT)
Bundesministerien:	Finanzen (federführend)
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Finanzen (federführend)
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

3 Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

C. Bewertung

1 Ökonomische Folgenabschätzung

1.1 Prospektvorschriften

1.1.1 Allgemein

Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren bzw. bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel ist ein zentraler Anker europäischer Finanzmarktregulierung¹ und dient in erster Linie dem Schutz der Anleger. Die Informationen in den Prospekten über den Emittenten und dessen Wertpapiere sollen Anleger in die Lage versetzen, eine fundierte Investitionsentscheidung treffen zu können. Denn in der Regel bestehen zwischen ihnen und den Emittenten Informationsasymmetrien, die, werden sie nicht abgebaut, die Gefahr bergen, dass sich kein Markt für diese Wertpapiere bildet bzw. bilden kann. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Wertpapiere in der Regel Erfahrungsgüter sind, deren Wert sich erst im Laufe der Zeit zeigt. Anleger, denen keine Informationen zur Verfügung stehen, können daher ex ante nicht zwischen „guten“ und „schlechten“ Wertpapieren unterscheiden, wodurch eine adäquate Bepreisung misslingen und kein Markt für diese Wertpapiere zustande kommen kann („Market for lemons“). Prospektpflichten können dem entgegenwirken. Neben dem Anlegerschutz sind sie auch ein zentrales Element zur Stärkung des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte und der Marktintegrität. Auf der anderen Seite stellen sie jedoch auch eine Markteintrittsbarriere dar, die umso höher ist, je umfassender die Prospektpflichten ausfallen. Denn die Erstellung und Genehmigung von Wertpapierprospekten kann mit einem enormen Aufwand verbunden sein. Zu strenge Prospektanforderungen können daher auch dazu führen, sich statt öffentlichen Märkten anderen Finanzierungswegen zuzuwenden, etwa über die Aufnahme eines Bankkredits.

Die größte Herausforderung bei der Prospektregulierung besteht daher darin, eine adäquate Balance zwischen einem angemessenen Anlegerschutz und einem verhältnismäßigen Verwaltungsaufwand für Wertpapieremittenten zu schaffen. Zudem ist die Kommission bemüht, die Anreize für die Nutzung öffentlicher Märkte zu stärken

¹ Prospektanforderungen wurden erstmals 2003 auf EU-Ebene im Rahmen der Prospekttrichtlinie (2003/71/EG) etabliert.

und somit einen Beitrag zur Etablierung eines einheitlichen Binnenmarkts für Kapital („Kapitalmarktunion“) zu leisten. An diesem Abwägungsprozess versucht sich die Kommission seit Jahren², jedoch (bisher) mit mäßigem Erfolg. So ist die Zahl der Genehmigungen von Prospekten seit vielen Jahren rückläufig. So wurden beispielsweise im Jahr 2007 noch 8.875 Prospekte genehmigt, im Jahr 2021 waren es hingegen nur noch 2.666 Prospekte; zumindest eine Steigerung von 54 Genehmigungen im Vergleich zum Vorjahr (s. Abbildung 1).³

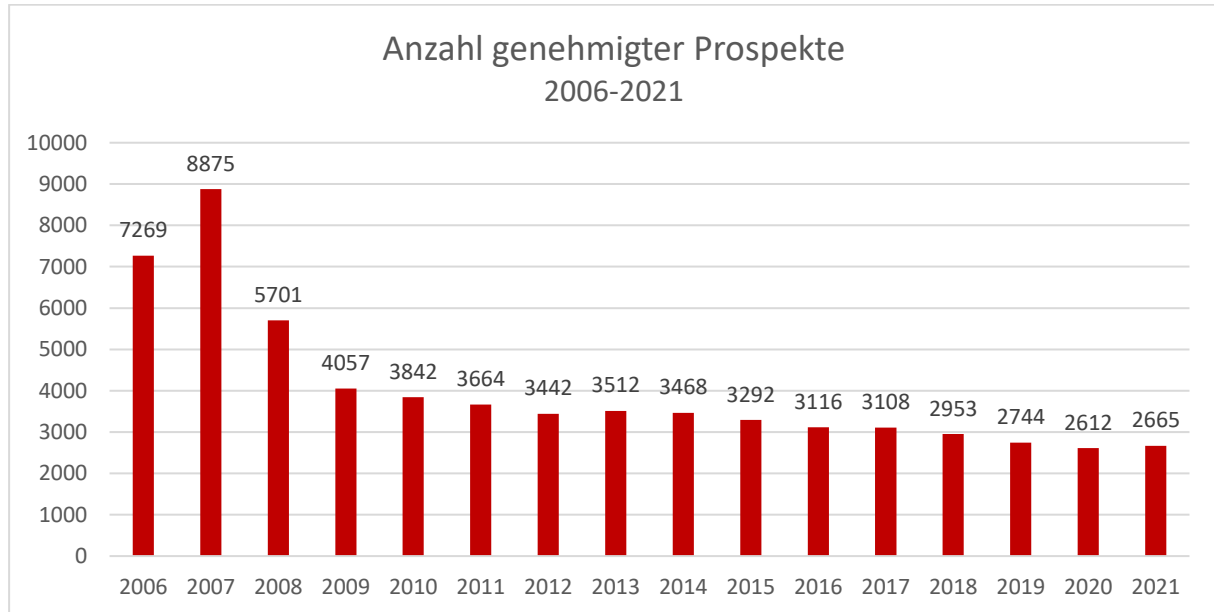


Abbildung 1: Anzahl genehmigter Prospekte (2006-2021), ESMA (2022).

Und auch bei der Zahl der Börsengänge liegt die EU im internationalen Vergleich zurück. So fanden etwa 2021 nur 11% aller Börsengänge in der EU statt (USA: 38%, China: 18% und UK: 4%). Setzt man die IPO-Erlöse mit dem jeweiligen Bruttoinlandsprodukt ins Verhältnis zeigt sich der Rückstand ebenfalls (EU: 0,3‰, USA: 4.1‰ und UK: 4.2‰).⁴ Und im Jahr 2022 – auch bedingt durch die fragile politische Lage, den Zinsanhebungen der Zentralbanken und die Energiekrise – nahm die Zahl der IPOs und die erzielten durch diese erzielten Erlöse spürbar ab. Betrug die IPO-Erlöse 2021 noch 75 Mrd. Euro, stürzten sie 2022 auf nur noch rund 15,6 Mrd. Euro regelrecht ab.⁵

Angesichts dieser eher betäublichen Entwicklung, die insbesondere auch aus der hervorgehobenen Rolle der Bankenfinanzierung und zersplitterten Kapitalmärkten in der EU resultiert, will die Kommission die Prospektverordnung nun erneut anpassen, und dabei einerseits die Markteintrittsbarrieren senken (durch weniger strenge und umfangreiche Prospektspflichten) und andererseits den Anlegerschutz im Blick behalten (durch mehr Standardisierung und einfacher verständliche Informationen innerhalb der Prospekte).

Im Folgenden werfen wir einen vertieften Blick auf die Neuregelungen und ordnen diese ordnungspolitisch ein:

1.1.2 Ausnahme von der Prospektspflicht beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren (12 Mio. Euro-Schwelle)

Der Vorschlag der Kommission künftig die Erstellung von Prospekten bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren erst ab einer Schwelle von 12 Mio. Euro zur Pflicht zu machen, ist abzulehnen. Er senkt zwar die Kosten der Kapitalaufnahme insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), deren Wertpapierangebote regelmäßig unter diesem Schwellenwert liegen, und setzt damit Anreize verstärkt Kapital an öffentlichen Märkten aufzunehmen. Die generelle Befreiung von der Prospektspflicht bei Angeboten unter 12 Mio. Euro suggeriert

² Im Jahr 2017 wurde die Prospekttrichtlinie 2003/71/EG durch die Prospektverordnung [(EU) 2017/1129] ersetzt, mit dem Ziel den Verwaltungsaufwand bei der Erstellung von Prospekten zu verringern, um Unternehmen den Kapitalmarktzugang zu erleichtern (s. [cepAnalyse Nr. 16/2016](#)). Im Zuge der Corona-Pandemie wurde die Verordnung erneut angepasst, um den Verwaltungsaufwand für Emittenten und Finanzintermediäre zu senken und sie bei der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie zu unterstützen [Verordnung (EU) 2021/337, s. [cepAnalyse Nr. 10/2020](#)].

³ Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (2022), EU Prospectuses, ESMA Statistical Report 2022, S. 6.

⁴ PwC (2021), Global IPO Watch 2021.

⁵ PwC (2022), Global IPO Watch 2022.

jedoch, dass es auf einen angemessenen Anlegerschutz bei diesen Angeboten weniger ankommt als bei solchen über 12 Mio. Euro. Dies ist jedoch nicht überzeugend. Denn Anlagen in KMU sind nicht per se weniger riskant als Anlagen in volumenstärkere prospektpflichtige Anlagen. Fixe Schwellenwerte, wie sie die Kommission hier einzieht, verursachen zudem Wettbewerbsverzerrungen, die sich in unterschiedlichen Kapitalbeschaffungskosten niederschlagen. Sinnvoller wäre es daher, auf Schwellenwerte dieser Art zu verzichten. Stattdessen sollten für alle öffentlichen Wertpapierangebote, unabhängig von deren Gesamtgegenwert, Prospektpflichten gelten. Diese sollten dann jeweils verhältnismäßige, an die Komplexität und die Risiken der jeweiligen Emission anknüpfende Mindestangaben vorgeben. Sollten die Gesetzgeber an dem harmonisierten 12 Mio. Euro Schwellenwert dennoch festhalten, sollten die Mitgliedstaaten, in jedem Fall, von ihrem Wahlrecht Gebrauch machen, verhältnismäßige Offenlegungsvorgaben für Angebote unter diesem Schwellenwert vorzusehen.

Dass die Kommission nun den Mitgliedstaaten die Flexibilität nimmt, noch eigene Schwellenwerte einzuziehen – bisher waren diese ja bei Angeboten zwischen 1 Mio. Euro und 8 Mio. Euro möglich – ist hingegen sachgerecht. Eine EU-einheitliche Regelung ist hier einer Vielzahl von kaum durchschaubaren Einzelregelungen der Mitgliedstaaten überlegen. Denn sie führten zu Wettbewerbsverzerrungen zwischen Emittenten aus unterschiedlichen Mitgliedstaaten, da diese ihre Wertpapiere nämlich nicht ohne größeren Aufwand in einem anderen Mitgliedstaat mit geringerem Anlegerschutzniveau emittieren können.

1.1.3 Ausnahmen von der Prospektpflicht bei bestimmten Sekundäremissionen

Die nun vorgeschlagenen weiteren Prospekterleichterungen, d.h. die Anhebung des Schwellenwerts für prospektfreie Sekundäremissionen von 20% auf 40%, die Prospektbefreiung auch beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren und der Rückgriff auf ein maximal 10-seitiges Dokument bei Sekundäremissionen, bei denen die Wertpapiere mit Wertpapieren fungibel sind, die bereits seit mindestens 18 Monaten ununterbrochen zum Handel zugelassen waren, sind zweischneidig. Bereits heute ermöglicht die Prospektverordnung Ausnahmen von der Prospektpflicht bei bestimmten Sekundäremissionen. Dies ist auch grundsätzlich angemessen, da Emittenten den Anlegern bereits zum Zeitpunkt der Primäremission umfassende Informationen über sich und die von ihm begebenen Wertpapiere bereitstellen mussten und sie auch nach der Primäremission üblicherweise u.a. zu einer regelmäßigen Finanzberichterstattung verpflichtet sind. Die Erstellung eines weiteren, umfangreichen Prospekts im Rahmen von Sekundäremissionen ist daher oft unnötig. Die Erleichterungen sind daher an und für sich nachvollziehbar und sie haben auch das Potenzial die Kosten der Kapitalaufnahme für etablierte Emittenten zu senken. Die Erleichterungen bergen jedoch auch zwei Risiken. Erstens können sich zwischen Primär- und Sekundäremission beim Emittenten bedeutende Entwicklungen ergeben, die von solch hoher Relevanz sind, dass sie Einfluss auf die Entscheidung der Anleger zur Investition hätten, wären sie ihm bekannt. Gelangt der Anleger jedoch nicht oder nur schwer an diese entscheidungsrelevanten Informationen und kann er nicht auf ein Prospekt zurückgreifen, fühlt er sich ggf. nicht ausreichend vor einer Fehlinvestition geschützt und sein Vertrauen in die Anlage sinkt. In der Konsequenz erhöhen sich die Kapitalkosten des Emittenten eher als das sie sinken. Zweitens bergen Prospekterleichterungen und insbesondere auch der Rückgriff auf ein seitenbegrenztes Angebotsdokument Haftungsrisiken für den Emittenten, weil er ggf. entscheidungsrelevante Informationen gar nicht, nur verkürzt oder in verzerrender Weise offenlegen kann. Im weiteren Gesetzgebungsprozess gilt es daher genau abzuwägen, ob die grundsätzlich begrüßenswerten Prospekterleichterungen bei Sekundäremissionen wirklich eine Ausdehnung erfahren sollten oder ob die mit ihr verfolgten Ziele nicht von den zusätzlichen Risiken – geringerer Anlegerschutz und Haftungsfragen – konterkariert werden könnten.

Der Plan der Kommission, dass Banken auch künftig bei bestimmten Begehungen von Nichtdividendenwerten keinen Prospekt veröffentlichen müssen und der im Zuge der Corona-Pandemie angehobene Schwellenwert von 150 Mio. Euro Schwellenwert – vorher 75 Mio. Euro – damit dauerhaft gelten soll, konterkariert den Anlegerschutz. Der höhere Schwellenwert suggeriert letztlich zweierlei. Erstens, dass das Bedürfnis der Anleger nach Informationen über Banken als Emittenten und ihre Nicht-Dividendenwerte gesunken sein muss und zweitens, dass die Risiken zur Bereitstellung von Kapital an Banken im Vergleich zu vor der Pandemie sich verringert haben müssten. Dies ist jedoch nicht glaubwürdig. Die jüngsten Bankenturbulenzen deuten eher in die gegenteilige Richtung. Die Gesetzgeber sollten daher von der dauerhaften Erhöhung absehen. Stattdessen sollten auch hier sollten allgemeine, von Schwellenwerten unabhängige Prospektpflichten gelten, die ein angemessenes Maß an Informationen vorsehen, welche der Komplexität der jeweiligen Emission gerecht werden. Dies ist auch vor dem Hintergrund, dass jeglicher Schwellenwert letztlich willkürlich ist und Wettbewerbsverzerrungen erzeugt – Banken, die unterhalb der Schwelle emittieren, haben geringere Emissionskosten als jene Banken, die oberhalb der Schwelle emittieren –, die bessere Alternative.

1.1.4 Standardisierte und straffere Prospekte bei Erstemissionen

Eine standardisierte Aufmachung des Prospekts und eine einheitliche Reihenfolge der präsentierten Inhalte kann es Anlegern erleichtern, rasch die für sie relevanten Informationen zu erfassen. Auch fördert diese Maßnahme die Vergleichbarkeit der Prospekte von verschiedenen Emittenten und kann somit den Anlegerschutz verbessern. Die Festlegung einer standardisierten Aufmachung und Reihenfolge sorgt jedoch gleichzeitig dafür, dass der Spielraum der Emittenten bei der Prospektgestaltung eingeschränkt wird und sie sich ggf. genötigt sehen, bestimmte Informationen an Stellen darzustellen, die ihnen suboptimal erscheint oder die ihnen zusätzliche Haftungsrisiken beschert. Daher sollte es Emittenten in begründeten Fällen und in Abstimmung mit den einschlägigen Aufsichtsbehörden gestattet sein, von der vereinheitlichten Aufmachung bzw. Reihenfolge abzuweichen.

Nach Auffassung der Kommission sind Standardprospekte bei Erstemissionen von Aktien regelmäßig zu lang. So haben sie EU-weit mittlerweile durchschnittlich einen Umfang von rund 400 Seiten erreicht. Zudem gibt es große Diskrepanzen bei der Länge der Prospekte zwischen den Mitgliedstaaten, die von 800 Seiten am oberen Ende (in Italien) bis zu 250 Seiten am unteren Ende (in den Niederlanden) reichen. Ferner ist die Verhältnismäßigkeit der Prospektlänge regelmäßig nicht gewahrt.⁶ Mit dieser Lage zeigt sich die Kommission nicht zufrieden. Sie will ihr daher mit einer EU-weit einheitlichen Seitenbegrenzung von maximal 300 DIN-A4-Seiten Einhalt gebieten.⁷ Davon sollte jedoch wieder Abstand genommen werden. Zwar vermag ein solches Limit zu einer Reduktion der Kosten der Prospekterstellung beitragen und die Vergleichbarkeit der Prospekte erhöhen. Jedoch schafft die Begrenzung erstens neue Haftungsrisiken für Emittenten, da sie die Vollständigkeit des Prospekts nicht immer gewährleisten können. Und zweitens besteht die Gefahr, dass wesentliche Informationen im Prospekt fehlen, die für eine informierte Anlageentscheidung zentral sind. Davon gehen jedoch nicht zu unterschätzende Risiken für den Anlegerschutz aus. Emittenten sollte daher weiterhin frei über die Länge ihrer Standardprospekte bei Aktienbelegungen entscheiden dürfen.

Im Januar 2023 ist die neue Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung [CSRD, (EU) 2022/2464, s. [cepAdhoc](#)] in Kraft getreten. Die Richtlinie, die die Mitgliedstaaten bis spätestens 6. Juli 2024 in nationales Recht umsetzen müssen, verpflichtet eine Vielzahl von Unternehmen in ihren Lageberichten künftig detaillierte(n) nachhaltigkeitsbezogene Informationen aufzunehmen und sie von Abschlussprüfern prüfen zu lassen. Dass die Kommission nun vorschlägt, dass diese Informationen sich künftig auch in die Prospekte derjenigen Emittenten von Dividendenwerten, die zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtet sind, wiederfinden sollen, ist daher nachvollziehbar, auch vor dem Hintergrund, dass ökologische, soziale und die Governance betreffende Faktoren (ESG-Faktoren) bei der Anlageentscheidung zunehmend eine wichtige Rolle spielen. Dass die Aufnahme dieser Informationen auf dem Wege von Verweisen erfolgen soll, entlastet die Emittenten und verhindert ein unnötiges Aufblähen des Prospektumfangs.

Dass die Kommission davon Abstand nehmen will, dass innerhalb des Prospekts die wesentlichen Risikofaktoren in eine spezifische Reihenfolge zu bringen sind, wobei die wesentlichsten von ihnen an erster Stelle zu erwähnen sind, ist sachgerecht. Die Intention hinter dieser Vorgabe ist zwar durchaus nachvollziehbar, soll sie die Anleger doch auf diese Risikofaktoren in besonderer Weise aufmerksam machen und ihn für diese sensibilisieren. Die Vorschrift hat jedoch insbesondere drei Haken. Erstens geht sie mit einer Überforderung des Emittenten einher, da es alles andere als trivial ist, eine „objektive“ Rangfolge zu erstellen. Subjektive Einschätzungen und unterschiedliche Gewichtungen sind an der Tagesordnung. Zweitens ist die Bestimmung der Rangfolge mit enormem Aufwand verbunden, welcher den potenziellen Ertrag an besser informierten Anleger, übersteigt. Und drittens bergen Rangfolgen über die wesentlichsten Risikofaktoren auch zusätzliche, nicht zu unterschätzende Haftungsrisiken für die Emittenten, da diese letztlich vor Fehleinschätzungen nicht gefeit sind. So haben wohl die wenigsten Emittenten den Ausbruch des Ukrainekriegs und die damit einhergehende Geschäftsrisiken vorhergesehen. Dass die Kommission den Emittenten daher nun wieder mehr Spielraum bei der Einordnung der Risikofaktoren gibt, ist daher zielführend.

Die Abschaffung der Pflicht zur Bereitstellung von Prospekten auch in Papierform und die Möglichkeit, den Prospekt künftig ausschließlich in einer international gebräuchlichen Finanzsprache – zumeist wohl Englisch – veröffentlichten zu können, senkt die Kosten der Prospekterstellung und erleichtert den Kapitalmarktzugang für Emittenten. Beide Schritte stelle eine sach- und zeitgemäße Fortentwicklung des Prospektrechts dar. Gleichwohl

⁶ Assonime (2019), 'Osservazioni di Assonime e Confindustria al documento di consultazione Consob per l'adeguamento al Regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto', März 2019

⁷ Mit diesem Vorschlag stellt sie sich gegen die Einschätzung der Mehrzahl der Teilnehmer der Konsultation zum Listing Act und auch der Einschätzung der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA).

sollten die Anpassungen keinen Anreiz dafür schaffen, dass Anleger – insbesondere Kleinanleger – sich bei der Entscheidungsfindung bezüglich einer Investition nur noch auf die rudimentäre, in ihrer Sprache abgefasste Prospektzusammenfassung konzentrieren. Hierfür gilt es geeignete Vorkehrungen, etwa explizite Hinweise, zu treffen.

Der Vorschlag, wonach Informationen, die Emittenten bereits im Rahmen anderer EU-Finanzdienstleistungsvorschriften offengelegt und veröffentlicht haben, nunmehr verpflichtend – statt optional – per Verweis in den Prospekt aufzunehmen sind, soll den Umfang der Prospekte und den Aufwand zu dessen Erstellung reduzieren. Er ist jedoch abzulehnen. Denn es setzt die falschen Anreize für Anleger. Ein kürzerer Prospekt mag zwar eher zu seiner Lektüre anregen. Ziel sollte jedoch sein, dass sich Anleger ein vollumfassendes Bild vom Emittenten und den Wertpapieren machen. Eine verstärkte Auslagerung von Informationen macht dies jedoch weniger wahrscheinlich. Ferner haben die Emittenten ohnehin jetzt schon die Wahl, d.h. sie nehmen einen Mehraufwand ggf. freiwillig in Kauf, ohne dass sie der Gesetzgeber hierzu zwingt. Dieser Spielraum sollte ihnen auch künftig zustehen, zumal es sein kann, dass die Dokumente, auf die verlinkt wird, teilweise nicht (mehr) aktuell sind und bestimmte Informationen nicht oder nur unvollständig abbilden. Eine Verweispflicht sorgt dann für vermeidbare Haftungsrisiken.

1.1.5 EU-Folgeprospekt

Mit der Einführung eines gestrafften EU-Folgeprospekts will die Kommission den bestehenden vereinfachten Prospekt für Sekundäremissionen ersetzen und Emittenten die Eigen- und Fremdkapitalaufnahme weiter erleichtern. Er soll sich dabei an dem, im Rahmen der Corona-Pandemie etablierten, temporären „Wiederaufbauprospekt“ orientieren. Dass es ein solches, vereinfachtes Prospektformat für Sekundäremissionen überhaupt gibt, ist sachgerecht. Denn Anleger haben bereits zum Zeitpunkt der Primäremission umfassende Informationen über den Emittenten und die von ihm begebenen Wertpapiere erhalten, so dass vollumfängliche Prospekte unnötig sind. Es lässt sich jedoch darüber streiten, ob man sich beim EU-Folgeprojekt am „Wiederaufbauprospekt“ orientieren sollte. Denn dieser war bereits bei seiner Einführung fragwürdig. Er wurde geschaffen, um Unternehmen während der Pandemie die Eigenkapitalaufnahme zu erleichtern und senkte den Informationsumfang gegenüber dem üblichen, vereinfachten Prospekt für Sekundäremissionen spürbar.⁸ Damit suggerierte er jedoch, dass der Informationsbedarf der Anleger gerade in einer solchen Phase, die von ernsthaften Sorgen über die Solvabilität und Liquidität von etablierten Unternehmen und Zweifeln an der Tragfähigkeit ihrer Geschäftsmodelle geprägt war, geringer ausfällt als in ruhigeren Marktlagen. Das ist jedoch mitnichten der Fall. Die Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Anlegern verschwinden in solchen Phasen ja nicht einfach. Wenn sich die Kommission nun beim EU-Folgeprospekt am Wiederaufbauprospekt orientiert, geht sie letztlich davon aus, dass das Informationsbedürfnis der Anleger bei Sekundäremissionen unabhängig von der Marktlage – die Corona-Pandemie scheint ja weitgehend überwunden – gesunken ist. Damit spielt sie jedoch mit dem Vertrauen der Anleger und riskiert, dass die Aufnahme von Kapital sogar eher behindern als gefördert wird. Ferner sollte, wie bereits bei den Standardprospekten, auf absolute Seitenbegrenzungen, sowohl für den EU-Folgeprospekt (50 Seiten) als auch für die Prospektzusammenfassung (5 Seiten) verzichtet werden. Mit diesen Obergrenzen geht die Kommission zwar zumindest über die engen Limits beim Wiederaufbauprospekt hinaus (30 bzw. 2 Seiten). Sie riskiert damit jedoch weiterhin, dass das Folgeprospekt und seine Zusammenfassung unvollständig sein können, sich die Anleger damit kein umfassendes Bild über Emittenten und Anlage machen können und den Emittenten Haftungsrisiken drohen, die deren Kapitalaufnahme letztlich verteuern. Die Kommission

1.1.6 EU-Wachstums-Emissionsdokument

Die Schaffung eines neuen EU-Wachstums-Emissionsdokuments als Nachfolger des EU-Wachstumsprospekts, ist aus mehreren Gründen abzulehnen:

Erstens kommt die Überarbeitung und Neugestaltung des Prospektformats des EU-Wachstumsprospekts zu früh. Dieser, mit der Prospektverordnung (EU) 2017/1129 etablierte vereinfachte Prospekt soll insbesondere⁹ die Kapitalaufnahme von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) erleichtern. Erste Untersuchungen zeigen, dass die Akzeptanz des EU-Wachstumsprospekts am Markt (bisher) begrenzt ist und das neue Prospektformat nur selten genutzt wird.¹⁰ Wenn er genutzt wird, dann in der Regel, wenn die mit dem Börsengang zu erzielenden

⁸ Die Kommission spricht von Kosteneinsparungen in Höhe von durchschnittlich bis zu 40% gegenüber dem vereinfachten Prospekt für Sekundäremissionen [SWD(2022) 762 Folgenabschätzung, S. 23].

⁹ Neben den KMU können u.a. auch Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 500 Mio. EUR, deren Wertpapiere bereits zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, den EU-Wachstumsprospekt nutzen.

¹⁰ Folgenabschätzung, SWD(2022) 762, S. 171 und 172.

Erlöse relativ gering sind. Mit steigenden Erlösen steigt die Wahrscheinlichkeit des Rückgriffs auf einen umfassenden Standardprospekt. Das Prospektformat hat ferner zwar „in gewisser Hinsicht“ zu Kosteneinsparungen bei KMU beigetragen. Gleichwohl lässt sich bis dato kein Anstieg an Börsengängen bei KMU beobachten.^{11,12} Für eine valide Einschätzung ist es jedoch aufgrund der noch nicht lange zurückliegenden Einführung zu früh.¹³ Erst wenn es eine umfangreiche(re) Datenbasis gibt, die die Auswirkungen des EU-Wachstumsprospekts schlüssig darlegt, sollte der Gesetzgeber aktiv werden und ggf. an eine Neugestaltung bzw. Überarbeitung des Prospektformats ins Auge fassen.

Zweitens ist der regulatorische Ansatz, Erleichterungen bei den Prospektpflichten für KMU, wie sie mit dem EU-Wachstumsprospekt etabliert wurden und mit dem neuen EU-Wachstums-Emissionsdokuments nun fortgeführt werden, äußerst fragwürdig. Solche Erleichterungen wären insbesondere nur dann gerechtfertigt, wenn Investitionen in KMU in jedem Fall eine geringere Komplexität aufweisen als solche in größere Unternehmen und sie auch mit geringeren Risiken für Anleger verbunden sind. Dies ist jedoch mitnichten der Fall. Im Gegenteil sind Anlagen in KMU häufig weniger liquide und volatil und bergen somit sogar häufig mehr Risiken. Pauschale Prospekterleichterungen, die diese Aspekte nicht adäquat berücksichtigen, gefährden somit den Anlegerschutz. Darüber hinaus schaffen sie Wettbewerbsverzerrungen. Denn sie verringern die relativen Kosten der Kapitalbeschaffung für KMU im Vergleich zu größeren Unternehmen.

Drittens ist es bevormundend, künftig die betroffenen Unternehmen dazu zu verpflichten das EU-Wachstums-Emissionsdokument für ihr öffentliches Angebot von Wertpapieren nutzen zu müssen und ihnen damit letztlich die Erstellung eines vollständigen Prospekts zu verwehren. Zwar verspricht das EU-Wachstums-Emissionsdokument Kosteneinsparungen im Vergleich zu einem Standardprospekt¹⁴. Es sollte jedoch den Emittenten überlassen sein, den Anlegern auch ein Standardprospekt bereitstellen zu dürfen, um dessen Vertrauen in die Investition nicht zu schwächen und ihm eine fundierte Anlageentscheidung zu ermöglichen.

1.2 Marktmissbrauchsvorschriften

1.2.1 Allgemein

Während die Prospektvorschriften Offenlegungsvorgaben für Emittenten vor dem Gang an die Märkte („ex ante“) vorsehen, etabliert die Marktmissbrauchsverordnung insbesondere kontinuierliche (Ad-hoc-)Publizitätsanforderungen nach der Zulassung zum Handel bzw. der Notierung an den Märkten (ex post“) und sieht u.a. auch ein Verbot des Insiderhandels vor. Eine zentrale Anforderung stellt dabei die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen dar. Diese soll letztlich mehreren Zwecken dienen. Erstens hat sie eine Transparenzfunktion und soll dafür sorgen, dass „alle“ Anleger eine fundierte Anlageentscheidung treffen können. Sie dient damit dem Anlegerschutz, indem sie Informationsasymmetrien mindert. Zweitens dient sie dem Ziel, eine effiziente Preisfindung bei Finanzinstrumenten zu ermöglichen. Indem der Öffentlichkeit zügig Informationen zum Emittenten und seinen Finanzinstrumenten bereitgestellt werden, können diese auch rasch Eingang in die Preisbildung finden und tragen somit zur Markteffizienz bei. Drittens dient sie der Stärkung des Vertrauens der Anleger in die Funktionsfähigkeit der Märkte, die durch Insiderhandel Schaden nehmen kann. Und viertens dient die unverzügliche Publizierung von Insiderinformationen dazu, Insiderhandel quasi bereits im Keim zu ersticken und stellt diesbezüglich eine Präventivmaßnahme dar. Nun ließe sich argumentieren, dass Insiderhandel ökonomisch sinnvoll sein kann, da er dazu beitragen kann, dass Informationen – auch wenn sie zunächst nur wenigen Akteuren zur Verfügung stehen und diese von ihrem Wissen gegenüber manchen uninformierten Dritten profitieren– schneller am Markt ankommen, rascher in die Preisbildung einfließen und die Kapitalallokation verbessern. Jedoch würde das Wissen über eine Tolerierung des Insiderhandels viele Anleger abschrecken Kapital zur Verfügung zu stellen bzw. sie würden es nur gegen eine entsprechende Kompensation tun, da sie jederzeit davon ausgehen müssten, dass es bereits Insider gibt, die ihr Wissen zum eigenen Vorteil auszunutzen versuchen. Adhoc-Publizitätspflichten und das generelle Verbot von Insiderhandel sind daher auch ein zentraler Hebel, um die Kapitalkosten für Emittenten zu senken, indem sie zur Aufrechterhaltung der

¹¹ Kaserer, C., & Treßel, V. (2023). The EU Prospectus Regulation and its Impact on SME Listings, S. 16 und 25

¹² Die Zahlen zur IPO-Aktivität könnten jedoch aufgrund der Corona-Pandemie, die sich im Anschluss an die Einführung des EU-Wachstumsprospekts ausbreitete, verzerrt sein [Kaserer, C., & Treßel, V. (2023), S. 3].

¹³ Siehe dazu auch: ESMA (2022), Response to public consultation, EC targeted consultation on the Listing Act, ESMA32-384-5357, 15. Februar 2022, S. 22.

¹⁴ Beim EU-Wachstumsprospekt sind es laut Kommission 25% Kosteneinsparungen im Vergleich zu einem vollwertigen Prospekt. Interessenträger sehen Einsparungen von 20%-40%. [Folgenabschätzung, S. 176]

Investitionsbereitschaft von Nicht-Insider beitragen.¹⁵¹⁶ Auf der anderen Seite erzeugen Adhoc-Publizitätspflichten auch Kosten für Emittenten und können daher Unternehmen davon abschrecken, Finanzmittel über die Kapitalmärkte aufzunehmen. Mit ihrem Vorschlag versucht die Kommission daher nun den Spagat. Sie will die Anforderungen für Emittenten reduzieren und die Attraktivität der EU-Finanzmärkte damit stärken. Gleichzeitig sollen der Anlegerschutz und die Marktintegrität gewahrt bleiben. Im Folgenden prüfen wir, ob ihr das mit ihren Vorschlägen gelingt.

1.2.2 Öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen

Wie oben dargelegt ist die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformation prinzipiell sinnvoll, um den Anlegerschutz zu gewährleisten, die Markteffizienz zu stärken und die Integrität der Finanzmärkte sicherzustellen. Es gibt jedoch auch Situationen, bei denen die frühzeitige Veröffentlichung von Informationen mit Fallstricken verbunden sein kann, die diesen positiven Effekten zuwiderlaufen. Dies betrifft regelmäßig (nicht immer!) Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang. Diese Zwischenschritte – etwa die Anbahnung einer Fusion oder der Plan den Vorstandsvorsitzenden eines Unternehmens auszutauschen – müssen nach der derzeitigen Rechtslage unverzüglich veröffentlicht werden, wenn sie als Insiderinformation einzustufen sind, also insbesondere, wenn sie einen gewissen Präzisionsgrad aufweisen und einen erheblichen Einfluss auf den Kurs eines Finanzinstruments haben können. Die Veröffentlichungspflicht dieser Zwischenschritte kann jedoch mehrere Probleme hervorrufen. Erstens kann sie den Interessen des Emittenten zuwiderlaufen, da sie die Ziele des in Gang gesetzten Vorgangs gefährden kann, also z.B. die tatsächliche Fusion, die am Ende des gestarteten Prozesses steht. Zweitens kann die Markteffizienz leiden, wenn die im Rahmen des Zwischenschritts veröffentlichte Information (noch) sehr unsicher oder wenig aussagekräftig ist oder ihre vorläufige Natur zu verzerrten Annahmen über ein (potenzielles) Endereignis führt. Dann kann drittens auch der Anlegerschutz leiden, weil Anleger möglicherweise die falschen Schlüsse aus den veröffentlichten Informationen ziehen. Und viertens kann die Pflicht zur Publizierung von bestimmten Zwischenschritten die Emittenten vor praktische Herausforderungen stellen. Denn sie müssen laufend die schwierige Aufgabe wahrnehmen, zu prüfen, ob ein Zwischenschritt eine Insiderinformation darstellt und damit veröffentlichungspflichtig ist. Diese Prüfung ist ferner mit hohen Rechtsunsicherheiten behaftet. Sie alles andere als trivial ist und eine Fehleinschätzung kann Sanktionen zur Folge haben.

Die Kommission versucht nun mit ihrem Vorschlag, Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung zu befreien und nunmehr nur auf solche Informationen abzustellen, die sich auf das Ereignis beziehen, mit dem ein solcher Vorgang abgeschlossen werden sollen. Damit soll den genannten Problematiken begegnet werden. Dies ist grundsätzlich sachgerecht. Denn es mindert die vorhandenen Rechtsunsicherheiten für Emittenten, senkt deren Kosten zur Befolgung der Marktmissbrauchsvorschriften und kann Anleger zudem davor schützen, aufgrund unzuverlässiger Informationen voreilige Entscheidungen zu treffen. Zwar birgt diese Anpassung das Risiko, dass bestimmte, für die Marktakteure relevante Informationen zunächst unter Verschluss bleiben. Die Tatsache, dass die Kommission jedoch weiterhin das Tätigen von Insidergeschäften auf Basis von Insiderinformationen bei Zwischenschritten in einem gestreckten Vorgang verbietet, bietet hier jedoch einen angemessenen Schutz gegen einen möglichen Missbrauch der entlastenden Maßnahmen. Um diese zielführenden Anpassungen zu Zwischenschritten in einem gestreckten Vorgang noch rechtssicherer zu gestalten, sollte der Gesetzgeber jedoch noch klarstellen, dass in jedem Fall nur das Endergebnis eines gestreckten Vorgangs veröffentlichungspflichtig sind.¹⁷

Der Vorschlag der Kommission, wonach ein Emittent seine zuständigen Behörden künftig über seine Absicht zur verzögerten Offenlegung einer Insiderinformation¹⁸ bereits zu informieren hat, unmittelbar nachdem er entschieden hat, die Offenlegung einer Insiderinformation aufzuschieben, ist abzulehnen. Zwar ist die möglichst frühzeitige Benachrichtigung der Behörden aus Aufsichtszwecken nachvollziehbar. Sie wird jedoch auf einige Hürden in der Praxis stoßen. Erstens dürften Emittenten regelmäßig damit überfordert sein. Denn die Entscheidung zu einem Aufschub muss schnell fallen, da Emittenten sonst gegen die Vorgabe zur unverzüglichen

¹⁵ Payne, J. (2018). Disclosure of inside information. The Transparency of Stock Corporations in Europe (R Veil and V Tountopoulos, eds., Forthcoming), European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper, (422).

¹⁶ S. auch cep (2012), Strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, cepAnalyse Nr. 01/2012, 09.01.2012, abrufbar [hier](#).

¹⁷ Die Formulierungen in der Begründung, den Erwägungsgründen und in den Artikelangaben des Kommissionsvorschlags weisen hier Inkonsistenzen auf (s. S. 23 der Begründung, Erwägungsgrund 58 und Art. 17 Abs. 1).

¹⁸ Eine solcher Aufschub der Veröffentlichungspflicht ist möglich, um eine sofortige Offenlegung zu verhindern, die die berechtigten Interessen der Emittenten beeinträchtigen könnten (Begründung S. 6).

Offenlegung einer Insiderinformation verstoßen würden. Die direkte Mitlieferung einer ausführlichen Begründung frisst jedoch Zeit und würde die Entscheidung zum Aufschub mutmaßlich verzögern. Wären Emittenten zweitens gezwungen, auch einen „beabsichtigten“ Aufschub zu begründen, würden sich die Behörden ggf. mit Meldungen konfrontiert sehen, die sich später als irrelevant herausstellen, etwa, wenn sich der Emittent dann doch gegen einen Aufschub entscheidet. Ferner ist die Regelung mit Unklarheiten behaftet. So wird der Emittent verpflichtet, die Behörde bereits unmittelbar „nachdem er entschieden hat“, die Offenlegung aufzuschieben, zu informieren. Gleichzeitig soll er nur zur Information über die „Absicht“ der verzögerten Offenlegung verpflichtet sein. Beides passt jedoch nicht zusammen. Ersteres signalisiert eine feststehende Entscheidung über eine verzögerte Offenlegung, während letzteres („Absicht“) andeutet, dass diese noch nicht feststehen muss. Hier sind demnach Klarstellungen nötig, um hinreichend Rechtssicherheit zu schaffen.

1.2.3 Marktsondierungen

Marktsondierungen sind ein hilfreiches Instrument, mit dem Emittenten testen können, ob ein bestimmtes Geschäft oder Transaktion auf Interesse bei potenziellen Anlegern stoßen könnte. Sie tragen letztlich zu einem ordnungsgemäßen Funktionieren der Finanzmärkte bei, indem sie frühzeitig dazu beitragen, etwaige Fehleinschätzungen auf beiden Marktseiten vorzubeugen. Dies ist gerade in volatilen Märkten oder solchen, die von mangelndem Vertrauen geprägt sind, wichtig. Nun ist nach der Marktmissbrauchsverordnung die Offenlegung von Insiderinformationen grundsätzlich verboten. Gleichzeitig kann es in solchen Marktsondierungsphasen jedoch zu einer solchen Offenlegung von Insiderinformationen an einen begrenzten Adressatenkreis kommen. Die Verordnung hat nun ein Regime etabliert, dass die Offenlegung der Insiderinformationen in solchen Phasen unter engen Voraussetzungen¹⁹ erlaubt. Dieses Regime hat jedoch Rechtsunsicherheiten hervorgerufen. Eine Interpretation der bestehenden Vorschriften lautet, dass die Emittenten und die adressierten Personen die Regelungen zu den Marktsondierungen in jedem Fall einhalten „müssen“²⁰, eine andere jedoch, dass dies nur ein Option darstellt²¹. Im letzteren Fall bedeutet die Einhaltung der Vorgaben, dass die Marktteilnehmer vollständig vor dem Vorwurf des unrechtmäßigen Verbreitens von Insiderinformationen geschützt sind („sicherer Hafen“). Sie können sich jedoch auch gegen die Einhaltung entscheiden, sind dann jedoch nicht automatisch vor dem Vorwurf geschützt („kein sicherer Hafen“). Die nun geplante Änderung, die die Lesart als optionale Regelung stützt und den automatischen Umkehrschluss, dass eine Nichterfüllung der Voraussetzungen üblicherweise eine unrechtmäßige Weitergabe von Insiderinformationen signalisiert, abbildert, kann diese Rechtsunsicherheiten einhegen und ist in diesem Sinne angemessen. Er senkt zudem den regulatorischen Aufwand für all jene Marktteilnehmer, die an einer Marktsondierung beteiligt sind, ohne die Integrität der Märkte substantiell zu schwächen. Denn auch künftig sollte der Anreiz nicht gänzlich verschwinden, die Voraussetzungen dennoch vollumfänglich zu erfüllen, da nur hiermit der vollständige Schutz vor dem Vorwurf der unrechtmäßigen Offenlegung gegeben ist.

1.2.4 Insiderlisten

Die Erstellung von Insiderlisten dient insbesondere zwei Zwecken. In erster Linie sind sie ein Instrument für die Aufsichtsbehörden. Die Verzeichnisse erleichtern es ihnen, Insiderhandel zu überwachen. Kommt es zu Insidergeschäften, können sie die in Frage kommenden Personen zügiger identifizieren, kontaktieren und Aufsichtsmaßnahmen ergreifen. Zudem können Insiderlisten die Emittenten dabei unterstützen, einen Überblick über diejenigen Personen zu behalten, die über Insiderwissen verfügen. Die Erstellung und die Pflege solcher Listen sind jedoch auch mit viel Aufwand auf Seiten der Emittenten verbunden. Dass die Kommission diesen nun zu reduzieren sucht, ist sachgerecht. Denn wenn kein Insiderhandel stattfindet, ist die Erstellung letztlich unnötig und produziert vermeidbaren Aufwand. Findet er statt, stehen den Aufsichtsbehörden bereits hinreichend Aufsichtsbefugnisse zur Verfügung²². Zwar erleichtern die Listen den Behörden die Durchsetzung von Aufsichtsmaßnahmen. Die Erstellung von Insiderlisten stellt jedoch letztlich eine nicht gerechtfertigte Verlagerung von Verantwortung auf die Emittenten dar, wobei die Behörden quasi als Trittbrettfahrer agieren. Der Hauptnutzen liegt auf Seiten der Behörden, die Hauptlasten tragen jedoch die Emittenten. Die Reduktion der Lasten zur Erstellung der Insiderlisten auf ein Niveau, wie es auch für Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, gilt, – also die Umstellung auf permanente Insiderlisten –, ist zudem mit Blick auf die Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen zielführend. Denn die bisherige Unterscheidung sorgte bei diesen Emittenten für einen geringeren Verwaltungsaufwand als bei anderen Emittenten und suggerierte zudem,

¹⁹ S. dazu auch S. 8 dieser **cepAnalyse**.

²⁰ Diese Interpretation vertritt u.a. die ESMA [ESMA(2020), MAR Review report, ESMA70-156-2391, 23. September 2020, S. 242].

²¹ Diese Ansicht vertreten zahlreiche Marktteilnehmer [s. Folgenabschätzung S. 227].

²² S. etwa. Art. 23 der Marktmissbrauchsverordnung.

pauschal und in nicht nachvollziehbarer Weise, dass Marktmissbrauchsrisiken auf KMU-Wachstumsmärkten geringer sind als auf anderen Märkten. Nicht zielführend ist hingegen, dass die Mitgliedstaaten, die Vorgaben zu den Insiderlisten im Sinne eines „Gold plating“ einseitig strenger fassen können. Denn dies könnte die genannten Verbesserungen erstens wieder konterkarieren, erhöht zweitens insbesondere die Lasten derjenigen Emittenten, die in mehreren Mitgliedstaaten notiert sind bzw. eine Notierung anstreben ungebührlich und steht drittens konträr zur Idee der Schaffung einer einheitlichen Kapitalmarktunion. Der Gesetzgeber sollte dieses Wahlrecht für die Mitgliedstaaten daher nochmal überdenken.

1.2.5 Geschäfte von Führungskräften

Die Marktmissbrauchsverordnung verpflichtet Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen („Führungskräfte“) dazu, Eigengeschäfte ab einem bestimmten Volumen dem Emittenten und den zuständigen Behörden zu melden. Dies dient der Stärkung der Transparenz, da Führungskräfte regelmäßig einen Wissensvorsprung gegenüber anderen Investoren haben, den sie für eigene Zwecke ausnützen könnten. Dies dient ferner der Festigung der Integrität der Märkte, indem es das Vertrauen der Anleger in einen fairen Handel stärkt. Gleichzeitig ist nicht jedes von einer Führungskraft getätigte Eigengeschäft von gesteigerter Relevanz, was die Festlegung von Schwellenwerten, die eine Meldepflicht auslösen, sinnvoll erscheinen lässt. Sie sorgen dafür, dass wenig relevante Transaktionen nicht gemeldet werden müssen und senken somit den Verwaltungsaufwand. Gleichzeitig wird sichergestellt, dass bedeutsame Geschäfte, von denen Signale an die Märkte ausgehen könnten, bekannt werden. Die Frage, welcher, eine Meldung auslösende Schwellenwert hier jedoch das Gleichgewicht aus hinreichender Markttransparenz und Verwaltungsaufwand am besten wahrt, ist jedoch nicht einfach zu beantworten. Die nun vorgesehene Anhebung des auslösenden Schwellenwerts von 5.000 Euro auf 20.000 Euro scheint jedoch angemessen, da sich bereits viele Aufsichtsbehörden - z.B. die Bafin – auf Basis des geltenden Rechts für eine solche Anhebung entschieden haben, ohne darin gesteigerte Risiken für die Sicherstellung der Integrität der Märkte identifiziert zu haben. Der Gesetzgeber sollte jedoch nun davon absehen, den zuständigen Behörden erneut ein Recht einzuräumen, den Schwellenwert anheben zu dürfen (auf bis zu 50.000 Euro). Denn unterschiedliche Regelungen in den Mitgliedstaaten erschweren die Rechtsbefolgung für grenzüberschreitend tätige Emittenten auf unnötige Weise und sollten daher unterbleiben.

2 Juristische Bewertung

2.1 Kompetenz

Der Vorschlag der Kommission wird zurecht auf Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) gestützt.

2.2 Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

D. Fazit

Mit den Anpassungen an der Prospekt- und der Marktmissbrauchsverordnung versucht sich die Kommission an einem Spagat. Sie will mit weniger strengen Prospektvorschriften und Erleichterungen für Emittenten die Anreize erhöhen, dass mehr Unternehmen den Gang an die öffentlichen Märkte wagen, ohne dabei den Anlegerschutz zu gefährden und die Marktintegrität zu schwächen. Dieser Spagat gelingt ihr zwar teilweise, jedoch nicht vollumfänglich. So suggeriert etwa die Befreiung von der Prospektspflicht bei Angeboten unter 12 Mio. Euro, dass der Anlegerschutz bei diesen Angeboten weniger zählt als bei solchen über dieser Schwelle. Das ist nicht überzeugend. Investments in volumenschwächere Angebote sind nicht per se weniger riskant. Die standardisierte Aufmachung des Prospekts und eine einheitliche Reihenfolge erleichtert es Anlegern zwar, die relevanten Informationen zu erfassen und die Prospekte verschiedener Emittenten zu vergleichen. Sie schaffen jedoch zusätzliche Haftungsrisiken für Emittenten und können den Anlegerschutz gefährden, wenn sie dazu führen, dass wesentliche Informationen nicht aufgenommen werden können. Die Befreiung von der Pflicht, Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang, die als Insiderinformationen zu qualifizieren sind, unverzüglich veröffentlichen zu müssen, mindert existierende Rechtsunsicherheiten für Emittenten und kann Anleger davor schützen, voreilige Entscheidungen zu treffen. Die Anpassungen bei den Regeln zu Marktsondierungen mindern Rechtsunsicherheiten ebenfalls und senken den regulatorischen Aufwand für an diesen Sondierungen beteiligte Marktteilnehmer. Die avisierte Umstellung von vollständigen Insiderlisten auf Listen zu den permanenten Insidern ist sachgerecht. Nicht zielführend ist, dass die Mitgliedstaaten, die Vorgaben zu den Insiderlisten einseitig strenger fassen können. Dies steht dem Ziel der Schaffung einer Kapitalmarktunion entgegen.