Kapitel 3: Erweiterung der Ausnahmen von der Prospektpflicht und neue Veröffentlichungsfristen

Christian Storck/Katharina Schuster

1. Erweiterungen der Prospektausnahmen

1.1. Überblick

Grundsätzlich besteht bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren (Art 3 Abs 1 VO [EU] 2017/1129 „Prospekt-VO") oder bei der Zulassung von Wertpapieren zu einem geregelten Markt (Art 3 Abs 3 Prospekt-VO) eine Prospektpflicht, sofern keine der gesetzlichen Prospektausnahmen Anwendung findet. Die häufigsten Prospektausnahmen betreffen sogenannte Sekundäremissionen, dh das öffentliche Angebot und/oder die Zulassung von neuen Wertpapieren eines Emittenten, dessen begebene Wertpapiere bereits an der Börse gehandelt werden.[1] Hierzu zählen beispielsweise die Ausgabe von Aktiendividenden (Art 1 Abs 4 Unterabs 1 lit h, Abs 5 Unterabs 1 lit g Prospekt-VO) sowie Angebote im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten (Art 1 Abs 4 Unterabs 1 lit f, Abs 5 Unterabs 1 lit e Prospekt-VO). Emittenten haben aus ökonomischer Sicht ein Interesse an einer möglichst schlanken Dokumentation. Da die Erstellung und Billigung eines Wertpapierprospekts zeitintensiv und kostspielig sein können, versuchen Emittenten regelmäßig von einer der Prospektausnahmen Gebrauch zu machen oder, sofern ein Dokument zur Information der Investoren unumgänglich ist, zumindest dessen Umfang möglichst zu begrenzen.[2] **3/1**

Vor diesem Hintergrund hat der EU Listing Act im Hinblick auf die Prospektpflicht wesentliche Neuregelungen eingeführt. Seit dem 4.12.2024 wurde die Prospektpflicht durch die Erweiterung der bisherigen Prospektausnahmen in der Prospekt-VO gemäß den Bestimmungen der VO (EU) 2024/2809 („Listing-Act-VO") gelockert. Zum einen wurden die prozentualen Schwellenwerte der **volumenabhängigen Prospektausnahmen für Zulassungen zum Handel an einem geregelten Markt** jeweils von 20 % bereits zugelassener Wertpapiere auf 30 % bereits zugelassener Wertpapiere heraufgesetzt (Art 1 Abs 5 Unterabs 1 lit a und b Prospekt-VO). Daneben wurde für **öffentliche Angebote von Wertpapieren** eine neue volumenabhängige Prospektausnahme eingeführt (weniger als 30 %

1 *Schlitt/Ries*, BKR 2026, 145.
2 *Schlitt/Ries*, BKR 2026, 145.

nur die Folgepflichten in geregelten Märkten und KMU-Wachstumsmärkten, weswegen Emittenten in diesen Märkten ein Annex-IX-Dokument für eine Sekundäremission nutzen können. Zudem nimmt eine pauschale Seitenbegrenzung die erforderliche Flexibilität für Fälle, in denen der Emittent zB aus Vermarktungsgründen freiwillig Informationen in den Prospekt aufnehmen möchte. Dies gilt insbesondere für eine Diskussion der historischen Finanzinformationen (sog Management Discussion and Analysis [kurz: MD&A]), die von institutionellen Investoren als wichtige Informationsgrundlage angesehen wird.

3. EU-Wachstumsemissionsprospekt (EU Growth issuance prospectus)

3.1. Hintergrund

4/16 Da seitens des EU-Gesetzgebers ein Bedarf an einer Prospektform für KMU mit geringeren Anforderungen als für Standardprospekte ausgemacht wurde, insbesondere auch *„um die Notierungsunterlagen für KMU noch weniger komplex und aufwendig zu machen und den KMU noch größere Einsparungen zu ermöglichen"*, wurde der EU-Wachstumsemissionsprospekt[49] ins Leben gerufen.[50] Dieser soll den in der Praxis selten verwendeten EU-Wachstumsprospekt ersetzen.[51] Der Anteil der gebilligten EU-Wachstumsprospekte in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraumes im Jahr 2024 betrug lediglich 7 % (2023: ebenso 7 %; 2022: 9 %).[52] Laut ESMA wurden im Jahr 2024 insgesamt 165 EU-Wachstumsprospekte gebilligt, was einen Anstieg gegenüber 156 im Jahr 2023 bedeutet. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass allein 80 der 165 EU-Wachstumsprospekte in Schweden gebilligt wurden (rund 24 % aller in Schweden gebilligten Prospekte im Jahr 2024).[53] In Deutschland wurden im Jahr 2024 lediglich neun EU-Wachstumsprospekte (rund 5 % aller in Deutschland im Jahr 2024 gebilligten Prospekte) gebilligt. In Österreich wurden im Jahr 2024 drei EU-Wachstumsprospekte gebilligt.[54]

3.2. Anwendungsbereich

4/17 Genutzt werden kann der EU-Wachstumsemissionsprospekt im Falle eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren von (1) KMU, (2) Emittenten, die keine KMU sind und deren Wertpapiere zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind oder zugelassen werden sollen, (3) anderen als den unter (1) und (2) genannten Emittenten, wenn der aggregierte Gesamtgegenwert der

49 Im Kommissionsentwurf noch „EU-Wachstumsemissionsdokument"; vgl überblicksmäßig noch zu den Prospektformaten nach dem Kommissionsentwurf *Sickinger/Radke*, goingpublic.de vom 12.4.2023.
50 ErwG der 33 Listing-Act-VO.
51 Vgl ErwG 2 der delVO (EU) 2026/773.
52 *ESMA*, Market Report, EU securities prospectuses 2025, ESMA50-801628861-4422 vom 22.12.2025, 6.
53 *ESMA*, Market Report, EU securities prospectuses 2025, ESMA50-801628861-4422 vom 22.12.2025, 6.
54 *ESMA*, Market Report, EU securities prospectuses 2025, ESMA50-801628861-4422 vom 22.12.2025, 7.

1.4.3. Zusammenfassungen

Auch für Zusammenfassungen von Prospekten gilt der Grundsatz, dass die in Art 7 Prospekt-VO vorgesehene Reihenfolge der Angaben einzuhalten ist (siehe idS den jeweils einleitenden Hinweis zu den Abschnitten der Zusammenfassung in Art 7 Prospekt-VO). Die maximale Länge von sieben DIN-A4-Seiten bleibt durch die Änderungen des Listing Acts grundsätzlich (siehe aber nachstehend Rz 5/27 f) unberührt. **5/26**

Werden in einer **Zusammenfassung** eines Prospektes Informationen in Form von **Diagrammen, Abbildungen oder Tabellen** dargestellt, müssen auch diese innerhalb der maximalen, für Zusammenfassungen geltenden Länge von **sieben DIN-A4-Seiten** untergebracht werden (Art 7 Abs 3 UAbs 2 Prospekt-VO).[30] **5/27**

Bereits bisher konnte die Länge der Zusammenfassung um eine DIN-A4-Seite erhöht werden, wenn für die Wertpapiere gemäß Art 7 Abs 7 lit c eine Garantie „gestellt" wird. Durch den Listing Act wurde diese Möglichkeit nunmehr insofern erweitert, als sich im Falle **mehrerer Garantiegeber** die maximal zulässige Länge jeweils um eine weitere DIN-A-4 Seite pro Garantiegeber erhöhen kann, sofern die zusätzlichen DIN-A-4 Seiten der Beschreibung der Garantiegeber dienen (Art 7 Abs 7 UAbs 5 Prospekt-VO).[31] **5/28**

1.4.4. Reduktion des Umfangs durch inhaltliche Erleichterungen

Zusätzlich zu den durch Art 6 Prospekt-VO bewirkten formalen Beschränkungen des Prospektumfanges, wirken sich auch inhaltliche Erleichterungen, namentlich der **Entfall bisheriger Prospektangaben**, auf den Umfang des Prospekts aus: **5/29**

So sehen die neuen, aufgrund des Listing Acts geänderten Registrierungsformulare vor, dass **historische Finanzinformationen** im Falle von Dividendenwerten nur noch die letzten zwei, statt bisher drei Geschäftsjahre und im Falle von Nichtdividendenwerten das letzte Jahr, statt bisher die letzten zwei Geschäftsjahre abzudecken haben.[32]

Ferner ist die bisher im Rahmen der Wertpapierbeschreibung für Dividendenwerte oder für Anteilscheine von OGAWs des geschlossenen Typs als grundlegende Angabe aufzunehmende **Übersicht über Kapitalausstattung und Verschuldung** nach dem nunmehrigen, für Wertpapierbeschreibungen nicht-komplexer Wertpapiere geltenden Standard-Anhang 11 (Rz 5/12) nicht mehr gefordert.

Ebenso enthält auch das für nicht komplexe Dividendenwerte vorgesehene Standard-Registrierungsformular (Anhang 1) keine im Rahmen der Angaben zur Ge-

30 ErwG 20 der VO (EU) 2024/2809.
31 ErwG 21 der VO (EU) 2024/2809.
32 Siehe auch Anhang 1 Punkt XI und Anhang 2 Punkt VI Prospekt-VO.

3. ESG-Bezug im Prospektrecht unter dem EU Listing Act

3.1. Zielsetzung

Der EU Listing Act verfolgt das Ziel, den Zugang europäischer Unternehmen zu den Kapitalmärkten zu erleichtern und gleichzeitig die Qualität und Relevanz der Anlegerinformationen zu stärken. Im Bereich der Nachhaltigkeit soll darüber hinaus eine stärkere Kohärenz zwischen dem Prospektrecht und den bereits bestehenden unionsrechtlichen Offenlegungspflichten geschaffen werden. ESG-bezogene Informationen sollen künftig nicht isoliert im Kapitalmarktrecht geregelt werden, sondern an bestehende Berichts- und Offenlegungssysteme, insbesondere die Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD sowie die Offenlegungsvorgaben der EuGB-VO, anknüpfen. Vor diesem Hintergrund wurden mit dem EU Listing Act erstmals ausdrückliche ESG-bezogene Anforderungen in das unionsrechtliche Prospektregime integriert. **6/22**

Bereits im ErwG 26 der Listing-Act-VO wird hervorgehoben, dass die neuen ESG-bezogenen Offenlegungspflichten mit bestehenden unionsrechtlichen Nachhaltigkeitsregelungen kohärent ausgestaltet werden sollen. Emittenten gemäß der Prospekt-VO sollen daher für die von den historischen Finanzinformationen abgedeckten Zeiträume den Lagebericht und den konsolidierten Lagebericht, der die Nachhaltigkeitsberichterstattung gemäß der RL 2013/34/EU („Bilanzrichtlinie") enthält, mittels Verweises in den Prospekt aufnehmen dürfen. Darüber hinaus wird die Europäische Kommission ermächtigt, Schemata zu erstellen, in denen jene ESG-bezogenen Informationen festgelegt werden, die in Prospekten für Nichtdividendenwerte enthalten sein müssen, die damit beworben werden, dass sie ESG-Faktoren berücksichtigen oder ESG-Ziele verfolgen. Auch ist eine Kohärenz zwischen den in einem Prospekt offenzulegenden Informationen mit den Offenlegungen zu Nachhaltigkeitsaspekten gemäß der Bilanzrichtlinie oder gegebenenfalls denjenigen gemäß der VO (EU) 2023/2631 („EuGB-VO") sicherzustellen, ohne den freiwilligen Charakter der Kennzeichnung zu beeinträchtigen.[17]

3.2. Fokus auf Wesentlichkeit

Emittenten müssen gemäß Art 16 Abs 1 Prospekt-VO auf Risikofaktoren eingehen, soweit *„es sich um Risiken handelt, die für den Emittenten und/oder die Wertpapiere spezifisch und im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind"*. Die Risikofaktoren sind entsprechend ihrer Be- **6/23**

17 Vgl *Schneider/Dinhof-Renezeder/Prakljacic*, ESMA Statement zu ESG Angaben in Prospekten vom 7.8.2023.

2. Normadressaten der Informationspflichten

2.1. Finanzintermediär

Zentrale Normadressaten der mit der Prospekt-VO neu eingeführten und im Listing Act fortentwickelten Informationspflichten sind **Finanzintermediäre**, über die Anleger ihre Wertpapiere erworben haben. Anders als zu sonstigen prospektrechtlich relevanten Akteuren, wie Emittent, Anbieter oder Anleger, enthält die Prospekt-VO jedoch **keine Begriffsdefinition** des Finanzintermediärs[20]. **7/13**

Da Prospektnachträge unverzüglich nach Eintritt bzw Feststellen des Nachtragsumstandes zu erstellen und zu veröffentlichen sind und die auf den Nachtrag bezogenen Informationspflichten vom Finanzintermediär innerhalb kurzer Zeit gegenüber dem Anleger zu erfüllen sind, und, da Verletzungen der Informationspflichten mit einem bedeutenden Haftungsrisiko verbunden sind, kommt der Frage, wer im Sinne von Art 23 Abs 3 Prospekt-VO als informationspflichtiger Finanzintermediär gilt, besondere Bedeutung zu. Bei der Grenzziehung des Adressatenkreises muss vor allem auch mitberücksichtigt werden, inwieweit die jeweilige, mit dem Erwerb bzw dem Verkauf oder der Platzierung eines Wertpapiers verbundene Tätigkeit überhaupt die faktische und/oder rechtliche **Möglichkeit** bietet, vom Emittenten **über eine Nachtragserstellung in Kenntnis** gesetzt zu werden.[21]

2.1.1. Vertrieb im Rahmen öffentlicher Angebote

Nach **ESMA** sind unter Finanzintermediären gemäß der Prospekt-VO Personen zu verstehen, die gemäß Unionsrecht oder nationalem Recht befugt sind, **Wertpapiere, die von anderen emittiert werden, zu vertreiben**.[22] Danach sind Rechtsträger erfasst, die allgemein berechtigt sind, Tätigkeiten zum Zwecke des Wertpapiervertriebs auszuüben; vgl etwa Wertpapierdienstleistungen zur Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten und/oder Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung und zur Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung nach MiFID II[23]. Die Befugnis zum Vertrieb der Wertpapiere eines anderen Emittenten muss im konkreten Fall auch **tatsächlich ausgeübt** werden (siehe Abgrenzung zu bloßer Auftragsdurchführung Rz 7/16 f). **7/14**

20 *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 23 EU-ProspektVO Rz 85; zutreffend kritisch zur fehlenden Begriffsbestimmung im Prospektrecht bereits *Gruber*, ZFR 2007, 22, 31; *Gruber*, wbl 2013, 13, 14.

21 IdS kritisch zur unterlassenen Regelung der Informationsbeschaffung *Schrader*, WM 2021, 471, 476; zur vergleichb Problemstellung, wenn andere als der Emittent (etwa Anbieter oder Zulassungsantragsteller) von der Nachtragspflicht des Art 23 Prospekt-VO erfasst sein sollen *Groß*, Kapitalmarktrecht[9] Art 23 Rz 1 mwN.

22 *ESMA*, Q&A on the Prospectus Regulation, ESMA31-62-1258 vom 12.7.2019, Q&A 8.3.

23 Anhang I Abs A (6) und (7) RL 2014/65/EU.

Kapitel 8: Neuregelungen zur Drittstaatenäquivalenz

Sebastian Sieder

1. Besondere Vorschriften der Prospekt-VO für in Drittländern niedergelassene Emittenten

Kapitel VI der VO (EU) 2017/1129 („Prospekt-VO") enthält „besondere Vorschriften für in Drittländern niedergelassene Emittenten" (Art 28 bis 30 Prospekt-VO). Um die Änderungen durch den EU Listing Act bezüglich der Drittstaatenäquivalenz von Drittlandsprospekten in Art 29 Prospekt-VO einordnen zu können, wird die Systematik dieser Bestimmungen und deren Gehalt dargelegt. **8/1**

Art 28 Prospekt-VO regelt das **öffentliche Angebot** von Wertpapieren in der Union oder (die) **Zulassung** von Wertpapieren zum Handel an einem **geregelten Markt** in der Union mittels eines nach Maßgabe der Prospekt-VO erstellten Prospekts durch einen **Drittlandsemittenten**. Diesen „Drittlandsemittenten" definiert die Prospekt-VO als einen in einem Drittland ansässigen Emittenten (Art 2 lit x Prospekt-VO). „Drittland" wird in der Prospekt-VO nicht legaldefiniert, ist aber als Nicht-EU-Mitgliedstaat und Nicht-EWR-Mitgliedstaat (der EWR schließt Island, Liechtenstein und Norwegen ein) zu verstehen. Art 28 UAbs 1 Prospekt-VO schreibt vor, dass Drittlandsemittenten den Antrag zur Billigung des Prospekts gemäß Art 20 Prospekt-VO (Prüfung und Billigung des Prospekts) bei der zuständigen Behörde ihres **Herkunftsmitgliedstaats** stellen müssen. Gemäß Prospekt-VO gebilligte Prospekte können durch sog Passporting unionsweite Geltung haben, wenn ESMA und die zuständige Behörde jedes Aufnahmemitgliedstaats gemäß Art 25 Prospekt-VO über den vom Herkunftsmitgliedstaat gebilligten Prospekt einschließlich etwaiger Nachträge unterrichtet werden (Art 24 Abs 1 Prospekt-VO). **8/2**

Dieser **Herkunftsmitgliedstaat** wird in Art 2 lit m Z i bis iii Prospekt-VO definiert. Hintergrund dieser komplexen Regelung sind langwierige Verhandlungen im Gesetzgebungsprozess iZm dem EU-Passporting, wo ein Ausgleich zwischen dem Grundsatz der Kontrolle durch den Sitzstaat des Emittenten und der besonderen Sachkenntnis bestimmter Behörden bei der Billigung bestimmter Arten von Wertpapieren angestrebt wurde.[1] Art 2 lit m Z i Prospekt-VO bestimmt für alle in der Union ansässigen und nicht unter Ziffer ii genannten Emittenten von Wertpapieren denjenigen Mitgliedstaat als Herkunftsmitgliedstaat, in dem der Emittent seinen Sitz hat (sog **Herkunftsstaatsprinzip**). Demnach soll prinzipiell **8/3**

1 *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] (2022) Art 2 Rz 105 mit Verweis auf Gemeinsamer Standpunkt (EG) 25/2003 vom Rat festgelegt am 24.3.2003, ABl C 2003/125, 21; *Bauerschmidt* in *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, Prospektrecht Kommentar[4] (2022) Art 2 Prospekt-VO Rz 104 mwN.

dem in Art 17 Abs 1 UAbs 1 MAR neu ergänzten Satz 2 gilt dieses Erfordernis nicht mehr für Insiderinformationen im Zusammenhang mit Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang im Sinne von Art 7 Abs 2 und 3 MAR, wenn diese Schritte damit verbunden sind, dass ein bestimmter Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt oder hervorgebracht wird. Nach dem neuen Satz 3 muss bei einem zeitlich gestreckten Vorgang nur der finale Umstand oder das finale Ereignis unverzüglich nach seinem Eintreten offengelegt werden. Zwischenschritte müssen damit künftig nicht mehr offengelegt werden, bleiben jedoch Insiderinformationen und unterstehen nach wie vor dem Insiderhandelsrecht und dem damit einhergehenden Handelsverbot.

1.2.3. Ausnahme: Offenlegung von Zwischenschritten bei Wegfall der Vertraulichkeit (Art 17 Abs 7 MAR)

9/12 Durch den grundsätzlichen Wegfall der Offenlegungspflicht für Zwischenschritte wurde Art 17 Abs 7 UAbs 1 MAR geändert. Schon nach der alten Regelung musste eine unverzügliche Offenlegung erfolgen, wenn im Falle eines Aufschubs nach Art 17 Abs 4 oder 5 MAR die Vertraulichkeit der betroffenen Insiderinformation nicht mehr gewährleistet war. Neuerdings gilt dieses Erfordernis auch in denjenigen Fällen, in denen Insiderinformationen im Zusammenhang mit Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang gemäß Art 17 Abs 1 MAR nicht offengelegt wurden und die Vertraulichkeit dieser Zwischenschritte nicht mehr gewährleistet ist. Nicht entscheidend ist, ob dieser Vertraulichkeitsbruch durch eine Verletzung der neuen Geheimhaltungspflicht nach Art 17 Abs 1a MAR entsteht. Die zunächst nicht offenlegungspflichtigen Zwischenschritte müssen nach Wegfall der Vertraulichkeit in gleicher Weise veröffentlicht werden, wie dies auch bei Wegfall der Aufschubvoraussetzungen für (zunächst) nicht offengelegte Endereignisse der Fall ist. Die Emittenten müssen also wie bislang im Falle eines Aufschubs nach Vorliegen einer (Zwischenschritt-)Insiderinformation laufend beobachten, ob ein Bruch der Vertraulichkeit (zB durch eine *leakage*) vorliegt (siehe hierzu noch im nachstehenden Abschnitt). Das angestrebte Ziel einer Kostensenkung für die Emittenten wird damit zumindest teilweise konterkariert.[26]

1.2.4. Gewährleistung der Vertraulichkeit (Art 17 Abs 1a MAR)

9/13 Nach der Neuregelung in Art 17 Abs 1a MAR gewährleisten die Emittenten die Geheimhaltung von Informationen, die die Kriterien für Insiderinformationen gemäß Art 7 MAR erfüllen bis zum Zeitpunkt der Offenlegung dieser Informationen nach Art 17 Abs 1 MAR. Dies begründet nach hM eine Geheimhaltungs-

26 Kritisch auch *Veil*, ZFR 2023, 162, 166, der bereits auf die allgemeine Geheimhaltungspflicht nach Art 10 MAR verweist.

10/40 In Österreich erfolgt die Umsetzung durch § 155 Abs 1 Z 4 BörseG, und § 157 Abs 2 BörseG sieht Geldbußen von bis zu dem Dreifachen des aus dem Verstoß erzielten Vorteils, einschließlich eines vermiedenen Verlustes, oder bis zu EUR 500.000 vor. Bei juristischen Personen kann die Geldbuße bis zu EUR 1 Million betragen. Darüber hinaus kann die FMA gemäß § 157 Abs 2 BörseG verwaltungsrechtliche Strafen verhängen. Zusätzlich sind jene Verstöße gem § 161 BörseG iVm Art 34 Abs 1 MAR auf der Website der FMA zu veröffentlichen; sie müssen für mindestens fünf Jahre zugänglich bleiben (Naming and Shaming).[71]

10/41 In Deutschland finden sich die entsprechenden Bestimmungen in § 120 Abs 15 Z 17 und 18 WpHG; Verstöße gegen das Handelsverbot während eines geschlossenen Zeitraums fallen unter § 120 Abs 15 Z 22 WpHG. In beiden Fällen kann gemäß § 120 Abs 18 WpHG eine Geldbuße von bis zu EUR 500.000 verhängt werden; gegenüber juristischen Personen beträgt der Rahmen bis zu EUR 1 Million.[72] Selbst beim Verstoß gegen die Aufbewahrungspflicht gem Art 19 Abs 5 UAbs 2 MAR (Bestätigung der Belehrung Meldepflichtiger) ist eine Geldbuße im selben Rahmen zu verhängen, sofern diese Dokumente weniger als fünf Jahre aufbewahrt werden. Auch die fehlende Übermittlung der Meldung an das Unternehmensregister kann mit einem Bußgeld von bis zu EUR 200.000 iSd § 120 Abs 24 iVm Abs 1 Z 2 WpHG geahndet werden.[73]

2. Änderungen durch den EU Listing Act aus Praxissicht

2.1. Meldeschwellen

10/42 Die durch den EU Listing Act vorgenommene Änderung des Art 19 Abs 8 MAR hat die unionsweit geltende Meldeschwelle für Eigengeschäfte von Führungskräften und ihnen nahestehenden Personen von bislang EUR 5.000 auf EUR 20.000 deutlich angehoben. Zugleich erweitert Art 19 Abs 9 MAR die nationalen Gestaltungsspielräume: Die Mitgliedstaaten können den unionsrechtlichen Schwellenwert nunmehr auf bis zu EUR 50.000 erhöhen oder auf EUR 10.000 absenken. Während bereits die alte Fassung der MAR eine nationale Erhöhung erlaubte, jedoch nur auf EUR 20.000, wurde eine Absenkung bislang nicht vorgesehen. Vor dem Hintergrund der nun allgemein höheren unionsrechtlichen Grundschwelle erscheint die Einführung einer Absenkungsoption sachgerecht, um unterschiedlichen Marktstrukturen auf nationaler Ebene Rechnung tragen zu können.

71 *Hartlieb* in *Gruber*, BörseG 2018/MAR II Art 19 MAR Rz 129 (Stand 1.7.2020, rdb.at).
72 *Pfüller/Nerz* in *Fuchs/Zimmermann*, Wertpapierhandelsrecht[3], Art 19 Rz 374.
73 *Bafin*, Emittentenleitfaden Modul C – Directors' Dealings, Abschnitt II.4.5 (Stand 25.3.2020); *Pfüller/Nerz* in *Fuchs/Zimmermann*, Wertpapierhandelsrecht[3], Art 19 Rz 376.

- **Einhaltung der Ziele des Rückkaufprogramms:** Nach Art 5 Abs 1 lit d MAR ist die Bereichsausnahme zudem nur dann zulässig, wenn die vorab festgelegten und kommunizierten Ziele des Aktienrückkaufprogramms eingehalten werden. Ein anderer Zweck darf nicht verfolgt werden.[56]

Zur Berechnung der Rückkaufvolumina hat die ESMA klargestellt, dass in den durchschnittlichen täglichen Umsatz nur solche Transaktionen einzubeziehen sind, die nicht von der vorbörslichen Transparenzpflicht befreit sind (sogenannter *Pre Trade Transparency Waiver*), etwa *Large-in-Scale*-Blockverkäufe. Unter einen solchen Waiver fallende Geschäfte sind daher bei der Ermittlung des zulässigen Volumens auszuklammern, da ihre Einbeziehung die Wirksamkeit der 25-%-Grenze abschwächen und damit das Ziel der Marktintegrität beeinträchtigen würde. Diese Auslegung entspricht auch dem Zweck der Preisgrenze nach Art 3 Abs 2 delVO (EU) 2016/1052, der nur unabhängige Geschäfte erfasst und vorab ausgehandelte Transaktionen ausschließen soll.[57]

2.4.2. Handelsbeschränkungen

11/32 Neben den Handelsbedingungen regelt Art 4 delVO (EU) 2016/1052 auch Handelsbeschränkungen im Zusammenhang mit Aktienrückkaufprogrammen. Insbesondere ist während der Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms der (Wieder-)Verkauf eigener Aktien untersagt. Zudem dürfen nach Art 4 Abs 1 lit b delVO (EU) 2016/1052 eigene Aktien weder während eines „geschlossenen Zeitraums" *(closed period)* gem Art 19 Abs 11 MAR[58] – also 30 Kalendertage vor Veröffentlichung eines Zwischen- oder Jahresabschlussberichts – noch während eines Zeitraums erworben werden, in dem der Emittent aufgrund eines Selbstbefreiungsbeschlusses nach Art 17 Abs 4 oder 5 MAR von der Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung befreit ist.[59] Der Handel mit anderen Finanzinstrumenten ist in diesem Zeitraum hingegen nicht untersagt.[60]

11/33 Der Begriff des Handels meint hier wiederum nur den Kauf von Aktien des Emittenten und nicht den Verkauf. Anleihen anderer Gesellschaften sind zudem nicht von diesen Beschränkungen umfasst. In diesen Zeiträumen kann die Safe-Harbour-Regel auch dann nicht genutzt werden, wenn ein an sich unabhängiges Kreditinstitut die Transaktionen abwickelt. Dies gilt deshalb, weil mit der Beauftragung des Kreditinstituts durch den Emittenten jedenfalls bereits der Beginn

56 *Kalss* in *Kalss/Oppitz/Torggler/Winner*, BörseG/MAR, Art 5 MAR Rz 31 (Stand 1.8.2019, rdb.at).
57 ESMA, MAR Q&A on the application of the trading volume limit in the context of buy-back programmes, ESMA_QA_901.
58 Für Näheres siehe Rz 10/27 ff zu Directors' Dealings.
59 *Singhof* in *Habersack/Mülbert/Schlitt,* Handbuch der Kapitalmarktinformation[4], § 20 Rz 19.
60 *Stüber* in *Seibt/Buck-Heeb/Harnos*, BeckOK WpHR, Art 5 MAR Rz 78 (Stand 1.4.2026, beck.online).

Die Vergütung der Analyse wurde nicht losgelöst von anderen Dienstleistungen betrachtet, sondern als Teil des Gesamtverhältnisses zwischen Wertpapierfirma und Kunde verstanden. Die regulatorische Kontrolle setzte daher weniger bei der Zahlungsstruktur als vielmehr bei der inhaltlichen Unabhängigkeit und Transparenz an.

8.2. Rechtslage nach der MiFID II

13/42 Die Neuregelung der Finanzanalyse unter MiFID II und der delVO (EU) 2017/565 beruhte auf der grundlegenden Erkenntnis des europäischen Gesetzgebers, dass Finanzanalysen innerhalb integrierter Geschäftsmodelle von Wertpapierfirmen besonders anfällig für Interessenkonflikte sind. Regulierungsrelevant sind dabei nicht abstrakte Vorteilsnahmen der Wertpapierfirma, sondern Konstellationen, in denen den Interessen der Firma oder verbundener Personen ein potenzieller Nachteil für den Kunden gegenübersteht oder divergierende Kundeninteressen betroffen sind. Die Konfliktproblematik knüpft ausschließlich an die Erbringung von Wertpapier- oder Wertpapiernebendienstleistungen an und ist unabhängig von der Kundeneigenschaft.[40]

13/43 Der europäische Gesetzgeber identifizierte ein besonders hohes Interessenkonfliktpotenzial bei der gleichzeitigen Ausübung von Finanzanalyse, Anlageberatung, Eigenhandel, Portfolioverwaltung und Unternehmensfinanzierung, insbesondere wenn diese Tätigkeiten innerhalb derselben Wertpapierfirma oder Unternehmensgruppe gebündelt wurden. In solchen Konstellationen bestand die Gefahr, dass Finanzanalysen nicht primär der objektiven Information des Anlegers dienen, sondern mittelbar der Förderung eigener Handelspositionen, Emissionen oder strategischer Geschäftsinteressen. Finanzanalysen wurden daher als besonders sensibler Bereich innerhalb des Konfliktmanagements hervorgehoben.[41]

13/44 Zentrales Leitprinzip der delVO war der Vorrang wirksamer organisatorischer und administrativer Maßnahmen gegenüber einer bloßen Offenlegung von Interessenkonflikten. Die Offenlegung war ausdrücklich nur als letztes Mittel zulässig, wenn interne Vorkehrungen nicht ausreichen, um Kundeninteressen mit hinreichender Sicherheit zu schützen. Eine übermäßige oder pauschale Offenlegung ohne tatsächliche Konfliktvermeidung wurde abgelehnt. Zugleich blieb die Pflicht zur dauerhaften Aufrechterhaltung effektiver interner Schutzmechanismen auch im Fall einer Offenlegung bestehen.[42]

13/45 Vor diesem Hintergrund wurden Finanzanalysen als Unterkategorie empfohlener Informationen mit erhöhten Anforderungen an Objektivität und Unabhän-

40 ErwG 45–46 delVO (EU) 2017/565.
41 ErwG 47 delVO (EU) 2017/565, vgl *Toman*, Interessenkonflikte, 119 f.
42 ErwG 48 delVO (EU) 2017/565.