

LEGAL UPDATE KAPITALMARKTRECHT

München, 18. Mai 2026

Weniger Aufschubentscheidungen, mehr Offenlegungsdiziplin

Neuregelungen zur Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR ab dem 5. Juni 2026

Dr. Lutz Pospiech, Tobias Reichenberger

Bereits im Jahr 2024 wurde der EU Listing Act, bestehend aus den Richtlinien (EU) 2024/2810 und (EU) 2024/2811 und der Verordnung (EU) 2024/2809, verabschiedet. Durch den EU Listing Act sollen die Attraktivität der europäischen Kapitalmärkte gestärkt und der Regulierungsaufwand für europäische Emittenten verringert werden – vor allem sollen kapitalmarktrechtliche Folgepflichten entschärft werden. Zahlreiche Änderungen sind bereits in Kraft getreten. Ab dem 5. Juni 2026 gelten nun auch bedeutende Änderungen zur Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR. Insbesondere wird die Veröffentlichungspflicht von zeitlich gestreckten Vorgängen als ein zentraler Bereich des europäischen Insiderrechts neu geregelt. Konkretisiert wird die Neuregelung durch eine Delegierte Verordnung, die die EU-Kommission am 8. April 2026 erlassen hat, die jedoch noch nicht im Amtsblatt der EU veröffentlicht und damit noch nicht in Kraft getreten ist; zudem wird die ESMA in Kürze ihre überarbeiteten Leitlinien veröffentlichen, um die künftige Aufsichtspraxis an das neue Regelungssystem anzupassen.

Bisheriger Rechtsrahmen

Nach bisherigem Recht konnten bereits Zwischenschritte eines gestreckten Vorgangs wie

M&A-Transaktionen, Kapitalmaßnahmen oder personelle Veränderungen im Vorstand eigenständig ad-hoc-pflichtig sein, sofern sie die Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllten. Für die Praxis bedeutete dies, dass Emittenten bereits in frühen Projektphasen prüfen mussten, ob eine Veröffentlichung erforderlich war oder ob ein Aufschub der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR beschlossen und dokumentiert werden musste.

Die neue Grundsystematik: Das Endergebnis als maßgeblicher Anknüpfungspunkt

Kern der Reform ist die strukturelle Entkopplung von Insiderinformation und Ad-hoc-Publizitätspflicht. Auch künftig können Zwischenschritte Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 MAR darstellen. Sie bleiben damit insbesondere relevant für Insiderhandelsverbote, Geheimhaltungspflichten und Insiderlisten.

Neu ist jedoch, dass Zwischenschritte – wie z.B. Term Sheets, Verhandlungsfortschritte oder Absichtserklärungen im Rahmen von M&A-Transaktionen – eines zeitlich gestreckten Vorgangs grundsätzlich nicht mehr isoliert ad-hoc veröffentlicht werden müssen. Dies gilt selbst dann,

wenn diese Schritte bereits die Qualität einer Insiderinformation haben. Veröffentlichungspflichtig ist künftig grundsätzlich erst das Endergebnis des jeweiligen Vorgangs. Damit entfällt für viele Zwischenphasen die Notwendigkeit einer aktiven Aufschieb-Entscheidung (Selbstbefreiung).

Ab dem 5. Juni 2026 sind Emittenten damit nicht mehr verpflichtet, Insiderinformationen im Zusammenhang mit gestreckten Vorgängen vor deren Abschluss unverzüglich zu veröffentlichen.

Das Endereignis – Konkretisierung durch die Delegierte Verordnung vom 8. April 2026

Eine der wichtigsten Aufgaben in der Praxis wird daher sein, das maßgebliche Endereignis korrekt zu bestimmen. Die Delegierte Verordnung benennt hierzu sieben Kategorien mit 35 nicht abschließend aufgezählten finalen Ereignissen und Umständen.

Die sieben Kategorien umfassen:

- **Kategorie A – Geschäftsstrategie:** u.a. die verbindliche Unterzeichnung von Verträgen (einschließlich Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte oder Tochtergesellschaften), die Billigung des Verschmelzungsplans sowie die Entscheidung über wesentliche Umstrukturierungen.
- **Kategorie B – Kapitalstruktur, Dividenden und Zinszahlungen:** u.a. die Entscheidung zur Kapitalerhöhung, zur Ausgabe neuer Instrumente, zum Aktienrückkauf, zur Umwandlung von Instrumenten, zur Dividendenvorlage an die Hauptversammlung sowie zur Verschiebung oder Absage von Zins- oder Rückzahlungen.
- **Kategorie C – Finanzinformationen:** die Billigung von Finanzergebnissen

(einschließlich Zwischenberichten) sowie von Prognosen durch das Leitungsorgan.

- **Kategorie D – Corporate Governance:** Entscheidungen über die Bestellung oder Abberufung von Mitgliedern des Leitungsorgans oder Managern in Schlüsselfunktionen sowie über wesentliche Satzungsänderungen.
- **Kategorie E – Behördliche Verfahren:** u.a. Antragstellung und formale Entscheidung über Lizenzen und Genehmigungen, Zulassungen zur Vermarktung von Produkten und Arzneimitteln sowie der Abschluss klinischer Studien.
- **Kategorie F – Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen:** die formale Entscheidung der zuständigen Behörde im Rahmen des aufsichtsrechtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozesses (SREP).
- **Kategorie G – Gerichts- und Verwaltungsverfahren, Sanktionen, Delisting:** u.a. die gerichtliche oder behördliche Entscheidung in Verfahren (auch Eilverfahren) sowie die Entscheidung über das Delisting – bei freiwilligem Delisting die abschließende Entscheidung des Leitungsorgans, bei behördlichem Delisting die formale Zustimmung der Entscheidung.

Die Besonderheiten deutscher Aktiengesellschaften werden dadurch reflektiert, dass der Aufsichtsrat als das relevante Leitungsorgan gilt, sofern die jeweilige Entscheidung der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf.

Der Delegierten Verordnung ist zugleich zu entnehmen, wann die Ad-hoc-Mitteilung nach Erreichen des Endereignisses zu veröffentlichen ist: In allen 35 Fallgruppen des Anhangs I schreibt sie vor, dass die Veröffentlichung „unverzüglich“ nach der abschließenden Entscheidung des Leitungsorgans – also nach dem

maßgeblichen Vorstands- oder, soweit erforderlich, Aufsichtsratsbeschluss – zu erfolgen hat. Dies entspricht im Grundsatz der bereits nach bisheriger Rechtslage geltenden Systematik: Eine Ad-hoc-Mitteilung muss nicht veröffentlicht werden, bevor der relevante Unternehmensbeschluss gefasst ist; der Emittent hat also keinen fertigen Beschlusstext vorab zu veröffentlichen. Sobald die abschließende Entscheidung des Leitungsorgans jedoch getroffen ist, entsteht die Veröffentlichungspflicht unverzüglich. Ein Aufschub über den Beschlusszeitpunkt hinaus ist nur in den engen Grenzen des Art. 17 Abs. 4 MAR n.F. möglich.

Verbleibender Anwendungsbereich für Aufschubentscheidungen und neuer Widerspruchstest

Aktive Aufschubentscheidungen werden zukünftig nur noch in wenigen Fällen nötig und möglich sein. Denkbar sind aktive Aufschübe noch bei sogenannten One-Off-Events, also (i) bei Ereignissen, die keine gestreckten Sachverhalte darstellen, sowie (ii) bei Erreichen des nach der Delegierten Verordnung maßgeblichen Endereignisses.

Wenn ein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR n.F. gleichwohl in Betracht kommt, gilt künftig ein wesentlich veränderter Prüfungsrahmen. Der bisher maßgebliche Maßstab, dass die aufgeschobene Information die Öffentlichkeit nicht in die Irre führen darf, ist durch den EU Listing Act entfallen. An seine Stelle tritt die Anforderung, dass die aufgeschobene Insiderinformation nicht im Widerspruch zur letzten öffentlichen Kommunikation des Emittenten zur selben Angelegenheit stehen darf.

Der Begriff der „öffentlichen Kommunikation“ ist weit gefasst. Die Delegierte Verordnung zählt hierzu ausdrücklich sämtliche Pressemitteilungen und Kommunikation des Emittenten (auch über soziale Medien und die eigene Website),

öffentliche Interviews von Personen, die den Emittenten offiziell vertreten, öffentlich zugängliche Pre-Close-Calls, Roadshows und andere öffentliche Veranstaltungen, Werbe- und Marketingkampagnen, öffentlich zugängliche regulatorische Einreichungen sowie Mitteilungen im Rahmen von Hauptversammlungen.

Für die Praxis besonders bedeutsam: Die Delegierte Verordnung enthält in Anhang II eine nicht abschließende Aufstellung von Situationen, in denen eine Insiderinformation typischerweise im Widerspruch zur letzten öffentlichen Kommunikation steht und ein Aufschub daher regelmäßig ausscheidet. Dazu zählen ausdrücklich:

- Insiderinformationen zu einer wesentlichen Änderung von Prognosen, Finanzergebnissen oder Unternehmenszielen im Vergleich zu zuvor öffentlich bekannt gemachten oder kommunizierten Angaben (z.B. Gewinnwarnungen oder überraschende Ergebnisse).
- Insiderinformationen zu einer wesentlichen Änderung der Umwelt- oder Sozialauswirkungen eines Projekts oder Produkts im Vergleich zu zuvor kommunizierten Zielen (z.B. nicht erreichte Umweltziele).
- Insiderinformationen zur finanziellen Tragfähigkeit des Emittenten, wenn zuvor wesentlich andere Angaben zu seinen Finanzierungsbedingungen öffentlich kommuniziert wurden (z.B. die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung).
- Insiderinformationen zu einer wesentlichen Änderung der Unternehmensstrategie, die zuvor öffentlich bekannt gegeben wurde (z.B. die Entscheidung, in einen neuen geografischen Markt einzutreten).
- Insiderinformationen zu einer wesentlichen Änderung von Kernelementen

eines zuvor öffentlich bekannt gemachten Vertrags oder Geschäfts (z.B. die Beendigung einer kommerziellen Partnerschaft oder bei einer Übernahme die Wahl einer anderen Zielgesellschaft).

Im Entwurf der überarbeiteten MAR-Leitlinien werden behördliche Anordnungen oder eine noch unvollständige Informationslage, die einer korrekten Marktbewertung entgegenstehen würde, als mögliche Fallgruppen für einen weiterhin zulässigen Aufschub genannt. Darüber hinaus benennt die ESMA als neu hinzukommende berechnigte Interessen für einen Aufschub Situationen, in denen eine Behörde die Nichtoffenlegung angeordnet hat, in denen der Emittent mehr Zeit zur Informationssammlung benötigt oder in denen der Emittent in mehrere Vergabeverfahren für gleichartige Verträge eingebunden ist.

Insgesamt wird mit einem deutlichen Rückgang an Aufschubentscheidungen gerechnet.

Unverändert fortgeltende Pflichten: Insiderinformation bleibt Insiderinformation

Die neue Systematik darf nicht dahingehend missverstanden werden, dass Zwischenschritte in gestreckten Vorgängen nunmehr „frei“ sind. Die neue Systematik privilegiert Zwischenschritte nur, solange die Vertraulichkeit gewahrt bleibt. Leaks oder hinreichend präzise Marktgerüchte können weiterhin eine sofortige Veröffentlichungspflicht auslösen. Emittenten sollten daher weiterhin eine Notfallmeldung für den Fall unerwünschter Informationsabflüsse vorbereiten und bei Bedarf schnell verwenden können. Darüber hinaus müssen nach wie vor alle Personen mit Kenntnis von der Insiderinformation in Insiderlisten erfasst und über die Implikationen wie das Insiderhandelsverbot belehrt werden.

Auch nach der neuen Rechtslage bleibt es daher wichtig, neue Sachverhalte in der Gesellschaft auf ihre Insiderrelevanz zu prüfen und zu bewerten. Emittenten sollten sich zu jedem Zeitpunkt bewusst sein, ob derzeit Insiderinformationen vorliegen.

Fazit und praktische Handlungsempfehlungen

Für Emittenten liegt die wesentliche Entlastung durch das ab dem 5. Juni 2026 geltende Insiderrecht vor allem darin, in vielen Fällen keine Aufschubentscheidungen treffen, dokumentieren und bei der BaFin einreichen zu müssen. Alle anderen Pflichten bleiben jedoch bestehen. Ob mit der Neuregelung tatsächlich die erhoffte Entlastungswirkung einhergeht, bleibt daher abzuwarten. Trotz der Detailregelungen in der Delegierten Verordnung und ihren Anhängen verbleiben zahlreiche offene Fragen, z.B. zum Umgang mit einzelnen überraschenden Geschäftszahlen im Rahmen der Finanzberichterstattung.

Für die Praxis empfehlen sich insbesondere folgende Maßnahmen:

- Offenlegungsrichtlinie aktualisieren: Die interne Ad-hoc-Richtlinie ist an das neue System (Endereignis-Logik, geänderter Aufschubmaßstab, Widerspruchsprüfung) anzupassen.
- Kommunikation systematisch erfassen: Da sämtliche öffentlichen Aussagen – einschließlich Analystencalls, Roadshow-Präsentationen, Website-Inhalte und Interviews – als „letzte öffentliche Kommunikation zur selben Angelegenheit“ relevant sein können, sollten Emittenten ein Kommunikationsregister führen und kapitalmarktrelevante Aussagen einem Freigabeprozess unterwerfen.
- Prognosen und Ausblicke mit Bedacht formulieren: Insbesondere bei Guidance

und mittelfristigen Zielen besteht das Risiko, dass eine spätere Abweichung als Widerspruch gewertet wird und einen Aufschub ausschließt. Formulierungen, die klare Bandbreiten und Risikovorbehalte enthalten, können dieses Risiko mindern.

- Vertraulichkeitsmanagement stärken: Da Zwischenschritte länger vertraulich gehalten werden können und müssen, steigen die Anforderungen an ein konsequentes Geheimhaltungs- und Insiderlistenregime.
- Reaktionslinie für Gerüchte und Leaks vorbereiten: Eine für den Einzelfall vorbereitete Reaktionslinie (einschließlich abgestimmter Kernbotschaften und

eines klaren Entscheidungswegs) ist unverzichtbar, da ein Informationsabfluss sofortigen Handlungsbedarf auslösen kann.

Auch insoweit muss sich noch eine neue Verwaltungspraxis der BaFin herausbilden. Emittenten und ihre Berater sollten die weiteren Verlautbarungen der BaFin und der ESMA – insbesondere die noch ausstehenden endgültigen überarbeiteten MAR-Leitlinien der ESMA – aufmerksam verfolgen.

Für weitere Informationen stehen wir Ihnen jederzeit zur Verfügung – wir unterstützen und beraten Sie gern!

Hinweis

Dieser Überblick dient ausschließlich der allgemeinen Information und kann konkreten Rechtsrat im einzelnen Fall nicht ersetzen. Sprechen Sie bei Fragen bitte Ihren gewohnten Ansprechpartner bei GÖRG an, gerne auch die Autoren Dr. Lutz Pospiech unter +49 89 3090667 45 oder lpospiech@goerg.de sowie Tobias Reichenberger unter +49 3090667 35 oder treichenberger@goerg.de. Informationen zu den Autoren finden Sie auch auf unserer Homepage www.goerg.de.

Wir verwenden das generische Maskulinum und sehen von einer Nennung aller Geschlechtsidentitäten ab, damit dieser Text besser lesbar ist, und meinen damit ausdrücklich jeden in jeder Geschlechtsidentität.

Unsere Standorte

GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB

BERLIN

Kantstr. 164, 10623 Berlin
Tel. +49 30 884503-0
Fax +49 30 882715-0

HAMBURG

Alter Wall 20 - 22, 20457 Hamburg
Tel. +49 40 500360-0
Fax +49 40 500360-99

FRANKFURT AM MAIN

Ulmenstr. 30, 60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 170000-17
Fax +49 69 170000-27

KÖLN

Kennedyplatz 2, 50679 Köln
Tel. +49 221 33660-0
Fax +49 221 33660-80

MÜNCHEN

Prinzregentenstr. 22, 80538 München
Tel. +49 89 3090667-0
Fax +49 89 3090667-90