

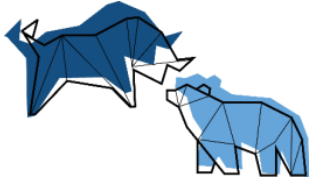
DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband

DIRK-Webinar Neuerungen im Ad hoc- und Insiderrecht

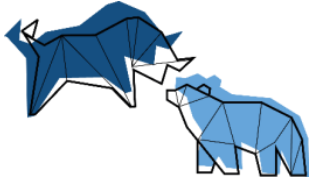
Frankfurt am Main, 12. Mai 2026

Mehr Wert im Kapitalmarkt



Agenda

- **Eröffnung**
 - Kay Bommer
- **Neuerungen im Ad hoc- und Insiderrecht**
 - Katrin Pohl, EQS Group GmbH
 - Timo Holzborn, Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP
- **Q & A**



Referenten



**Katrin Pohl,
EQS Group GmbH**



**Timo Holzborn,
Orrick, Herrington &
Sutcliffe LLP**

Mai 2026

EU-Listing Act Neuerungen MAR 2026

Dr. Timo Holzborn



Inhalt

- Spar- und Investitionsunion
- EU-MarktmissbrauchsVO – MAR
 - Insiderrecht
 - Ad-hoc Publizität
 - Insiderlisten / Managers' Transactions
 - Weitere Änderungen
 - Sanktionen

Spar- und Investitionsunion

EU-Gesetzgebung

Spar- und Investitionsunion (SIU)(1)

- **Kapitalmarktunion** (initiiert 2015 infolge Finanzkrise 2011)
 - Finanzierungszugang (insb. KMU), Senkung Kapitalkosten, Hindernisbeseitigung cross-border Kapitalströme, Investitionserleichterung gut informierte Kleinanleger, ESG, technologischer Fortschritt (Digitalisierung), Wettbewerbsfähigkeit, Stabilität des EU-Finanzsystems und des EURO
 - 21.10.2020 Rat: **Maßnahmenpaket zur Erholung** der Finanzmärkte
 - 25.11.2021 Kommission: **Maßnahmenpaket zur Weiterentwicklung**
 - 12.3.2024 Eurogruppe: **Erklärung zur Zukunft der Kapitalmarktunion**
- 19.3.2025 **Fortführung als Spar- und Investitionsunion (SIU)** Draghi-Report
 - Stellungnahme Rat 29.11.2024 (16283/24) zu **RL Harmonisierung InsolvenzR 2022/0408(COD) Insolvency III**, Cross-Border Investments fördern, z.B. Schutz Insolvenzmasse, Gläubigerausschüsse, Verpflichtung Geschäftsführer, Insolvenzanmeldung
 - AIFMD II RL (EU) 2024/927/EU umzusetzen bis 2026 Kreditfonds, Meldepflichten, Outsourcing, Liquiditätsmanagementtools (LMT), Verwahrung
 - **17.6.2025 Maßnahmenpaket zur Novellierung Verbriefungsrechts** Änderungen VerbriefungsV 2017/2402, CRR/Solvency II/LiquiditätsV
 - **Änderungen MiFIR VO (EU) 2024/791 in Kraft seit 28.3.2024**
 - **Änderungen MiFID-II RL (EU) 2024/790 Umsetzung durch StaFöG**
 - 4.12.2025 Entwurf **Market Integration Package**, ESMA als SEC der EU, Änderungen MiFid II 2014/65, MiFIR 600/2014, EMiR 648/2012, CSDR 909/2014, MiCAR 2023/1114, BenchmarkV 2016/1011



EU-Gesetzgebung

Spar- und Investitionsunion (2)

- **VO (EU) 2023/2859 zentrales Zugangsportaal** für öffentlich zugängliche Information zu Finanzdienstleistungen, Kapitalmärkte und Nachhaltigkeit
- **EU-Listing Act** (verkündet 14.11.2024) "Package" mit Erleichterungen bei Börsennotierung, Clearing
 - **VO(EU) 2024/2809: Änderungen MAR, ProspR, MiFiR**
 - **RL(EU) 2024/2811: Änderungen MiFID II (EU) 65/2014, Aufhebung Listing-RL**
 - **RL(EU) 2024/2810: Mehrstimmrechte-RL**
 - Vorschriften zum Marktmissbrauch vereinfacht (Ad-hoc, Verzögerung, Market Sounding, Rückkauf)
 - Mehr Flexibilität bei Stimmrechtsstrukturen (Gründer Mehrstimmrechte)
 - Prospekterstellung soll kostengünstiger werden, EU-Folgeprospekt, EU-Wachstumsprospekt (KMU), Standardisierung und Verkürzung



Nationale Gesetzgebung

Zukunftsfinanzierungsgesetz und Standortförderungsgesetz

- **1.1.2024: Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) in Kraft** als nationale Ergänzung EU-Listing Act (BGBl. 2023 I 354)
 - Ziel: **leichterer Kapitalmarktzugang, bessere Rahmenbedingungen für Start-ups sowie Wachstumsunternehmen/ KMU, Senkung Vorgaben bei Kapitalerhöhung**, Erleichterung der Kapitalaufnahme
 - **Vereinfachungen bei der Kapitalerhöhung**
 - **Verzicht auf den bislang notwendigen Mittragsteller (§ 32(2a) BörsG) und damit Wegfall prospektrechtlicher Haftungsadressat (§ 8 WpPG)**
- **10.02.2026: Standortförderungsgesetz (StaFÖG früher ZuFinG II) in Kraft** als weitere nationale Umsetzung EU-Listing Act (BGBl. 2026 I 33)
 - Weitere **Umsetzungen EU-Listing Act** (Wp-Analyse, Prospektvereinfachungen), Steuererleichterungen bei Investitionen, Preisüberprüfung beim Delisting, Nennwert Aktie 0,01 EUR, Zentrales EU-Zugriffportal (Mitteilungspflichten in KapMGesetzen)

EU-MarktmissbrauchsVO – MAR

Änderungen EU-Listing Act

orrick

MarktmissbrauchsVO (EU) 596/2014 – Überblick

- **MarktmissbrauchsVO (Market Abuse Regulation-MAR)**
 - **Anwendungsbereich** Insider/Ad-hoc/Directors Dealings/ Marktmanipulation **auch Schuldverschreibungen und Freiverkehr, wenn Emittent Einbeziehung zugestimmt hat**
 - Festlegung von Durchführungsstandards durch DVOs/DelVOs/ESMA/ BaFin FAQs, Technical Advice, Guidelines
 - Umsetzung: **1. FinanzmarktnovellierungsG (1. FiMaNoG):**
 - Neunummerierung WpHG und Umsetzung MiFID II: **2. FinanzmarktnovellierungsG (2. FiMaNoG)**
 - **BaFin Emittentenleitfaden Modul C MAR ("BaFin-ELF")**
Stand: 25. März 2020 Umfassende Darstellung mit offenen Beschreibungen
 - **EU-Listing Act VO 2024/2809: weitreichende Änderungen MAR Inkrafttreten: 14.11.2024 (+20 T), außer Ad-hoc Änderungen (Art. 17) ab 5.6.2026**
 - **ESMA 7.5.2025 Final technical advice 74-1103241886-1086,**
 - **8.4.2026 DelVO C (2026) 2149 final**



MarktmissbrauchsVO (MAR) – Insider (1)

- **Insiderrecht:** Art. 7-11, 14

- Art. 7(1)a: *Nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt Emittent oder Finanzinstrument betreffen, und die, wenn öffentlich bekannt, geeignet, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener Derivate erheblich zu beeinflussen.*
- **Kursbeeinflussungspotential** hängt von Markterwartung ab
- **Kenntnis** lässt weiter Verwenden vermuten
- **Keine Begriffsänderung** gestreckter Sachverhalte mit **Zwischenschritt (aber Definition in DelVO)**
- **Erweiterung Definition** Art. 7(1)d, EG 63 auf Personen, die Kenntnis von Informationen bez. (noch) nicht ausgeführter Aufträge erlangen z.B. von Vermögensverwaltern

- **Ausgenommen:**

- **Legitime Handlungen** (v.a. Finanzdienstleister/Banken) Art. 9
- **Market Sounding/Marktsondierung** Art. 11 (**Ergänzung EU-Listing Act**)
- **Rückkaufprogramm/Stabilisierungsmaßnahme** Art. 5 (**Ergänzung EU-Listing Act**)

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Ad-hoc (1)

- **Ad-hoc-Publizitätspflicht, Art. 17 MAR:** Emittenten von Finanzinstrumenten müssen die Öffentlichkeit so schnell wie möglich über Insiderinformationen informieren, die diesen Emittenten direkt betreffen
- **Nur bis 5.6.2026:** Übereinstimmung mit dem Insiderkonzept, wenn die AG direkt betroffen ist (nicht: Marktdaten usw.)
- **BaFin-ELF - Insiderinformationen/Ad-hoc-Mitteilung trotz ausführlicher Erläuterungen, immer Einzelfall**
- Ex ante (Vorab) Maßstab Prüfung I.2.1.4.1,
 - **Zwischenschritte**, wenn Endergebnis nicht unwahrscheinlich I.2.1.4.3 (Festlegung Sitz bei Börsenfusion Deutsche Börse)
 - **Gerüchte mit Tatsachekern** können Ad-hoc pflichtig sein I.2.1.4.4
- **Aufsichtsrat hat Ad-hoc Kompetenz in eigenen Angelegenheiten**, v.a. bei Vorstandsbestellung, schon Absicht ist ggf. Insiderinformation (Personalausschusssitzung?)
- **Organisationspflichten:** Verletzung z.B. in folgenden Fällen angenommen:
 - Aufsichtsrat ist bei Verwandten ohne Internetverbindung
 - Ein Token als Newsprovider-Zugang, Mitarbeiter ist krank
 - Unzureichende Einbindung von Ad-hoc-Komitee/Vorstand/Vorstandmitglied

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Ad-hoc (2)

- **Ad-hoc-Publizität EU-Listing Act:** Gleichlauf mit Insiderbegriff wird aufgegeben [ab 5.6.2026](#)
- **Gestreckte Vorgänge mit Zwischenschritt** (M&A, JV, Verhandlungen) sind Insiderinformationen, aber nicht länger veröffentlichungspflichtig für Zwischenschritte, sondern nur für Endergebnis, Art. 17(1)S.2 "*...muss nur der finale Umstand oder das finale Ergebnis unverzüglich nach seinem **Eintreten** offen gelegt werden*"; "*..., only the Final circumstances or event shall be disclosed as soon as possible after they have **occured**.*"
- **P: Endergebnis? EG 68** "*Bestimmung des Zeitpunkts, zu dem eine Reihe von Umständen oder ein Ereignis final wird, ist nicht immer einfach*" aber: Beispielliste für finale Umstände oder finale Ereignisse: Final Report ESMA74-1103241886-1086
- **EG 67:** Nicht Absichtsbekundungen, Verhandlungen, je nach Umständen – Fortschritte (Treffen), aber **Einigung über Kernelemente** eines Mergers **und Beschluss** der Unterzeichnung
- **Aber:** Eingetretene Zwischenschritte weiter Insiderinformationen; wenn Endergebnis hinreichend wahrscheinlich bereits vorher offenzulegen?
- **Und:** Geheimhaltung nicht veröffentlichter Zwischenschritte Art.17(1a); falls nicht mehr geheim (ausreichend präzises Gerücht reicht) ist zu veröffentlichen Art.17(7)

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Ad-hoc (3)

- **Beispielliste** für finale Umstände oder finale Ereignisse und Veröffentlichungszeitpunkt: DeIVO – Beschluss der Kommission C (2026) 2149 final – 8.4.2026
 - (1) Verträge as soon as possible (unverzüglich) nach Unterzeichnung oder anderer gleichwertiger Handlung mit bindender Wirkung
 - (2) Mergers bei Approval of Draft Terms durch Governing Body (Vorstand)
 - (3,4) Major Corporate reorganisation oder (voluntary) termination of material agreement, jeweils bei Vorstandsentscheidung
 - (5,6,7,8) Kapitalerhöhung, **Ausgabe neuer Instrumente**, Aktienrückkauf oder Wandlung bei Vorstandsentscheidung (**final decision**)
 - (9) Dividendenausschüttung bei Vorstandsentscheid über Vorschlag oder Änderung der Dividendenpolitik
 - (10) Aussetzung der Rück- oder Zinszahlung bei Vorstandsentscheidung
 - (11,12) Jahresabschluss, Zwischenberichte oder Forecast bei Acknowledgement oder Approval des Vorstands
 - (13) Änderungen management oder manager mit key role (dessen Beschäftigung Vorstandszustimmung benötigt) bei Entscheidung des Vorstands/Aufsichtsrats
 - (14) Wesentliche Satzungsänderungen nach Vorstandsentscheidung über Vorschlag an HV
 - (15, 16) Erlaubnis Antrag (license or authorization) bei Entscheidung über Stellung und bei Erteilung oder Entzug

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Ad-hoc (4)

- **Beispielliste** für finale Umstände oder finale Ereignisse und Veröffentlichungszeitpunkt: DeIVO – Beschluss der Kommission C (2026) 2149 final - 8.4.2026
 - (18,19) IP-Recht (Patent, Marke, Gebrauchsmuster etc.) bei Entscheidung über Antragstellung und bei Anerkennung
 - (20,21) Application for authorisation to commercialise a product bei Antragstellung und bei Gewährung
 - (22) Medical/ clinical trials for pharmaceutical products bei Beendigung der Studie oder des Versuchs
 - (23) (Nicht-)Zulassung medizinischer/pharmazeutischer Produkte bei Erhalt der ("**finalen**") Entscheidung der Behörde
 - (24) Teilnahme an einer öffentlichen Vergabe/Ausschreibung bei Auftragsvergabe auch wenn noch Vertragsverhandlungen folgen
 - (25) (Vorläufige) Insolvenz- und Restrukturierungsverfahren bei Vorstandsentscheidung über die Antragsstellung
 - (27, 28, 29, 30) Für Kreditinstitute: final supervisory review and evaluation process decision, reduction of own funds (nach Art. 77 CRR), preparation for resolution action, insolvency proceedings
 - (31) Behördliche (Ermittlungs-/Bußgeld-/Straf-)Verfahren bei formeller Information über Entscheidung Behörde (auch wenn Widerspruch möglich)
 - (32) Einstweilige Maßnahmen/Gerichtliche Verfahren/Verfahren der Straf/Bußgeldzumessung je bei Erhalt der Entscheidung von Behörde/Gericht (auch wenn Rechtsmittel möglich)
 - (35) Delisting bei Entscheidung des Vorstands des Emittenten oder bei behördlichem Delisting nach Erhalt der Entscheidung
 - Im Gesetzgebungsprozess herausgenommen: "**acquisition or disposal of relevant assets (including subsidiaries)**"

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Ad-hoc Listing Act (5)

- **Aufschub**: Bei berechtigtem, Interessen konkretisiert Art. 17(4)
- **Neu ab 5.6.2026**:
 - **Kein Aufschub mehr aufgrund Zwischenschritt** in zeitlich gestrecktem Vorgang
 - **Kein Aufschub, wenn** vorherige Information **im Widerspruch steht EG 70**;
P: Kein Aufschub, wenn sich Sachlage drastisch ändert?
- **Es bleibt**: Information BaFin mit Begründung bei Veröffentlichung (keine Genehmigung nötig) bei KMU auf Anforderung Behörde, Art. 17(4)UA 3
- **ESMA: Beispielliste berechtigter Interessen**, Art. 17(11), ESMA 13.4.2022 70-159-4966; § 6 WpAIV (Aufschubinteressen) wird mit dem StaFöG aufgehoben
- **Kommission**: Annex III zu DelVO (C (2026) 2149 - 8.4.2026) **Beispielliste** für Sachverhalte, in denen **Informationen im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung** oder anderer Kommunikation des Emittenten stehen, Art. 17(12)
 - **jede Kommunikation**, auch social media, interviews by any person representing issuer, publicly accessible pre-close calls, podcasts or other public events etc.
 - **Material Change** von Forecast of financial results/business objectives, ESG impact of a project, financial viability, project development deadline or results, Kapitalstruktur

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Insiderlisten Listing Act

- **Führung von Insiderlisten: Art. 18 MAR**

- Emittent: Personen, die aufgrund Charakters ihrer Funktion oder Position Zugang zu allen Informationen eines Emittenten haben (= **Permanent Insider**)
- Geschäfts-/Ereignisbezogen (= **Projekt/Anlass Insider**), dabei ist Definition einer Gruppe (Jahresanschluss) vorab möglich (ab Zugang zur Insiderinformation)
- Explizite Liste mit Detaildaten im Anhang z.B. Privatrufnummer DVO (EU) 2016/347
- **Neu:** Bei **KMU-Wachstumsmarkt** vereinfachte Liste, Art. 18(9) ohne
- BaFin: während Aufbewahrungsdauer (5 Jahre) nachzutragen
- BaFin: Aufnahme auch bei versehentlich/fehlerhaft gewährtem Zugang
- Rasch/unverzöglich aktualisieren
- **ESMA Final Report** 21.10.2025 ESMA74-268544963-1552 **Vereinfachung aller Listen:** ohne Geburtsname, Privatadresse und – telefon sowie Unternehmensdaten
- **"Eng verbundene Person"** (Art. 3 Nr. 26)= "in enger Beziehung stehend"
 - alle Unterhaltsberechtigten (auch außerhalb des Haushalts)
 - deren kontrollierte Unternehmen

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Listing Act - Managers' Transactions

Directors' Dealings: Art. 19 MAR

- **Meldepflicht** von Personen, die beim Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen
 - Vorstand/Aufsichtsrat/Höhere Führungskraft mit regelmäßigem Zugang zu Insiderinformationen
 - In enger Beziehung stehende Personen (inkl. beherrschte Gesellschaften)
- **Mitteilungspflichtig** sind (Nicht abschließende Liste Art. 10 DelVO (EU) 2016/522):
 - Erwerb, Veräußerung, Leerverkauf, Zeichnung oder Austausch von Anteilen und Schuldinstrumenten
 - Annahme oder Ausübung einer Aktienoption
 - Derivate
 - Stillhalterposition einer Put-Option (nicht Call-Option)
- **Mitteilungsfrist 3 Geschäftstage** nach Datum des Geschäfts, weitere 3 Geschäftstage später muss Emittent veröffentlichen Art. 19(1) MAR
- Regelungen greifen **ab Schwelle von EUR 20.000 p.a., kann von BaFin auf EUR 50.000 p.a. erhöht oder auf 10.000 EUR p.a. gesenkt** werden, Art. 19(8),(9) MAR
- **Liste Führungspersonen** und in enger Beziehung stehende Personen zu erstellen, **Belehrung** Personen in enger Beziehung **durch Führungspersonen**, Art. 19(5) MAR

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Listing Act – Market Sounding – Rückkauf

EU-Listing Act: Änderungen bei Ausnahmen vom Insiderhandelsverbot:

- **Market Sounding/Marktsondierung** Art. 11
 - Übermittlung von **Informationen im Vorfeld vor Ankündigung eines etwaigen Geschäfts**, um Marktinteresse abzuschätzen
 - **Offenlegung Insiderinformation ohne konkrete Transaktionsankündigung**, wenn (Art. 17(4) früher (5): Zustimmung Empfänger zum Erhalt Insiderinformation; Information des Empfängers über Nutzungsverbote (Erwerb, Verkauf, Stornierung oder Änderung von Aufträgen); Verpflichtung Vertraulichkeit; detaillierter Aufzeichnungen (Inhalte, Empfänger, Datum, Uhrzeit); Vorlage der Aufzeichnungen auf Behördenanfrage
 - Inkennnissetzen **des Verlusts der Insiderqualifikation** auch öffentlich, Art. 17(6)
- **Rückkaufprogramme/Stabilisierungsmaßnahmen** Art. 5
 - Erleichterung bei Meldepflichten bei Rückkaufprogrammen
 - Geschäfte nur **noch in aggregierter Form öffentlich** bekannt zu machen aber: **detaillierte Angaben** noch **ggü.** der "*des unter Liquiditätsaspekten relevantesten Marktes*" zuständigen **Behörde**

MarktmissbrauchsVO (MAR) – Sanktionen

- **Strafen (Art. 30 MAR), Geldbußen (seit 1. FiMaNoG):**

- mindestens Gewinnabschöpfung ("vermiedene Verluste") sowie Strafe
- bis EUR 5 Mio. für nat. Pers., EUR 15 Mio. / 15% Konzern-Umsatz bei jur. Pers. bei Verstoß gegen Insiderverbote oder Marktmanipulation § 120 Abs. 15 Nr. 2, Abs. 18 WpHG
- bis EUR 1 Mio. für nat. Pers., EUR 2,5 Mio. / 2% Konzernumsatz bei jur. Pers. / Dreifacher Vorteil bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflicht inkl. Aufschub (§ 120 Abs. 15 Nr. 6 ff., Abs. 18 WpHG)
- bis EUR 500.000 für nat. Pers. / jur. Pers. bei Verstoß gegen Pflichten im Zusammenhang mit Insiderlisten und Directors' Dealings (§ 120 Abs. 15 Nr. 12 ff., 17 ff., Abs. 18 WpHG)
- Verstoß gegen Art. 17: 2,5% des Gesamtumsatzes, falls unverhältnismäßig niedrig Mindeststrafe EUR 2,5 Mio, bei KMU EUR 1 Mio
- Verstoß gegen Art. 18 und 19: 0,8% des Gesamtumsatzes, falls unverhältnismäßig niedrig Mindeststrafe EUR 1 Mio, bei KMU EUR 400.000
- Bußgeldleitlinien 2017/2018 in Ergänzung der Bußgeldleitlinien 2013
Gruppe B jur. Person Emittent: z.B. Ad-hoc-Verstoß – Mittel: EUR 875.000 / Leicht: EUR 500.000

- **Verwaltungsrechtliche Sanktionen:**

- Berufsverbot für Führungsaufgaben in (Kredit-)Instituten (§ 36a KWG); Aussetzung der Zulassung des (Kredit-)Instituts sowie Untersagungsverfügungen (§ 35 KWG)
- Naming und Shaming (Art. 34 MAR, § 40d WpHG): Veröffentlichung jeder Sanktionierung im Internet für mindestens fünf Jahre (auch bei Widerspruch). Nur anonymisierte Veröffentlichung, wenn unverhältnismäßig oder Stabilität des Finanzsystem gefährdet.

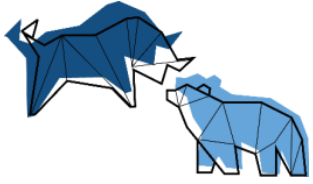


Dr. Timo Holzborn
Partner

T: +49 (0) 89 3839 80 135

M: +49 (0) 179 21 31 882

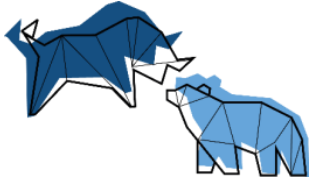
Mail: tholzborn@orrick.com



Q & A

Fragen?





**Vielen Dank
für Ihre Aufmerksamkeit!**

Folgen Sie uns auf LinkedIn:

