



**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

# **Auswirkungen der Marktmissbrauchs- verordnung auf KMU-Wachstumsunternehmen**

## **BaFin-Emittentenleitfaden Modul C**

Vortrag beim Interessenverband  
kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer  
Unternehmen e.V. am 02.12.2021

# Agenda

- 1 Kontext der KMU-Regulierung**
- 2 Auswirkungen in der Marktmissbrauchsregulierung**
  - 2.1. Ad-hoc-Publizität**
  - 2.2 Directors' Dealings**
  - 2.3 Insiderlisten**



**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

Kontext der KMU-Regulierung:

**Schaffung einer Kapitalmarktunion**

# 1 Geschichte der EU-Kapitalmarktunion

<b>1958</b>	Römische Verträge
<b>1986</b>	Single European Act
<b>1992</b>	Vertrag von Maastricht
<b>1999</b>	Financial Service Action Plan
<b>2015</b>	Erster Aktionsplan
<b>2017</b>	Halbzeitbilanz
<b>2021</b>	Zweiter Aktionsplan

**September 2015**

The Commission adopted the first CMU action plan.

**2019** The Commission published a progress report showing that the Commission has tabled all the legislative proposals it committed to in the CMU action plan and mid-term review.

**24 September 2020**

The Commission adopted its new action plan on the CMU.

**June 2017** The Commission mid-term review updated and complemented the CMU action plan by strengthening existing actions and introducing new measures in response to evolving priorities and challenges.

**In June 2020** the High Level Forum published its final report with 17 recommendations to the Commission on the way forward to completing CMU.

**9 June 2021** The Commission published a list of indicators to monitor progress towards the CMU objectives.

# 1 Kapitalmarktunion

## Ziele des ersten Aktionsplans

Stärkerer Kapitalmarkt

Finanzierungszugang für  
Unternehmen verbessern

Abhängigkeit von Banken  
verringern

Belebung des  
Verbriefungsmarkts

Erleichterter Zugang zu Anleihe-  
und Aktienmärkten

# 1 Kapitalmarktunion

## Maßnahmen des ersten Aktionsplans: 13 Legislativvorschläge

- 12 davon umgesetzt (Auswahl):
- Einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen, um Anlagemöglichkeiten zu erweitern und Kreditvergabe an europäische Haushalte und Unternehmen zu fördern.
- Prospektverordnung zur Erleichterung des Zugangs zu den Finanzmärkten für Unternehmen, insbesondere kleine und mittlere Unternehmen.
- Mehrere Maßnahmen im Zusammenhang mit Investmentfonds, wie Erlass der Verordnung über europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und der Verordnung über europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF), um Risikokapital und soziale Investitionen in der EU zu fördern
- Europaweites privates Altersvorsorgeprodukt (PEPP).
- Gedekte Schuldverschreibungen, die eine langfristige Finanzierungsquelle für Banken zur Unterstützung der Realwirtschaft bieten.
- Crowdfunding, um den Zugang zu dieser Finanzierungsform für Start-ups zu verbessern.
- Überprüfung von Wertpapierfirmen, um gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen großen und systemrelevanten Finanzinstituten zu gewährleisten und gleichzeitig einfachere Vorschriften für kleinere Unternehmen einzuführen.
- Förderung von KMU-Wachstumsmärkten zum Bürokratieabbau für kleine und mittlere Unternehmen, die Zugang zu den Kapitalmärkten suchen.

# 1 Kapitalmarktunion

## Ziele des zweiten Aktionsplans

Unterstützung eines umweltfreundlichen, digitalen, integrativen und widerstandsfähigen Wirtschaftsaufschwungs, indem europäischen Unternehmen der Zugang zu Finanzierungen erleichtert wird.

Die EU zu einem sichereren Ort machen, an dem Einzelpersonen langfristig sparen und investieren können.

Die nationalen Kapitalmärkte in einen echten Binnenmarkt integrieren.



# 1 Zweiter Aktionsplan

Teilbereiche mit insgesamt 16 Einzelmaßnahmen



KMU

Kleinanleger

Kapitalmarktunion

# 1 Zweiter Aktionsplan

## 6 Einzelmaßnahmen betreffend KMU

### Aktion 1

- European Single Access Point, der Anlegern Zugang zu Finanz- und Nachhaltigkeitsinformationen von Unternehmen gewährt

### Aktion 2

- Vereinfachung der Börsenzulassungsregeln für öffentliche Märkte, um KMU den Zugang zu Zugang zur Finanzierung zu erleichtern.

### Aktion 3

- Mehr langfristige Finanzierungen für Unternehmen und Infrastrukturprojekte, insbesondere solche, die zum Ziel eines intelligenten, nachhaltigen und integrativen Wachstums beitragen

### Aktion 4

- Ermutigung von Versicherern und Banken zu Investitionen in Aktien und andere langfristige Vermögenswerte (Solvency II )

### Aktion 5

- Bewertung der Vorzüge einer Verpflichtung, Unternehmen bei Ablehnung ihres Kreditantrags an alternative Kreditfinanzierer zu verweisen.

### Aktion 6

- Unterstützung der Kreditvergabe an europäische Unternehmen und insbesondere KMU, durch einen verbesserten Verbriefungsmarkt



BaFin

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

Auswirkungen

**Marktmissbrauch**



BaFin

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

Auswirkungen

**Marktmissbrauch: Ad-hoc-Publizität**

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Veröffentlichungspflicht

### Art. 17 MAR

Nur wenn börsennotierte Unternehmen alle Marktbeteiligten schnell und umfassend über Insiderinformationen aufklären, können Anleger fundierte Entscheidungen treffen. Außerdem beugt die Ad-hoc-Publizitätspflicht Insiderhandel vor. Inlandsemittenten, MTF-Emittenten und OTF-Emittenten sind daher verpflichtet, unverzüglich zu diesem Zweck – also ad hoc – der Öffentlichkeit nicht öffentlich bekannte präzise Informationen bekannt zu geben, wenn diese dazu geeignet sind, den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen und den Emittenten unmittelbar betreffen.

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Veröffentlichungspflicht

### Art. 17 MAR

- Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt
- Der Emittent stellt sicher, dass die Insiderinformationen in einer Art und Weise veröffentlicht werden, die es der Öffentlichkeit ermöglicht, schnell auf sie zuzugreifen, und sie vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten
- Der Emittent darf die Veröffentlichung von Insiderinformationen nicht mit der Vermarktung seiner Tätigkeiten verbinden
- Der Emittent veröffentlicht alle Insiderinformationen, die er der Öffentlichkeit mitteilen muss, auf seiner Website und zeigt sie dort während eines Zeitraums von mindestens fünf Jahren an

## 2.1. Ad-hoc-Publizität

### Anwendungsbereich

	Antrag auf Zulassung zum Handel durch den Emittenten	Zustimmung/Genehmigung zum Handel durch den Emittenten
Geregelter Markt	✓	✓
Multilaterales Handelssystem	✓	✓
Organisiertes Handelssystem	✗ (erst ab Handelsstart)	✓

### ! Zulassung ≠ Einbeziehung

Ad-hoc-Publizitätspflicht eines Emittenten kann nur dann entstehen, wenn die Zulassung zum Handel auf einem der erfassten Märkte wissentlich und willentlich erfolgt

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Neuerungen beim Begriff der Insiderinformation, Art. 7 Abs. 1 MAR

### „Öffentlich bekannt“, verständiger Anleger

- Klarstellung, dass Informationen auch dann als öffentlich bekannt i.S.d Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR gelten, wenn sie über ein allgemein zugängliches Informationsverbreitungssystem, dessen Zugang kostenpflichtig ist, bekannt gemacht werden
- Überarbeitung Definition „verständiger Anleger“:
  - durchschnittlich börsenkundiger Anleger, der seine Entscheidung auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft; besonderes Fachwissen nicht erforderlich, aber in Grundzügen vertraut mit Usancen des Wertpapierhandels und des Unternehmensrechts
  - Würdigung des betreffenden Sachverhaltes in einer Gesamtschau unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Marktsituation des Unternehmens; dabei berücksichtigt er auch, wie aus seiner Erfahrung heraus andere Marktteilnehmer (d.h. das Anlegerpublikum) in der Vergangenheit auf vergleichbare Sachverhalte reagiert haben (kein! irrationaler Anleger)
  - verständiger Anleger bezieht in seine Anlageentscheidung nämlich nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens ein, sondern ggf. auch weitere Faktoren, die unabhängig von einer Änderung des Unternehmenswertes auf den Kurs des Finanzinstrumentes einwirken können (z.B. bei Zahlung von Dividenden, bei Abfindungsangeboten, Squeeze-Out)



# 2.1. Ad-hoc-Publizität

## Zwischenschritte als Insiderinformation

### Stellen bereits für sich genommen Insiderinformationen dar ...

... wenn sie eine eigenständige, von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses losgelöste insiderrechtliche Relevanz aufweisen

z.B. Absicht eines Vorstandes, sein Amt vorzeitig niederzulegen

### Beziehen ihr Kursbeeinflussungspotenzial aus ihrer Bezogenheit auf ein Endereignis ...

... dies umso eher, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass ein verständiger Anleger bereits diesen Zwischenschritt für sich nutzen werde

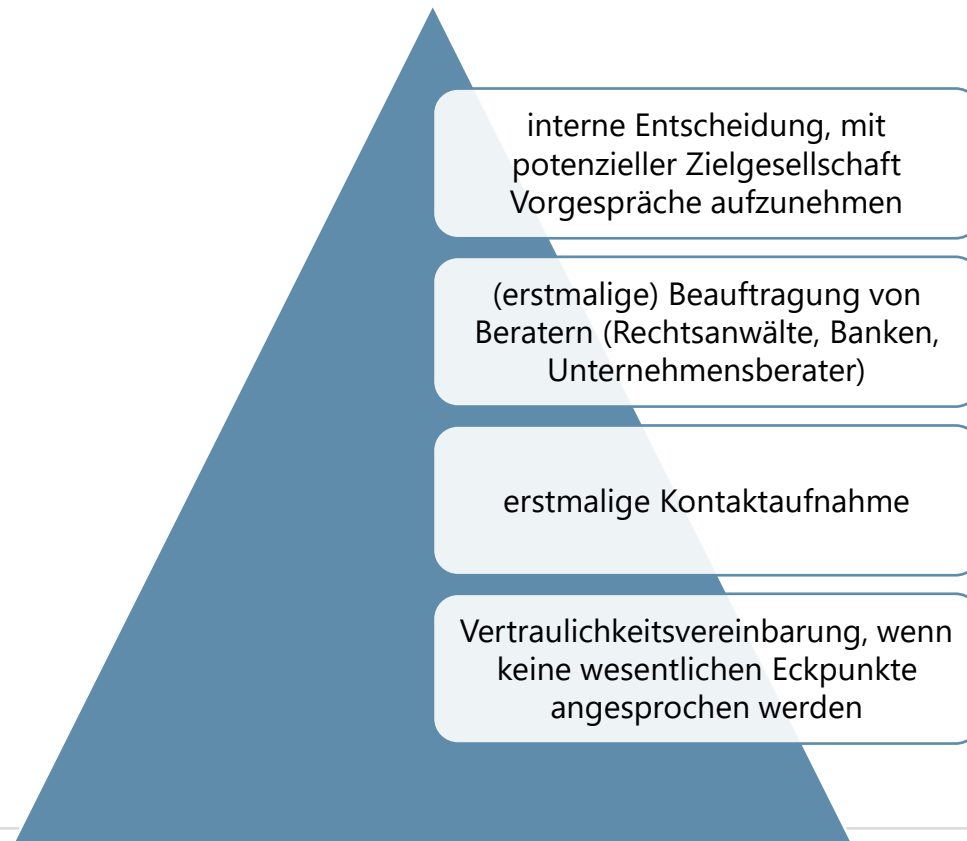
Eintrittswahrscheinlichkeit für Endereignis muss nicht bei 50 % + x liegen, um Zwischenschritt als Insiderinformation prüfen zu können (keine Sperrwirkung)

**Aber:** ist erstrebtes Endereignis noch unwahrscheinlich, ist regelmäßig noch nicht vom Vorliegen einer Zwischenschritt-Insiderinformation auszugehen

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Neuerungen beim Begriff der Insiderinformation, Art. 7 Abs. 1 MAR

### M&A Transaktionen/Vorbereitungshandlungen (= keine Insiderinformation)



# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Neuerungen beim Begriff der Insiderinformation, Art. 7 Abs. 1 MAR

- **M&A Transaktionen/Anlass zur Prüfung (muss!) von Zwischenschritt-Insiderinformation (nicht abschließend):**

Einsetzen von gegenseitigen Arbeitsgruppen zur Umsetzbarkeit einer Fusion

Abschluss eines *Letter of Intent*, sofern er beispielsweise Vereinbarungen über Eckpunkte des künftigen Vertrags, eine Preisspanne oder eine andere Vereinbarung enthält, in der sich der ernsthafte Einigungswille der Verhandlungspartner manifestiert

Übersendung von (überarbeiteten) *Term Sheets*

grundsätzliche Einigung durch wesentliche Entscheidungsträger über zentrale Punkte (auch vor Gremienbefassungen)

Ausräumen wesentlicher Hindernisse

Durchführung einer Due Diligence

Bieterverfahren:

- aus Verkäufersicht: nach Eingrenzung potenzieller Käufer und Bekundung fortbestehenden Interesses durch potenzielle Bieter
- aus Käufersicht: allerspätestens nach Eintritt in exklusive Verhandlungen mit dem Verkäufer (bloße Teilnahme am Bieterverfahren allein idR nicht ausreichend)

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Neuerungen beim Begriff der Insiderinformation, Art. 7 Abs. 1 MAR

### Prognosen

Kurserheblichkeit (+) bei wesentlichem Abweichen von der Markterwartung bzw. bei Fehlen einer solchen von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen

Überprüfung der Prognose anlassbezogen (z.B. im Rahmen der periodische Berichterstattung, bei bedeutenden Geschäftsvorfällen, bei erheblicher Abweichung der Markterwartung)

Klarstellung zur Markterwartung:

idR via *Consensus*schätzung (Mittelwert der einschlägigen Analysteneinschätzungen z.B. über Reuters, DowJones – arithmetisches Mittel)

Ermittlung auf anderem Wege bleibt zulässig (z.B., wenn zu wenige Schätzungen vorhanden sind)

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Neuerungen beim Begriff der Insiderinformation, Art. 7 Abs. 1 MAR

### Geschäftszahlen

Insiderinformation entsteht in der Regel bereits vor Aufstellung/Feststellung des endgültigen Jahresabschlusses

Kurserheblichkeit (+) bei wesentlichem Abweichen von der relevanten Bezugsgröße:

Prognose

Markterwartung

Kurserheblichkeit (-), sofern Geschäftszahlen der eigenen Prognose oder (neu) der aktuelleren Markterwartung entsprechen


Bei Fehlen einer Prognose bzw. Markterwartung ist auf die Vorjahreszahlen abzustellen (bei Kennzahlen zum Auftragseingang oder –bestand und bei Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal)

# 2.1 Ad-hoc-Publizität


## Neuerungen beim Begriff der Insiderinformation, Art. 7 Abs. 1 MAR

### Unterjährige Geschäftszahlen


O.g. Maßstab gilt auch für unterjährige Geschäftszahlen (Prognosen hierfür aber kaum vorhanden)



Aber: Wird lediglich eine Jahresprognose veröffentlicht und weichen die unterjährigen Geschäftszahlen deutlich von der Markterwartung bzw. bei Fehlen einer Markterwartung deutlich von der entsprechenden Vorjahreszahl (bei Kennzahlen zum Auftragseingang oder –bestand und bei Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal) ab, ist eine Insiderinformation auch dann möglich, wenn an der Jahresprognose festgehalten wird.



Liegt keine deutliche Abweichung vor, kann dennoch eine Insiderinformation vorliegen, etwa wenn die in Rede stehenden Zahlen deutlich von der bisherigen Geschäftsentwicklung abweichen (z.B. Turnaround nach mehreren Verlustquartalen; Umsatzeinbruch nach anhaltender Wachstumsphase über mehrere Quartale hinweg).



# 2.1. Ad-hoc-Publizität

## Umgang mit Prognosen und Geschäftszahlen

### Geschäftszahlen (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.5.2)

- Insiderinformation entsteht in der Regel bereits vor Aufstellung/Feststellung des endgültigen Jahresabschlusses
- Kurserheblichkeit (+) bei wesentlichem Abweichen von der relevanten Bezugsgröße:
  - Prognose
  - Markterwartung
- Kurserheblichkeit (-), sofern Geschäftszahlen der eigenen Prognose oder (neu) der aktuelleren Markterwartung entsprechen
- bei Fehlen einer Prognose bzw. Markterwartung ist auf die Vorjahreszahlen abzustellen (bei Kennzahlen zum Auftragseingang oder –bestand und bei Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal)
- In der Ad-hoc-Mitteilung ist darauf zu achten, dass die relevante Vergleichsgröße mit angegeben wird (vgl. ELF Modul C Abschnitt I.3.5.2)

# 2.1. Ad-hoc-Publizität

## Umgang mit Prognosen und Geschäftszahlen

### Fortsetzung Geschäftszahlen (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.5.2)

- vorg. Maßstab gilt auch für unterjährige Geschäftszahlen (Prognosen hierfür aber kaum vorhanden)
- Aber: Wird lediglich eine Jahresprognose veröffentlicht und weichen die unterjährigen Geschäftszahlen deutlich von der Markterwartung bzw. bei Fehlen einer Markterwartung deutlich von der entsprechenden Vorjahreszahl (bei Kennzahlen zum Auftragseingang oder –bestand und bei Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal) ab, ist eine Insiderinformation auch dann möglich, wenn an der Jahresprognose festgehalten wird.
- Liegt keine deutliche Abweichung vor, kann dennoch eine Insiderinformation vorliegen, etwa wenn die in Rede stehenden Zahlen deutlich von der bisherigen Geschäftsentwicklung abweichen (z.B. Turnaround nach mehreren Verlustquartalen; Umsatzeinbruch nach anhaltender Wachstumsphase)



# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Veröffentlichung

### Art. 17 Abs. 4 MAR

- Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen durch den Emittenten auf eigene Verantwortung, wenn
  - die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen,
  - die Aufschiebung der Offenlegung nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irrezuführen und
  - der Emittent die Geheimhaltung sicherstellen kann.
  - Bei Wegfall der Vertraulichkeit /Auftauchen von ausreichend präzisen Gerüchten besteht Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Veröffentlichung

### „Berechtigte Interessen“

- Laufende Verhandlungen über Fusionen oder Übernahmen, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte
- Maßnahmen, die bei Gefährdung der finanziellen Überlebensfähigkeit getroffen werden
- Insiderinformation bezieht sich auf vom Geschäftsführungsorgan getroffene Entscheidungen oder Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ bedarf, um wirksam zu werden (Ausnahme: Hauptversammlung)

! Vorabinformation der Mitarbeiter stellt kein berechtigtes Interesse dar

**ESMA**

**MAR-Guidelines zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen**  
(ESMA/2016/1478DE)

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Veröffentlichung

„Keine Irreführung der Öffentlichkeit“

### Ausschlussgründe

**Abschnitt 5 Nr. 2 der MAR-Guidelines zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen** (ESMA/2016/1478DE)

### Beispiele

Die aufzuschiebende Insiderinformation:

- unterscheidet sich wesentlich von der früheren öffentlichen Ankündigung des Emittenten hinsichtlich des Gegenstandes, auf den sich die Insiderinformation bezieht
- betrifft die Tatsache, dass die finanziellen Ziele aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erreicht werden können, wobei die Ziele zuvor öffentlich bekannt gegeben waren
- steht im Gegensatz zu Markterwartungen, wobei diese Erwartungen auf Signalen beruhen, die der Emittent zuvor an den Markt gesendet hat (z.B. durch Interviews, Roadshows etc.)

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Veröffentlichung

### „Gewährleistung der Vertraulichkeit“

- Bei Wegfall der Vertraulichkeit besteht unverzügliche Veröffentlichungspflicht
- Kommen präzise Gerüchte auf, so ist zu vermuten, dass die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist

! keine europäische Definition des Begriffs „präzise“

Verwaltungspraxis der BaFin:

- Wahrer Tatsachekern
  - Die aus dem Gerücht abzuleitende Information lässt darauf schließen, dass ein Informationsleck entstanden und daher die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist, insb. bei Nennung von konkreten Details der Insiderinformation.
- Bei Weitergabe der Insiderinformation an Dritte besteht Verpflichtung zur Veröffentlichung, wenn die Gegenseite nicht zur Vertraulichkeit verpflichtet ist
    - bei absichtlicher Weitergabe: zeitgleiche Veröffentlichung zur Weitergabe
    - bei nicht absichtlicher Weitergabe: unverzügliche Veröffentlichung

# 2.1. Ad-hoc-Publizität

## Präzises Gerücht - Beispiele

### Beispiel 1

In Bezug auf E kursiert in Anlegerforen, man habe gehört, E stehe in Zusammenhang mit einer Übernahme.

**Gerücht ohne spezifische Information;  
Gerücht hat keine Substanz**

### Beispiel 2

In Bezug auf E kursiert in Anlegerforen, es sei aus zwei voneinander nicht in Verbindung stehenden Quellen bekannt, E stehe kurz davor, ein Übernahmeangebot für U abzugeben und 50 Euro pro Aktie zu bieten.

**Die verbreitete Information enthält Details der Insiderinformation (Name der Zielgesellschaft und Preis), also einen wahren Tatsachekern und einen konkreten Bezug zur Insiderinformation. Es handelt sich dabei um ein präzises Gerücht, das ein Indiz dafür darstellt, dass die Vertraulichkeit der Insiderinformation (seitens E) nicht gewahrt werden kann und (bei ihm) ein Informationsleck vorliegt.**

# 2.1. Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Veröffentlichung

### Zeitpunkt

- Unmittelbar nach Entstehen der Insiderinformation (anstelle unverzüglicher Veröffentlichung)
- Aufschub verlangt aktives Tun des Emittenten:  
Beschluss (mindestens ein Vorstandsmitglied muss mitwirken)
- Schriftliche Begründung der individuellen Entscheidung notwendig  
(auch im Fall von Regelbeispielen, vgl. Art. 4 der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055)



**Seit 01.01.2021: Erleichterungen für Emittenten, deren Finanzinstrumente lediglich an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind: Vorlage der schriftlichen Erklärung nur auf Verlangen der Behörde bzw. Erlass der Aufzeichnungspflicht, Art. 17 Abs. 3 Unterabs. 4 Satz 1 und 2 MAR in der geänderten Fassung (KMU-Wachstumsmarkt-VO (EU) 2019/2115)**

- Pflicht zur fortlaufenden Kontrolle, ob die Bedingungen des Aufschubs noch erfüllt sind

# 2.1. Ad-hoc-Publizität


## Aufschub der Veröffentlichung

### Zuständigkeit

- Grundsätzlich: Vorstand, aber Delegation auf ein untergeordnetes, vom Vorstand zu kontrollierendes Ad-hoc-Gremium (ein Vorstandsmitglied soll in diesem Fall mitwirken) oder ein ordentliches Vorstandsmitglied möglich



Neu: bei originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit kann Aufsichtsrat Entscheidung über den Aufschub beschließen; auch hier Delegation möglich

- Veröffentlichungspflicht verbleibt jedoch beim Vorstand
-  wichtig im Rahmen der internen Organisation: Benennung klarer Verantwortlichkeiten und Pflichten

# 2.1. Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Veröffentlichung

### Art. 4 DVO (EU) 2016/1055: Mitteilung der aufgeschobenen Veröffentlichung

- Information an zuständige Behörde unmittelbar nach Veröffentlichung der Insiderinformation und schriftliche Erläuterung, warum Voraussetzungen für den Aufschub vorlagen
- Schriftlich oder per E-Fax an: **0228/4108-200**
- Pflichtinformationen bzw. Anforderungen:  
Art. 4 Abs. 3 DVO (EU) 2016/1055 bzw. §§ 4, 7, 8 WpAV

#### ESMA

- **Keine Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht, wenn die (aufgeschobene) Insiderinformation zwischenzeitlich wegfällt** (Q&A on MAR, Ziff. 5.2)
- **Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen bleibt bestehen**



# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Veröffentlichung

### § 26 Abs. 1 WpHG

#### Vorabinformation:

- an die BaFin
- an die Geschäftsführungen aller inländischen Handelsplätze, an denen die Finanzinstrumente des Emittenten zum Handel zugelassen oder einbezogen sind
- vor der Veröffentlichung (Verwaltungspraxis der BaFin: 30 Minuten)
- per E-Fax: **0228/4108-200**
- Angaben in der Vorabinformation (§ 8 Abs. 1 WpAV):
  - Wortlaut der vorgesehenen Veröffentlichung
  - Der vorgesehene Zeitpunkt der Veröffentlichung
  - Ansprechpartner des Emittenten mit Rufnummer

# 2.1 Ad-hoc-Publizität

## Veröffentlichung

### Art. 3 DVO (EU) 2016/1055

- Anzeige auf der Website des Emittenten für mindestens fünf Jahre
  - diskriminierungsfrei und unentgeltlich
  - leicht auffindbar
  - eindeutige Angaben zu Datum und Uhrzeit
  - chronologische Reihenfolge
- Verpflichtung zur unverzüglichen Übermittlung an das Unternehmensregister zwecks dortiger Speicherung (§ 26 Abs. 1 WpHG)



**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

Auswirkungen

**Marktmissbrauch: Directors' Dealings**

## 2.2 Directors' Dealings

### Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften

#### Art. 19 MAR

- Meldepflicht für jedes Eigengeschäft von Führungskräften sowie in enger Beziehung zu Führungskräften stehende Personen, sofern das Gesamtgeschäftsvolumen im Kalenderjahr mindestens 20.000 € (bis 31.12.2019: 5.000 €) beträgt

#### Ziel

- **Verhinderung marktmissbräuchlichen Verhaltens**  
(insbesondere Insiderhandel)
- **Informationsquelle für andere Anleger**  
(Signalfunktion)

# 2.2 Directors' Dealings

## Mitteilungspflichtige Personen

### „Führungskräfte“ (Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR)

- Organmitglied des Emittenten (Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan)
- Höhere Führungskräfte, die kein Organmitglied sind, aber
  - regelmäßig Zugang zu Insiderinformation haben und
  - befugt sind, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Unternehmens zu treffen

## 2.2 Directors' Dealings

### Mitteilungspflichtige Personen

#### „Eng verbundene Personen“ (Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR)

- Ehepartner der Führungskraft
- Partner der Führungskraft, der nach nationalem Recht einem Ehepartner gleichgestellt ist
- Unterhaltsberechtigtes Kind (entsprechend dem nationalen Recht)
- Verwandter, der zum Zeitpunkt der Tätigkeit des betreffenden Geschäfts seit mindestens einem Jahr demselben Haushalt angehört
- Juristische Person, Treuhand oder Personengesellschaft
  - deren Führungsaufgaben wahrgenommen werden
    - durch eine Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt,
    - durch eine der vorgenannten Personen (Ehepartner usw.),
  - die direkt oder indirekt von einer solchen Personen kontrolliert wird,
  - die zugunsten einer solchen Person gegründet wurde, oder
  - deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen

## 2.2 Directors' Dealings

### Auslösende Emittenten

Analog Ad-hoc-Publizität

Antrag auf Zulassung zum Handel durch den Emittenten

Zustimmung/Genehmigung zum Handel durch den Emittenten

Geregelter Markt



Multilaterales Handelssystem



Organisiertes Handelssystem



(erst ab Handelsstart)



**! Zulassung ≠ Einbeziehung**

Meldepflicht kann nur dann entstehen, wenn die Zulassung zum Handel auf einem der erfassten Märkte wissentlich und willentlich erfolgt

## 2.2 Directors' Dealings

### Erfasste Finanzinstrumente

#### Art. 19 Abs. 1, Abs. 1a MAR

- Anteile oder Schuldtitel eines Emittenten
- Damit verbundene Derivate oder andere damit verbundene Finanzinstrumente
- Anteile oder Aktien an einem Organismus für gemeinsame Anlagen („OGA“) nur, sofern
  - die Positionen in Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten 20 % der vom OGA gehaltenen Vermögenswerte übersteigen
  - Mitteilungspflichtiger kennt oder konnte die Zusammensetzung des OGA kennen
  - Mitteilungspflichtiger hat Grund zur Annahme, die 20 %-Schwelle sei überschritten



## 2.2 Directors' Dealings

### Erfasste Geschäfte

#### Art. 19 Abs. 1, Abs. 7, Abs. 9 MAR

- Jedes Eigengeschäft, sofern das Gesamtgeschäftsvolumen im Kalenderjahr mindestens 20.000 € beträgt, u.a. auch:
  - an Bedingungen geknüpfte Geschäfte bei Eintritt dieser Bedingungen und tatsächlicher Ausführung der Geschäfte
  - getätigte oder erhaltene Zuwendungen und Spenden sowie entgegengenommene Erbschaften
- Geschäfte, die ein Vermögensverwalter / Fondsmanager für einen OGA tätigt, wenn die dort investierte Führungskraft Einfluss auf die Anlageentscheidung hat
  - allerdings keine Mitteilungspflicht, wenn Fondsmanager über vollen Ermessensspielraum verfügt (d.h. Mitteilungspflichtiger darf keine direkten oder indirekten Anweisungen zur Zusammensetzung des Fonds / Portfolios geben)

## 2.2 Directors' Dealings

### Handelsverbot

Art. 19 Abs. 11 MAR



### Handelsverbot

30 Kalendertage



Zeitpunkt der Ankündigung  
eines Zwischenberichts oder  
Jahresabschlussberichts

- Für Führungskräfte des Emittenten
- Für direkte / indirekte Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte
- Für eng verbundene Personen nur, sofern die Führungskraft über oder für eine eng verbundene Person Geschäfte tätigt
- Für Anteile oder Schuldtitel des Emittenten sowie sich darauf beziehende Derivate oder anderen mit diesen in Zusammenhang stehenden Finanzinstrumenten
- Für Pflichtveröffentlichungen nach Vorschriften des Handelsplatzes oder nationalen Rechts

## 2.2 Directors' Dealings

### Frist und Form der Meldung

- Führungskraft übersendet Meldeformular an:
  - zuständige Behörde (für Emittenten mit Sitz in Deutschland: BaFin)
  - Emittenten
- Frist: unverzüglich (spätestens drei Geschäftstage nach der Transaktion)
- Veröffentlichungspflicht des Emittenten:
  - Europaweite Verbreitung
  - Speicherung im Unternehmensregister
  - Belegübermittlung an BaFin



Seit 01.01.2021: **Art. 19 Abs. 3 Unterabs. 1 MAR in der geänderten Fassung durch die KMU-Wachstumsmarkt-VO (EU) 2019/2115: Veröffentlichungsfrist: innerhalb von zwei Geschäftstagen nach Erhalt der Mitteilung durch die Führungskraft**



**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

melde mich gleich telefonisch

Auswirkungen

**Marktmissbrauch: Insiderlisten**

## 2.3 Insiderlisten

### Auslösende Emittenten

Analog Ad-hoc-Publizität

Antrag auf Zulassung zum Handel durch den Emittenten

Zustimmung/Genehmigung zum Handel durch den Emittenten

Geregelter Markt



Multilaterales Handelssystem



Organisiertes Handelssystem



(erst ab Handelsstart)



**! Zulassung ≠ Einbeziehung**

Meldepflicht kann nur dann entstehen, wenn die Zulassung zum Handel auf einem der erfassten Märkte wissentlich und willentlich erfolgt

## 2.3 Insiderlisten

### Listenführungspflichtige

#### Art. 18 Abs. 1 MAR

- Emittenten
  - *Delegation der Aufgabe auf andere Personen möglich. Jedoch bleibt der Emittent stets vollverantwortlich für die Einhaltung der Verpflichtungen, Art.18 Abs. 2 Unterabs. 2 MAR*
- Im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen (Dienstleister)
  - Typische Dienstleister: Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Notare, Insolvenzverwalter
  - Keine Dienstleister: Gerichte, Staatsanwaltschaften, Polizei und sonstige Behörden

## 2.3 Insiderlisten

### Vorgaben für Format und Inhalt

#### Art. 18 Abs. 3 MAR

- Mindestinhalt gem. Art. 18 Abs. 3 MAR
  - Delegierte Verordnung (EU) 2016/347
- ⇒ Verpflichtende Vorlagen in Anhang I und II

## 2.3 Insiderlisten

### Aufklärungspflichten

#### Art. 18 Abs. 2 MAR

*Mustertext abrufbar unter: <https://www.bafin.de/dok/7853122>*

Erleichterungen für KMU-Emittenten seit 01.01.2021:

Art. 18 Abs. 6 MAR:

Beschränkung der aufzunehmenden Personen auf Personen, „die aufgrund der Art ihrer Funktion oder Position beim Emittenten stets auf Insiderinformationen zugreifen können“

⇒ sog. permanente Insider





**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht



**Basisliteratur  
und Abkürzungsverzeichnis**

# Basisliteratur



## BaFin (Hrsg.) **Emittentenleitfaden**

**Modul A:** Überwachung von Unternehmensabschlüssen / Veröffentlichung von Finanzberichten  
ersetzt Kapitel X. - XIV. der 4. Auflage – 09.08.2018

**Modul B:** Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile  
ersetzt Kapitel VIII. und IX. der 4. Auflage – 30.10.2018

**Modul C:** Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)  
ersetzt Kapitel III. - VII. der 4. Auflage – 25.03.2020

[https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/emittentenleitfaden\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/emittentenleitfaden_node.html)

# Abkürzungsverzeichnis

- ELF Emittentenleitfaden der BaFin
- DVO Delegierte Verordnung
- ESMA European Securities and Markets Authority / Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
- MAR Market Abuse Regulation / Marktmissbrauchsverordnung
- MTF Multilateral Trading Facility / Multilaterales Handelssystem
- NCA National Competent Authority
- OGA Organismus für Gemeinsame Anlagen
- OTF Organised Trading Facility / Organisiertes Handelssystem
- Q&A Fragen und Antworten
- RM Regulierter Markt
- WpHG Gesetz über den Wertpapierhandel



**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

**Vielen Dank**  
für die Aufmerksamkeit.