

**Marsch-Barner
Schäfer**

**Handbuch
börsennotierte
AG**

**Leseprobe
mit Beispielen**

<https://ottosc.hm/FMS>

*Aktienrecht und
Kapitalmarktrecht*

6. Auflage

Ein Online-Dossier zum Listing Act und
ZuFinG bei Otto Schmidt finden Sie unter
<https://ottosc.hm/ListingActZuFinG>

ottoschmidt

Vorschriften zu beachten¹⁵¹. Im **Innenverhältnis** zwischen der Gesellschaft und dem Inhaber der Namensaktie beruht die Legitimationswirkung auf der Eintragung im Aktienregister (§ 67 Abs. 2 AktG). Die Eintragung begründet die **unwiderlegliche Vermutung**, dass der Eingetragene Aktionär ist und ihm die aus der Mitgliedschaft folgenden Rechte zustehen¹⁵².

4. Umwandlung der Aktienart

In den letzten Jahren hat sich mit zunehmender Verbreitung der Aktiengesellschaft auch in Deutschland und der Anpassung insbesondere börsennotierter Aktiengesellschaften an die Gepflogenheiten der führenden Kapitalmärkte in den USA und England ein **Trend zur Namensaktie** herausgebildet (vgl. bereits Rz. 5.37). So haben in den letzten Jahren eine Reihe namhafter börsennotierter Unternehmen von Inhaber- auf Namensaktien umgestellt¹⁵³. 5.41

Die **Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien** erfolgt durch Satzungsänderung. Dafür erforderlich ist ein satzungsändernder Hauptversammlungsbeschluss mit der gesetzlich vorgesehenen Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bzw. der statutarisch vorgesehenen größeren oder kleineren Mehrheit (§ 179 Abs. 2 AktG). Ein Sonderbeschluss i.S.d. § 179 Abs. 3 AktG ist nicht erforderlich, da Inhaber- und Namensaktien keine Aktien unterschiedlicher Gattung sind. Nach Wirksamwerden der Umstellung durch Eintragung der entsprechenden Satzungsänderung im Handelsregister (§ 181 Abs. 3 AktG) können die nunmehr unrichtig gewordenen Aktienurkunden eingezogen und gegebenenfalls für kraftlos erklärt werden (§ 73 AktG) (dazu Rz. 5.91). In welchem Umfang neue Aktienurkunden auszugeben sind, hängt davon ab, ob die Gesellschaft von der Möglichkeit Gebrauch gemacht hat, den Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung seines Anteils auszuschließen oder einzuschränken (§ 10 Abs. 5 AktG; vgl. Rz. 5.15). 5.42

5. Exkurs: elektronische Aktie

ZuFinG umfassend eingearbeitet!

a) Allgemeines

Keine eigenständige Aktienart ist die elektronische Aktie¹⁵⁴, die der Gesetzgeber im Zuge des ZuFinG I eingeführt hat und die teils im Aktiengesetz, teils im eWpG¹⁵⁵ geregelt ist (zur eingeschränkten Eignung für börsennotierte AG siehe Rz. 5.43e). Die elektronische Aktie spielt aber insoweit im Zusammenhang mit der herkömmlichen Kategorisierung nach Aktienarten eine Rolle, als sie durch eine besondere **Begebungsform** gekennzeichnet ist: Die Verbriefung auf Papier wird durch die Eintragung in ein Register ersetzt¹⁵⁶. Damit macht der Gesetzgeber einen weiteren Schritt zur **Entmaterialisierung**. 5.43

151 Im Einzelnen T. Bezenberger in K. Schmidt/Lutter, § 68 AktG Rz. 9 ff.

152 Heider in MünchKomm. AktG, § 10 AktG Rz. 33; Koch, § 67 AktG Rz. 26 ff.; vgl. im Einzelnen Rz. 5.71, dort auch zu den Einschränkungen des Grundsatzes durch das Risikobegrenzungs-gesetz v. 12.8.2008 (BGBl. I 2008, 1666).

153 Zur Namenaktie als „Erfolgsgeschichte“ vgl. auch Uwe H. Schneider/Müller-von Pilchau, WM 2011, 721 f. Nach Fleischer/Maas, AG 2020, 761 Rz. 17, verfügten 16 der 30 DAX-Gesellschaften über Namensaktien.

154 Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drucks. 20/8292, 106; Binder in KölnKomm. AktG, § 10 AktG Rz. 48; Sailer-Coceani in MünchHdb. AG, § 12 Rz. 39: „Elektronische Aktien sind keine neue Aktienart“; siehe ferner Guntermann, AG 2024, S13 Rz. 9: „Das ZuFinG führt die e-Aktie nicht als dritte Verbriefungsart ein, sondern ermöglicht die Ausgabe von Namens- und Inhaberaktien jeweils in elektronischer Form.“; Segna, ZIP 2024, 593, 594 f.

155 Gesetz über elektronische Wertpapiere v. 3.6.2021, BGBl. I 2021, 1423.

156 Treffend Denga, AG 2024, 137 Rz. 18: „Substitution der physischen Verbriefung durch elektronische Mittel“; siehe ferner Poelzig/von Zehmen, RDt 2023, 333 Rz. 3. Krit. gegenüber dem engen Verständnis der Verbriefung Omlor, RDt 2024, 19 Rz. 9.

des Aktienwesens. Dieser Schritt ist zwar im Ausgangspunkt zu begrüßen¹⁵⁷, aber doch noch zu zaghaft, weil mit der Einführung elektronischer Wertpapiere keine vollständige Umstellung auf das System der **Wertrechte** einhergeht¹⁵⁸. Vielmehr bleiben die Regelungen weiterhin im **sachenrechtlichen Korsett** verhaftet: Nach § 2 Abs. 3 eWpG gelten elektronische Wertpapiere als Sachen i.S.d. § 90 BGB¹⁵⁹ (zum Einfluss auf Übertragung elektronischer Aktien siehe noch Rz. 5.86a).

- 5.43a Elektronische Aktien können als **Namensaktien** und als **Inhaberaktien** emittiert werden; eine Unterzeichnung ist gemäß § 13 Satz 4 AktG nicht erforderlich¹⁶⁰. Dabei ist es denkbar, dass ein Teil der Aktien einer Gesellschaft klassisch verbrieft wird, während ein anderer Teil elektronisch begeben wird¹⁶¹. Zudem ist es möglich, dass die elektronischen Aktien teilweise als Namensaktien, teilweise als Inhaberaktien ausgestaltet sind, soweit die Gesellschaft insoweit generell die Wahlfreiheit genießt (hierzu bereits Rz. 5.36). Ansonsten unterscheiden das Aktiengesetz und das eWpG zum einen zwischen **Zentralregisteraktien** und **Kryptoaktien**, zum anderen zwischen **Sammel- und Einzeleintragung**¹⁶². Die erstgenannte Differenzierung knüpft an die Art des Registers¹⁶³ an, in das die elektronische Aktie eingetragen wird (siehe Rz. 5.43b f.). Die letztgenannte Unterscheidung stellt darauf ab, wer als formaler Inhaber und wer als materiell Berechtigter der elektronischen Aktie gilt (Rz. 5.43d; zur Bedeutung für die Übertragung elektronischer Aktien siehe noch Rz. 5.86a)¹⁶⁴.

b) Zentralregisteraktie und Kryptoaktie

- 5.43b Während die **Namensaktie** sowohl in ein zentrales Wertpapierregister (§ 12 eWpG – Zentralregisternamensaktie) als auch in ein Kryptowertpapierregister (§ 16 eWpG – Kryptonamensaktie) eingetragen werden kann (siehe § 1 Nr. 2 eWpG)¹⁶⁵, kommt bei einer **Inhaberaktie** gemäß § 1 Nr. 3 eWpG, § 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 AktG nur eine Eintragung in ein zentrales Wertpapierregister i.S.d. § 12 eWpG in Betracht (Zentralregisterinhaberaktie; zu den Registerarten siehe noch Rz. 5.43c); Kryptoinhaberaktien sind hingegen unzulässig. Der Gesetzgeber begründet die Beschränkung bei Inhaberaktien – die

157 Zu den Vorteilen elektronischer Aktien etwa *Guntermann*, AG 2021, 449 Rz. 11 ff.; zu den Kosten als Faktor *Denga*, AG 2024, 137 Rz. 42 ff.; vgl. ferner *Binder* in KölnKomm. AktG, § 10 AktG Rz. 47: „zukunftsweisende Innovation“; *Maume*, BKR 2023, 282, 286: „notwendiger Schritt zum Umbau der Kapitalmärkte“; *Segna*, ZIP 2024, 593, 602: kleiner, aber konsequenter Schritt nach vorn.

158 Statt vieler und m.w.N. *Harnos*, AG 2023, 348 Rz. 8; *Omlor*, RD i 2024, 19 Rz. 17, 41.

159 Aus zivilrechtlicher Perspektive genießt der Aktionär wegen § 2 Abs. 3 eWpG den Schutz des § 823 Abs. 1 BGB und des § 812 Abs. 1 Satz 1 Var. 2 BGB, vgl. *Omlor*, RD i 2024, 19 Rz. 16. Zu den Auswirkungen des § 2 Abs. 3 eWpG bei Insolvenz des Verwahrers *Poelzig/von Zehmen*, RD i 2023, 333 Rz. 4: Aussonderungsrecht nach § 47 InsO; generell zur Insolvenz des Kryptoverwahrers *d'Avoine/Hamacher*, ZIP 2022, 2214 ff.

160 Dagegen erfordert die Zeichnung elektronischer Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung gemäß § 185 Abs. 1 Satz 1 AktG nach wie vor der Schriftform, siehe *Sailer-Coceani* in MünchHdb. AG, § 12 Rz. 42. Krit. dazu *Casper*, ZHR 187 (2023), 5, 44 f.; *Harnos*, AG 2023, 348 Rz. 7.

161 Begr. RegE ZuFinG, BT-Drucks. 20/8292, 107; *Denga*, AG 2024, 137 Rz. 28; *Omlor*, RD i 2024, 19 Rz. 23.

162 Vgl. auch *Guntermann*, AG 2024, S13 Rz. 7 (vier Begebungsformen) und Rz. 43 (sechs Begebungsformen); siehe ferner *Meier*, WM 2023, 2035 Rz. 8, der von drei Dichotomien spricht (Zentralregisteraktien und Kryptoregisteraktien; Namensaktien und Inhaberaktien; Aktien in Sammeleintragungen oder in Einzeleintragungen).

163 Zu Registerkosten, die die Kosten der herkömmlichen Verwahrung einer Globalurkunde übersteigen können, siehe *Denga*, AG 2024, 137 Rz. 49; vgl. ferner *Guntermann*, AG 2024, S13 Rz. 44.

164 Zur Unterscheidung zwischen formaler Inhaberschaft und materieller Berechtigung siehe *Gleske/Raetz* in Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, § 3 eWpG Rz. 3 ff.; *Guntermann*, AG 2024, S13 Rz. 7; *Poelzig/von Zehmen*, RD i 2023, 333 Rz. 7; *Vatter* in BeckOGK AktG, Stand 1.10.2024, § 10 AktG Rz. 64.

165 Zu den Anforderungen der eWpRV an die beiden Registerarten siehe *Blassl/Sack*, AG 2023, R5.

im Fall eines Formwechsels denkbar, wenn auch den Vorzugsaktionären nur Stammaktien gewährt werden. Die Praxis – so auch bei Fresenius – hat schon bisher entsprechende vorsorgliche Sonderbeschlüsse gefasst.

d) Individualvertragliche Umwandlung von Vorzugsaktien

- 6.39 Gerade bei großen positiven Kursdifferenzen der Stammaktien gegenüber den Vorzugsaktien können beide vorstehenden Wege der Umwandlung seitens der Stammaktionäre als unangemessen empfunden werden. Ob die Kursdifferenzen tatsächlich auf dem Fehlen des Stimmrechts beruhen, mag dahingestellt bleiben⁹⁴. In Einzelfällen wurden jedenfalls Wege zur Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien gewählt, die diesen Bedenken zumindest teilweise Rechnung tragen:

Neben RWE, wo eine Sondersituation genutzt wurde, um Stimmrechte von Mehrstimmrechtsaktionären an Vorzugsaktionäre zu veräußern und so aus Mehrstimmrechtsaktien und Vorzugsaktien Stammaktien zu machen⁹⁵, ist die erstmals von der Metro AG in ihrer Hauptversammlung 2000 gewählte Konstruktion ein praktisch gangbarer Weg⁹⁶. Dort beschloss die Hauptversammlung die Umwandlung all jener Vorzugsaktien in Stammaktien, deren Inhaber eine **bare Zuzahlung** an die Gesellschaft erbrachten. Die Vorzugsaktionäre fassten – wohl ohne zwingende Notwendigkeit⁹⁷ – einen entsprechenden Sonderbeschluss. Während einer festgelegten Frist konnten Vorzugsaktionäre ihre Aktien und die bare Zuzahlung einreichen, ihre Aktien wurden mit der Eintragung der Satzungsänderung ins Handelsregister, die erst nach Ablauf der Einreichungsfrist beantragt werden konnte, zu Stammaktien. Die relativ hohe Annahmequote von 88 %, die ca. 235 Mio. Euro Zuzahlung erbrachte, und die erfolgreiche Abwehr der von Stammaktionären eingereichten Anfechtungsklage haben dazu geführt, dass MAN und FMC dem Beispiel mit ähnlichen Ergebnissen folgten. Allerdings verbleibt bei diesem Verfahren zwangsläufig zumindest eine kleine, im Zweifel von besonders kritischen Aktionären geprägte Gruppe von Vorzugsaktionären, so dass etwaige separate Beschlussfassungen weiter erforderlich bleiben. Diese Vorzugsaktionäre könnten wohl allenfalls durch Aufhebung des Vorzugs, also ohne Zuzahlung, zum Umtausch bewegt werden⁹⁸. Damit wird man aber einige Zeit warten müssen, schon um nicht die Aktionäre zu verärgern, die sich für die Zuzahlung entschieden haben.

III. Mehrstimmrechtsaktien

1. Grundlagen

- 6.40 Mehrstimmrechtsaktien, die es in Deutschland vor allem bei Versorgungsunternehmen in beschränktem Umfang gegeben hatte, wurden unter dem Leitbild „one share one vote“ durch das KonTraG 1998 für die Zukunft für unzulässig erklärt, die Altfälle wurden durch restriktive Übergangsvorschriften praktisch eliminiert. Da andere Rechtsordnungen Mehrstimmrechte zulassen⁹⁹, sah der deutsche Ge-

94 Dazu etwa Pellens/Hillebrandt, AG 2001, 57 ff., 63; Senger/Vogelmann, AG 2002, 193 ff., 205 jew. m.w.N.

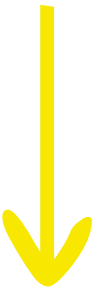
95 Dazu auch Marsch-Barner in Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und der Prüfung, 1999, S. 285 ff., 293 f.

96 Dazu etwa OLG Köln v. 20.9.2001 – 18 U 125/01, AG 2002, 244; vgl. auch Senger/Vogelmann, AG 2002, 193; Altmeyers, NZG 2005, 771 ff.

97 Dazu eingehend Altmeyers, NZG 2005, 771 ff.; ebenso Holzborn in BeckOGK AktG, Stand 1.2.2024, § 179 AktG Rz. 193; Bezenberger/Bezenberger in Großkomm. AktG, 5. Aufl. 2020, § 139 AktG Rz. 116a.

98 So geschehen bei RWE im Jahr 2019; die Vorzüge von MAN wurden im verschmelzungsrechtlichen Squeeze out im Jahr 2021 beseitigt, und auch bei FMC besteht nur noch eine Aktiengattung.

99 Vgl. Kalss, ZHR 187 (2023), 438, 444 ff.; J. Schmidt, BB 2024, 643; Florstedt, NZG 2024, 139, 142 – gerade bei bekannten US-Konzernen wie Google und Facebook, aber auch bei Berkshire Hathaway sind „dual class share structures“ mit Mehrstimmrechten seit Jahrzehnten im Einsatz und verbreiten sich dort weiter.



setzgeber jetzt gerade für Wachstumsunternehmen einen Standortnachteil in dem bestehenden Verbot. Mit dem ZukunftsfinanzierungsG (ZuFinG)¹⁰⁰ eröffnete er die Möglichkeit, Aktien mit Mehrstimmrechten zu schaffen, ohne diese Regelung auf bestimmte Arten von Unternehmen zu beschränken oder an eine behördliche Erlaubnis zu binden. Der mit § 135a AktG geschaffene Rahmen ist allerdings insbesondere bei Börsennotierung auf eine klare Begrenzung der Mehrstimmrechte ausgelegt (dazu näher Rz. 6.40c).

Ob das Modell, das primär darauf ausgerichtet ist, Gründern in den frühen Phasen der Unternehmensentwicklung die Kontrolle zu sichern, den Praxistest bei Startup Finanzierern besteht, bleibt abzuwarten.

2. Ausgestaltung

Mehrstimmrechtsaktien können bei Gründung der Aktiengesellschaft, insbesondere auch bei Formwechsel etwa einer GmbH in eine AG, KGaA oder SE (§ 194 Abs. 1 Nr. 5 UmwG), theoretisch auch durch Kapitalerhöhung per Direktbeschluss, nicht aber aus genehmigtem Kapital (§ 202 Abs. 1 Satz 2 AktG), oder auch durch Umwandlung bestehender Stammaktien im Wege der Satzungsänderung entstehen. Die Ausstattung oder Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien bedarf der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre (§ 135a Abs. 1 Satz 3 AktG). Das sind – nach der Regierungsbegründung mit Ausnahme der Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien¹⁰¹ – alle Aktionäre der Gesellschaft, so dass die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien nach Börsengang praktisch kaum möglich sein dürfte¹⁰². Ob bei Entstehung aufgrund Formwechsels nach dem UmwG Zustimmung allein der beeinträchtigten Gesellschafter (so § 241 Abs. 2 UmwG i.V.m. § 50 Abs. 2 UmwG) genügt, erscheint nach der Wertung des § 135a Abs. 1 Satz 3 AktG fraglich.

6.40a

Sie bilden eine eigene Gattung im Sinne von § 11 AktG und machen Sonderbeschlüsse zu künftigen Kapitalmaßnahmen erforderlich (§ 182 Abs. 2, § 222 Abs. 2 AktG). Die Mehrstimmrechtsaktionäre haben so unabhängig vom relativen Stimmgewicht ein Vetorecht¹⁰³. Theoretisch können auch mehrere Gattungen von Mehrstimmrechtsaktien (mit unterschiedlichem Stimmgewicht oder unterschiedlicher Laufzeit) geschaffen werden, was den Einfluss über Sonderbeschlüsse weiter verstärken würde.

Mehrstimmrechtsaktien sind zwingend Namensaktien (§ 135a Abs. 1 Satz 1 AktG), nicht zwingend, aber zweckmäßig vinkuliert, um Streuung außerhalb des Kreises der zu privilegierenden Personen verhindern zu können¹⁰⁴. Der Umfang des Mehrstimmrechts ist lediglich durch § 135a Abs. 1 Satz 2 AktG auf einen Faktor 10 zum Stimmgewicht von Stammaktien beschränkt. Die individuelle Ausgestaltung ist dem Hauptversammlungsbeschluss vorbehalten, der auch weitere Einschränkungen (gegenständliche Beschränkung des Anwendungsbereichs der Mehrstimmrechte, Befristung, Wegfall der Mehrstimmrechte bei Übertragung auf Dritte oder Verlust bestimmter persönlicher Voraussetzungen des Inhabers) bestimmen kann. Die Zahl der Mehrstimmrechtsaktien ist nicht beschränkt.

6.40b

Nur wo es lediglich auf Stimmenmehrheiten ankommt, entfalten Mehrstimmrechtsaktien ihre volle Wirkung auf die Beschlussfassung. Wo daneben auch eine Kapitalmehrheit benötigt wird, können sie ggf. lediglich beschlussverhindernd wirken. Schließlich bleiben Mehrstimmrechte kraft Gesetzes (§ 135a Abs. 4 AktG) ausgeschlossen, wo es um die Bestellung von Abschluss- oder Sonderprüfern, und damit um Kernbereiche des Anlegerschutzes geht. Die Beseitigung von Mehrstimmrechtsaktien

¹⁰⁰ Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen v. 11.12.2023, BGBl. 2023 I Nr. 354.

¹⁰¹ BT-Drucks. 20/8292, 111; eingehend dazu und zur Kritik an dem Konzept auch *Koch*, § 135a AktG Rz. 5 m.w.N.; *Cesay*, AG 2024, S2, S5; *Harnos* in K. Schmidt/Lutter, § 135a AktG Rz. 22.

¹⁰² Allg.M., statt aller *Harnos* in K. Schmidt/Lutter, § 135a Rz. 23 m.w.N.

¹⁰³ *Cesay*, AG 2024, S2, S8 f.; *Harnos* in K. Schmidt/Lutter, § 135a AktG Rz. 69.

¹⁰⁴ RegBegr BT-Drucks. 20/8292, 111; zwischengeschaltete Gesellschaften können geeignet sein, die Vinkulierung zu entwerfen; vgl. auch *Wittig/Hummelmeier*, WM 2024, 332, 336 mit dem Vorschlag, wohl auch de lege lata jeweils den wirtschaftlich Berechtigten in den Blick zu nehmen (338).

liegt im **Ermessen** der Billigungsbehörde und sollte mit dieser vor Vorliegen entsprechender Anhaltspunkte frühzeitig abgestimmt werden.

- 7.100 Bestand die komplexe finanztechnische Vorgeschichte des Emittenten aus einer Umstrukturierung oder Zusammenlegung von Unternehmensbereichen aus demselben Konsolidierungskreis, so kann der Geschäftsbetrieb des Emittenten in seiner Gestalt zum Datum des Prospekts ggf. durch sog. **kombinierte Finanzinformationen** (*combined financial statements*) dargestellt werden, da dann schon vor der Umstrukturierung in allen Bereichen des Emittenten für die Zwecke der Konzernrechnungslegung einheitliche Rechnungslegungsmethoden angewandt wurden (dazu Rz. 62.10 ff.). Ein Wirtschaftsprüfer ist dann regelmäßig in der Lage, aufgrund einer Prüfung zu bestätigen, dass diese Finanzangaben ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild (*true and fair view*) der dargestellten wirtschaftlichen Einheit abgeben. In diesem Fall wendet die BaFin die zeitlichen Beschränkungen für Proforma-Finanzinformationen (siehe Rz. 7.98) nicht an, so dass sich die wirtschaftlichen Verhältnisse des Geschäftsbetriebes des Emittenten in seiner zum Datum des Prospekts bestehenden Struktur durch kombinierte Finanzinformationen für die letzten drei Geschäftsjahre darstellen lassen³⁰¹. Kombinierten Finanzinformationen begegnet man regelmäßig im Zusammenhang mit dem Herauslösen von Geschäftssparten aus größeren Konzerneinheiten zum Zwecke der eigenständigen Börsennotierung (sog. *Carve-out IPOs*)³⁰².

bb) Lagebericht, nicht-finanzielle Berichterstattung,

- 7.100a Der **EU Listing Act** sieht erstmals die **Aufnahme der konsolidierten Lageberichte** oder der darin enthaltenen Informationen für die letzten zwei Geschäftsjahre im Prospekt vor (Anh. I Abschnitt IV ProspektV n.F.). Dieser neue Abschnitt ersetzt praktisch Anh. I Abschnitt IV ProspektV „Betriebsergebnis, Finanzlage und Aussichten des Unternehmens“ (sog. *operating and financial review [OFR]*). Dies ist gegenüber der derzeitigen Rechtslage und Praxis eine bemerkenswerte Neuerung des erforderlichen Prospektinhalts. Zum einen bleibt die Darstellung von Betriebsergebnis, Finanzlage und Aussichten im Lagebericht typischerweise deutlich hinter der bislang üblichen Prospekt Darstellung der OFR zurück³⁰³. Zum anderen kann sich ein **Prospekthaftungsrisiko** in Bezug auf den Lagebericht ergeben, wenn innerhalb von zwei Jahren nach seiner Erstellung und Veröffentlichung ein Prospekt erstellt wird – zumal Lageberichte im Rahmen der Prognoseberichterstattung nach § 289 Abs. 1 Satz 4, § 315 Abs. 1 Satz 4 HGB zukunftsgerichtete Aussagen enthalten³⁰⁴, die zum Zeitpunkt der Prospekterstellung geradezu zwangsläufig veraltet sind. Hinzu kommt, dass Lageberichte künftig die signifikant erweiterte nicht-finanzielle **Nachhaltigkeitsberichterstattung gemäß CSRD**³⁰⁵ enthalten werden³⁰⁶.

cc) Vereinfachtes Prospektregime

- 7.100b Börsennotierte Emittenten können unter bestimmten Voraussetzungen auf die sog. vereinfachte Offenlegungsregelung für **Sekundäremissionen** nach Art. 14 Abs. 1 ProspektV zurückgreifen. Dazu müssen ihre Wertpapiere mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem sog. KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sein. Diese Möglichkeit besteht zunächst für Emissionen von Wertpapieren, die mit den bereits zugelassenen Wertpapieren fungi-

301 Dazu Meyer, Accounting 2/2006, 11, 13 anhand des Beispiels des Börsengangs der Praktiker Bau- und Heimwerkermärkte Holding AG.

302 Vgl. etwa Prospekt der Siemens Energy AG v. 7.9.2020; Prospekt der Vitesco Technologies Group AG v. 7.9.2021.

303 Sauer/Buchta, DB 2024, 1327, 1331.

304 Dazu etwa Böcking/Gros/Koch in Ebenroth/Boujong, HGB, 5. Aufl. 2024, § 315 HGB Rz. 22 ff.

305 Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen.

306 Schlitt/Ries/Lepke, AG 2024, 466, 468.

dennoch, die Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen von Marktsondierungen auf das notwendig Erscheinende zu begrenzen, sei es in Bezug auf die weiterzugebenden Informationen, sei es in Bezug auf den anzusprechenden Personenkreis²²⁰.

Halten Marktteilnehmer bei der Durchführung einer Marktsondierung diese Vorgaben des Art. 11 MAR nicht ein, bedeutet dies aber nicht, dass eine dabei erfolgte Offenlegung von Insiderinformationen deswegen unrechtmäßig wäre²²¹. **Die durch den EU Listing Act vorgesehenen Änderungen in Art. 11 MAR** bestätigen dieses Verständnis. In Art. 11 MAR n.F. soll durch einen expliziten Verweis auf Art. 10 Abs. 1 MAR zukünftig klarstellt werden, dass es sich bei einer Marktsondierung um eine **tatbestandsausschließende Bereichsausnahme (safe harbour)** vom Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen handelt²²². In jedem Fall ist jedoch auf die Einhaltung der allgemeinen Regeln zu achten, insbesondere das von der Rechtsprechung entwickelte Gebot der „Unerlässlichkeit“ der Offenlegung von Insiderinformationen (siehe Rz. 8.58). Diese dürfte freilich gegeben sein, wenn der abgabewillige Aktionär, der eine Kapitalerhöhung planende Emittent oder auch die begleitende Bank die Offenlegung von Insiderinformationen als erforderlich ansehen, um die Transaktion mit der nötigen Sicherheit durchführen zu können. Dabei dürfen die Anforderungen an die Voraussetzungen der „Unerlässlichkeit“ nicht zu eng gezogen werden. Denn es ist keinem der Beteiligten zuzumuten, ein Fehlschlagen der Transaktion zu riskieren und daraus resultierende etwaige Kursverwerfungen im Markt in Kauf zu nehmen²²³. Allerdings sollten **Vorkehrungen gegen die Gefahr von Insidergeschäften** getroffen werden. Es empfiehlt sich insoweit auch dann eine Orientierung an den Regelungen des Art. 11 MAR und den dazu erlassenen Delegierten Verordnungen, wenn diese nicht strikt befolgt werden, um in den Genuss der Rechtmäßigkeitsvermutung des Art. 11 Abs. 4 MAR zu kommen. Dazu gehört insbesondere der Hinweis auf die mögliche Insiderrelevanz der potenziellen Transaktion und eine Belehrung der angesprochenen Investoren über die insiderrechtlichen Verhaltenspflichten, bevor die Identität des Emittenten und der Einzelheiten der Transaktion mitgeteilt werden. Die Identität des Emittenten und die Einzelheiten der Transaktion werden den so angesprochenen Investoren nur dann offengelegt, wenn sie sich mit diesen Vorgaben einverstanden erklären²²⁴. Dies wird entweder in einer entsprechenden Vertraulichkeitsvereinbarung oder – mit Blick auf die regelmäßig gegebene Eilbedürftigkeit – mündlich (oft im Rahmen eines mit Einverständnis des Gesprächspartners aufgezeichneten Telefonats) mit einer nachfolgenden bestätigenden E-Mail-Nachricht dokumentiert²²⁵.

8.58b

 Änderungen hinsichtlich
Marktsondierung

Eine geplante Aktienplatzierung kann auch die Pflicht des betreffenden Emittenten zur Veröffentlichung einer sog. **Ad-hoc-Mitteilung** nach Art. 17 MAR auslösen. Freilich gilt es hier zu differenzieren. So muss ein Emittent nur solche Insiderinformationen veröffentlichen, die ihn unmittelbar betreffen²²⁶. Bei einer

8.59

220 Meyer in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 8 Rz. 91; Im Ergebnis ähnlich nach detaillierter Analyse der Regelungssystematik Singhof, ZBB 2017, 193, 202; ebenso unter Verweis auf die „effet utile“-Doktrin des EuGH ESMA, MAR Review report v. 23.9.2020, ESMA 70-156-2391, Rz. 255, 262, 289 ff.

221 So ausdrücklich Erwägungsgrund Nr. 35 Satz 4 MAR; ebenso BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25.3.2020, Abschnitt VI.4 (S. 94); fragwürdig dagegen ESMA, MAR Review Report v. 23.9.2020, ESMA 70-156-2391, Rz. 255, 262, 289 ff., die in den unter Art. 11 MAR erlassenen Verfahrensregelungen strikt zu beachtende Verhaltens- und Organisationspflichten versteht; kritisch dazu Meyer in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2025, Rz. 12.316a f.

222 Siehe auch Kornack, DB 2023, 1652, 1657.

223 Ähnlich Fleischer/Bedkowski, DB 2009, 2195, 2199.

224 Fleischer/Bedkowski, DB 2009, 2195, 2199.

225 Dazu Schelm in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2025, Rz. 15.609; Wolf in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 7.41.

226 Veil/Brüggemeier in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rz. 49; Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rz. 30; Klöhn in Klöhn, Art. 17 MAR Rz. 65 ff.; BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25.3.2020, Abschnitt I.3.2.2.2 (S. 33), Klöhn, AG 2016, 423, 429; Götze/Carl, Der Konzern 2016, 529, insbesondere zu Konzernsachverhalten.

die beiden Gesetze zur „Umsetzung“³⁶ der Prospekt-VO, das Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze³⁷ sowie das Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen³⁸, §§ 32 ff. BörsG und die BörsZulV und damit das Zulassungsverfahren inhaltlich nicht materiell geändert.

Das **Zukunftsfinanzierungsgesetz**³⁹ hat dagegen das **Zulassungsverfahren flexibilisiert** indem einerseits in einem neuen Abs. 2a in § 32 BörsG den Börsen die Möglichkeit eingeräumt wird, die Zulassungsvoraussetzungen in Teilbereichen des regulierten Marktes unterschiedlich zu regeln und für die Zulassung allein zum regulierten Markt die alleinige Antragstellung durch den Emittenten ausreichen zu lassen. Andererseits soll es möglich bleiben, für solche Teilbereiche des regulierten Marktes mit besonderen Zulassungsfolgepflichten in der Börsenordnung die Antragstellung weiterhin zwingend eine gemeinsame Antragstellung des Emittenten zu verlangen zusammen mit einem Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, einem Wertpapierinstitut oder einem nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätigen Unternehmen, kurz Emissionsbegleiter⁴⁰. Die Formulierung ist etwas unglücklich; besser wäre es gewesen, vom Grundfall des Antrags allein zum regulierten Markt auszugehen und für diesen die alleinige Antragstellung durch den Emittenten vorzuschreiben. Erst in einer daran anschließenden Regelung hätte dann die Bestimmung folgen können, dass die Börsenordnung für Teilbereiche des geregelten Marktes mit besonderen Zulassungsfolgepflichten eine Antragstellung durch den Emittenten zusammen mit einem Emissionsbegleiter verlangen kann⁴¹. Die **Frankfurter Wertpapierbörse hat von dieser Möglichkeit mit Wirkung ab dem 11.7.2024 Gebrauch gemacht**, so dass für den regulierten Markt, sog. General Standard, die Zulassung allein durch den Emittenten zu beantragen ist, während für den Prime Standard eine Mitantragstellung durch einen Emissionsbegleiter erforderlich ist⁴². Gleichzeitig wurde für die Zulassung zum Prime Standard eine sog. **Gattungszulassung** eingeführt, § 48 Abs. 1 BörsenO FWB: Konkret bedeutet das, dass der Emittent von Aktien, die zum General und als Gattung zum Prime Standard zugelassen sind, zukünftig bei einer Kapitalerhöhung für neue Aktien, die derselben Gattung angehören wie die bereits zugelassenen, nur noch eine Zulassung zum General Standard beantragen muss, nicht dagegen eine solche für den Prime Standard⁴³.

9.10b

36 Einer Umsetzung der Verordnung in nationales Recht bedarf es nicht, da diese unmittelbar gilt, Art. 288 Satz 2 AEUV. Insofern enthalten die beiden Gesetze auch nur ergänzende oder konkretisierende bzw. dort, wo die Verordnung (EU) 2017/1129 und die Delegierten Verordnungen 2019/979, 2019/780, 2020/1272, 2020/1273 und 2021/528 dem nationalen Gesetzgeber noch Regelungsraum überlässt, diesen ausnützende Regelungen.

37 BGBl. I 2018, 1102.

38 BGBl. I 2019, 1002.

39 BGBl. 2023 I Nr. 354.

40 RegBegr. ZuFinG, BT-Drucks. 20/8292, 99.

41 In die gleiche Richtung wohl Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zum Referentenentwurf des ZuFinG, dort Ziff. 2.7.3, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-gruppe-deutsche-boerse.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (zuletzt abgerufen am 6.9.2024), in der allerdings die Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit besonderen Zulassungsfolgepflichten, dem sog. Prime Standard, als Regelfall bezeichnet wird und dafür plädiert wird, auf eine Mitantragstellung durch einen Emissionsbegleiter gänzlich zu verzichten.

42 Änderung des § 45 Abs. 1 BörsenO FWB einerseits und des § 48 Abs. 1 BörsenO FWB andererseits durch die Zweiundzwanzigste Änderungssatzung zur Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, abrufbar über die Internet-Seite der Deutsche Börse AG (Regelwerke), zuletzt abgerufen: 6.9.2024. Vgl. auch die kurze Erläuterung im Rundschreiben Listing 024/24, abrufbar unter www.xetra.com/Rundschreiben, zuletzt abgerufen: 6.9.2024.

43 Siehe insbesondere die Erläuterung im Rundschreiben Listing 024/24, abrufbar unter www.xetra.com/Rundschreiben, zuletzt abgerufen: 6.9.2024, dort unter Ziff. 3 b, nach der es beim General Standard bei der Stückzulassung bleibt, so dass die Emittenten „weiterhin verpflichtet (sind), alle später ausgegebenen Aktien derselben Gattung zuzulassen (§ 40 Börsengesetz, § 69 Börsenzulassungsverordnung).“ Daraus lässt sich im Gegenschluss entnehmen, dass bei Zulassung der Gattung zum Prime Standard auch neue Aktien derselben Gattung zugelassen sind.

- 9.10c Das **Zukunftsfinanzierungsgesetz II**⁴⁴ soll einige Zulassungsvoraussetzungen ändern, u.a. **§ 3 BörsZulV** und damit die Zulassungsvoraussetzung der Mindestdauer des Bestehens des Emittenten **aufheben**, die Regelung zum free float in § 9 BörsZulV an die Vorgaben von Art. 51a Abs. 4 bis 6 MiFID anpassen und die bislang in § 51 BörsZulV vorgesehene Veröffentlichung der Zulassung im eBanZ streichen.
- 9.10d Die nachfolgende Darstellung konzentriert sich auf die Zulassung von Wertpapieren einer herkömmlichen Aktiengesellschaft; die Besonderheiten bei der Zulassung einer Börsenmantelaktiengesellschaft (Special Purpose Acquisition Company, SPAC) werden in einem eigenen Abschnitt behandelt, vgl. § 10.

II. Zulassungsvoraussetzungen

1. Überblick

- 9.11 Die Voraussetzungen⁴⁵ für die **Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt** sind in **§ 32 Abs. 3 BörsG** sowie der auf der Grundlage der Ermächtigung in § 34 BörsG erlassenen **Börsenzulassungsverordnung** geregelt. § 32 Abs. 3 Nr. 1 BörsG verweist auf die Börsenzulassungsverordnung als der nach § 34 BörsG erlassenen Vorschrift und gibt eine Auslegungsregelung für die Bestimmungen der Börsenzulassungsverordnung vor⁴⁶. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG hebt als besondere Zulassungsvoraussetzung hervor, dass dem Zulassungsantrag ein gebilligter oder bescheinigter Prospekt beizufügen ist, soweit die Verordnung (EU) 2017/1129 in Art. 1 Abs. 5 nicht hiervon befreit bzw. nach Art. 1 Abs. 2 Verordnung (EU) 2017/1129 diese nicht anwendbar ist.
- 9.12 Durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz neu eingefügt wurde in § 32 Abs. 3 Nr. 1 BörsG der Verweis auf Art. 35 der **Verordnung (EG) Nr. 1287/2006**⁴⁷, die allerdings zwischenzeitlich im Wesentlichen durch die unmittelbar anwendbare Delegierte Verordnung (EU) 2017/568⁴⁸ ersetzt wurde⁴⁹. In Umsetzung und Konkretisierung von Art. 40 der Richtlinie 2004/39/EG enthält Art. 35 Verordnung 1287/2006 unmittelbar anwendbare⁵⁰ Anforderungen an den Emittenten und die Wertpapiere hinsichtlich der freien Handelbarkeit. Der deutsche Gesetzgeber hat bei Umsetzung der Richtlinie 2004/39/EG durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz die zur freien Handelbarkeit der Wertpapiere einschlägige Vorschrift des § 5 BörsZulV nicht geändert. Damit hat er klar zu erkennen gegeben, dass nach seiner Ansicht § 5 BörsZulV Art. 35 Verordnung 1287/2006 jedenfalls nicht widerspricht und insofern kein Änderungsbedarf besteht⁵¹. Generell ist davon auszugehen, dass sowohl der europäische Gesetzgeber, da er bei Erlass

44 RegE v. 27.11.2024, abrufbar unter <https://ottosc.hm/wA09g>.

45 Überblick über die Zulassungsvoraussetzungen auch bei *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, § 32 BörsG Rz. 44 ff.; *Foelsch/Wittmann*, BuB Rz. 7/593 ff.

46 *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Vorbemerkung BörsZulV Rz. 3 und *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 30 BörsG Rz. 51; § 32 Abs. 3 Nr. 1 BörsG dient der Auslegung der BörsZulV, deren Vorschriften i.S.d. Schutzes des Publikums und des ordnungsgemäßen Börsenhandels auszulegen sind.

47 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission v. 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EG Nr. L 241 v. 2.9.2006, 1.

48 Delegierte Verordnung (EU) 2017/568 der Kommission v. 24.11.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments durch technische Regulierungsstandards für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel an geregelten Märkten, ABl. EU 2017 Nr. L 87, 117.

49 *Seiffert/Lembke* in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, BankR/KapMarktR Rz. 14.456.

50 Zur unmittelbaren Anwendbarkeit europäischer Verordnungen im nationalen Recht der Mitgliedstaaten vgl. nur *Groß*, Kapitalmarktrecht, Vorbem. BörsG Rz. 20.

51 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG Rz. 12; ausführlich zum „Nebeneinander“ der DurchführungsV MIFIDI bzw. der Delegierten Verordnung (EU) 2017/568 und §§ 5, 6, 9 und 11 BörsZulV *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, § 32 BörsG Rz. 45.

VIII. Einführung

- 9.95 Nach der Legaldefinition des § 38 Abs. 1 BörsG ist die Einführung „die **Aufnahme der Notierung** zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt“. Sie ist seit der Änderung durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz **nicht** mehr **Verwaltungsakt**, sondern schlicht privatrechtliche Tätigkeit²⁹¹, setzt die Zulassung voraus (vgl. schon Rz. 9.1) und erfolgt auf Antrag des Emittenten. Das Erfordernis, dass der Antrag von einem Kreditinstitut gestellt werden musste, ist durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz²⁹² entfallen²⁹³.

Zu den Einzelheiten der **Einführung**, aber auch zur **Kursaussetzung** und **Einstellung**, sei auf die Spezialliteratur verwiesen²⁹⁴.

Neues Kapitel!

§ 10

Börsenmantelaktiengesellschaften

I. Einleitung	10.1	4. Recht zum Opt-out	10.23
II. Entwicklung des SPAC-Marktes und Merkmale einer SPAC-Transaktion		5. Liquidation	10.24
1. Historische Perspektive		IV. Börsenmantelaktiengesellschaft	10.25
a) USA	10.2	1. Begriffsbestimmungen und Systematik	
b) Deutschland	10.5	a) Börsenmantelaktiengesellschaft ..	10.26
2. Ablauf einer SPAC-Transaktion	10.6	b) Initiator	10.31
a) Grundskizze	10.7	c) Zieltransaktion	10.32
b) Zweckbindung	10.8	2. Börsengang	
c) Börsengang der SPAC	10.9	a) IPO im regulierten Markt	10.33
d) Beteiligung der Sponsoren	10.10	b) Prospektrechtliche Anforderungen	10.35
e) De-SPAC-Transaktion	10.11	3. Durchführung der Zieltransaktion	10.37
f) Befristung	10.15	4. Die BMAG als Rechtsformvariante der AG	
g) Anlegerschutz	10.16	a) Einlage und Verwendungsabrede .	10.41
h) Vorteile und Risiken einer SPAC-Transaktion	10.17	b) Zuständigkeit der Hauptversammlung	10.43
III. Aktienrechtliche Hindernisse vor Inkrafttreten des ZuFinG	10.19	c) Andienungsrecht, Zulässigkeit der Einlagenrückgewähr	10.45
1. Kapitalaufbringung	10.20	d) Aktienoptionen	10.47
2. Beteiligung der SPAC-Aktionäre und Sponsoren	10.21	e) Beendigung	10.49
3. Hauptversammlungsbeschluss zur De-SPAC-Transaktion	10.22	V. Ausblick	10.52

²⁹¹ Groß, Kapitalmarktrecht, § 38 BörsG Rz. 2; Kümpel/Hammen, Börsenrecht, S. 236; a.A. Gebhard in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 37 BörsG Rz. 4; Heidelberg in Schwark/Zimmer, § 38 BörsG Rz. 2: Einführung sei Verwaltungsakt.

²⁹² BGBl. I 2002, 2010.

²⁹³ Vgl. Begr. RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz BT-Drucks. 14/8017, 62, 80.

²⁹⁴ Groß, Kapitalmarktrecht, Kommentierung § 25 BörsG und § 38 BörsG.

wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, (b) die Aufschiebung der Offenlegung nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irrezuführen¹²², und (c) der Emittent die Geheimhaltung dieser Informationen sicherstellen kann. Um den Schutz berechtigter Interessen zu konkretisieren, nennt Erwägungsgrund 50 der MAR neben laufenden Verhandlungen, bei denen der normale Ablauf von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würde (und hier insbesondere Situationen, in denen die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten durch eine frühzeitige Veröffentlichung stark und unmittelbar gefährdet ist, indem der Abschluss spezifischer Verhandlungen vereitelt werden würde, die eigentlich zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind), und vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden, sofern die Struktur eines solchen Emittenten die Trennung zwischen diesen Organen vorsieht und eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die **korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden** würde¹²³. Hinsichtlich der Sicherstellung der Geheimhaltung legt Art. 17 Abs. 7 MAR strengere Anforderungen an als § 15 Abs. 3 WpHG a.F.: Während ein Emittent in der Vergangenheit auch im Falle des Auftauchens eines präzisen Gerüchts die Selbstbefreiung aufrechterhalten und zumindest für eine gewisse Zeit eine „No Comment“-Strategie verfolgen konnte, wenn er ausschließen konnte, dass das Gerücht aus seinem Einflussbereich stammte (etwa weil starke Anhaltspunkte dafür sprechen, dass bei einer kontroversen M&A-Transaktion die Information über die Gegenseite in den Markt durchgesickert war), hat der Gesetzgeber dieser „Sphärentheorie“ nunmehr eine Absage erteilt. In der Praxis ist nun allein die **inhaltliche Qualität des Gerüchts**, nicht aber dessen mögliche Herkunft, zu beurteilen. Ist das Gerücht entsprechend präzise, kann dies einen weiteren Aufschub der Veröffentlichung hindern und damit eine Veröffentlichung zur Unzeit erforderlich machen¹²⁴.

Reform der Ad-hoc-Publizität

- 11.58 Im Rahmen der Änderungen durch das unter der Bezeichnung „EU Listing Act“ zusammengefasste Maßnahmenpaket (siehe dazu bereits Rz. 11.26), die insoweit am 5.6.2026 in Kraft treten werden, kommt es im Insiderrecht zu einem **Paradigmenwechsel**, der bei **zeitliche gestreckten Geschehensabläufen** seine Wirkung entfaltet: **Zwischenschritte auf dem Weg zu einem bestimmten (End-)Umstand oder (End-)Ereignis** können bislang gemäß der im Fall Geltl/Daimler¹²⁵ entwickelten Rechtsprechung, die dann in die MAR (siehe Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 2 MAR) übernommen wurde, für sich bereits genommen Insiderinformationen darstellen und unterfallen – gemäß dem **derzeit noch uneingeschränkt geltenden Einheitsprinzip** – gleichzeitig dem Handelsverbot und der grundsätzlich unverzüglichen Veröffentlichungspflicht (sofern nicht ein vorübergehender Aufschub der Offenlegung begründet werden konnte und von der Emittentin beschlossen wird). Derartige Situationen dürften in der Praxis einen der Hauptanwendungsfälle für einen Aufschub der Offenlegung darstellen, etwa bei

122 Im Rahmen der Änderungen durch das unter der Bezeichnung „EU Listing Act“ zusammengefasste Maßnahmenpaket (siehe dazu bereits Rz. 11.26), die insoweit am 5.6.2026 in Kraft treten werden, wird zukünftig zu prüfen sein, ob die Insiderinformation nicht im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder einer anderen Art der Kommunikation des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate zu derselben Angelegenheit stehen, auf die sich die Insiderinformationen beziehen. Inhaltlich wird man hierin keine materielle Änderung gegenüber der bislang geltenden Rechtslage, sondern eher eine Präzisierung in der Formulierung des schon bislang geltenden Prüfungsmaßstabs sehen können.

123 Siehe dazu auch BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C (25.3.2020), Ziff. I.3.3.1.2. sowie umfassend hier bei § 14.

124 Dazu insgesamt von der ESMA den „Final Report – Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information“ v. 13.7.2016 sowie die MAR-Leitlinien „Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen“ v. 20.10.2016 und BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C (25.3.2020), Ziff. I.3.3.1. mit relativ strengen Anforderungen an eine ausreichende Präzision im vorgenannten Sinne; hierzu insgesamt auch *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2020, 477.

125 EuGH v. 28.6.2012 – C-19/11 – Geltl/Daimler, NJW 2012, 2787 = ZIP 2012, 1282 = AG 2012, 555 = BB 2012, 1817.

der Vorbereitung von Kapitalmarkttransaktionen oder M&A-Aktivitäten in für Anleger wesentlicher Größenordnung. Zukünftig gilt bei solchen Zwischenschritten zwar weiterhin unmittelbar das Handelsverbot, jedoch ist keine unverzügliche Offenlegung mehr erforderlich, sofern die Geheimhaltung der Insiderinformation durch den Emittenten sichergestellt ist. Die Gewährleistung der Vertraulichkeit ist auch bis zum Erreichen des bestimmten (End-)Umstands bzw. (End-)Ereignisses fortlaufend zu überprüfen. Anders als bislang bzw. in allen sonstigen Fällen bedarf es insoweit keiner Beschlussfassung durch den Emittenten. Die **Neuregelung enthält für Zwischenschritte in solchen gestreckten Vorgängen also eine „automatische Befreiung“** von der für alle anderen Fälle ansonsten unverändert geltenden Verpflichtung zur unverzüglichen Offenlegung der Insiderinformation. Die EU-Kommission ist durch den EU-Gesetzgeber gefordert, in einem delegierten Rechtsakt entsprechende (End-)Ereignisse in einer – wenn auch nicht abschließenden – Liste festzulegen.

Einstweilen frei.

11.59

4. Weitere wesentliche Anforderungen einer Due Diligence

Unabhängig von den sich aus der Börsennotierung der Aktien einer Gesellschaft ergebenden Voraussetzungen und Besonderheiten haben Geheimhaltungspflichten des Unternehmens ebenfalls einen erheblichen Einfluss auf Zulässigkeit und Gestaltung der Due Diligence. Neben vertraglichen Geheimhaltungsvereinbarungen mit Dritten (siehe dazu auch Rz. 8.84 ff. und Rz. 15.84) resultieren diese insbesondere aus datenschutz- und arbeitsrechtlichen Vorschriften und Anforderungen.

11.60

a) Datenschutzrechtliche Auswirkungen auf die Due Diligence

Datenschutzrechtliche Anforderungen an die Due Diligence ergeben sich insbesondere aus den Vorschriften über den Schutz personenbezogener Daten nach dem **Bundesdatenschutzgesetz**. Liegen personenbezogene Daten i.S.v. § 3 BDSG vor, so ist deren Übermittlung (d.h. Bekanntgabe gegenüber Dritten) grundsätzlich nur zulässig, wenn und soweit das BDSG oder eine andere Rechtsvorschrift dies erlaubt oder der Betroffene eingewilligt hat. Nach § 28 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2, Abs. 2 Nr. 2a BDSG ist eine Übermittlung etwa dann zulässig, soweit sie zur Wahrung berechtigter Interessen der verantwortlichen Stelle (Aktiengesellschaft) oder eines Dritten (potentieller Erwerber) erforderlich ist und kein Grund zur Annahme besteht, dass schutzwürdige Interessen der Betroffenen an dem Ausschluss der Übermittlung überwiegen. Dies ist im Einzelfall zu prüfen. Zwar sieht § 4a BDSG auch die Einwilligung der betroffenen Personen vor, allerdings ist dies aus Zeit- und Geheimhaltungsgründen bei einer Due Diligence-Prüfung nicht praktikabel. Datenschutzrechtlich unproblematisch ist die Informationsweitergabe im Regelfall nur, wenn die Daten anonymisiert (§ 3 Abs. 6 BDSG) sind. Einen Unterfall der Anonymisierung von Daten stellt ihre Zusammenfassung dar, wenn sich als Folge dieser Zusammenfassung keine personenbezogenen Daten mehr ermitteln lassen (sog. Aggregation)¹²⁶. In der Praxis kommen – je nach Art der Daten und den Anforderungen des Kaufinteressenten – verschiedene Verfahren zur Anwendung, um die Einhaltung datenschutzrechtlicher Vorschriften im Rahmen der Due Diligence zu gewährleisten¹²⁷. Infolge des Inkrafttretens der **EU-Datenschutz-Grundverordnung** am 25.5.2018, welche die Bedingungen zur Verarbeitung personenbezogener Daten weiter verschärft hat und zugleich für Verstöße Geldbußen von bis zu 20.000.000 € oder 4 % des weltweit im Vorjahr erzielten Umsatzes des betroffenen Unternehmens vorsieht, hat dieser Gesichtspunkt zweifellos weiter an Bedeutung gewonnen¹²⁸.

11.61

¹²⁶ Vgl. zu den datenschutzrechtlichen Grenzen auch *Aubel* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 32.59 ff.

¹²⁷ Vgl. dazu auch *Hensel/Dröstling*, DStR 2021, 170, 172; siehe ferner z.B. Innenministerium Baden-Württemberg, Hinweise zum Datenschutz für die private Wirtschaft (Nr. 38), A. Schutz der Kundendaten bei der Fusion von Banken; Berliner Beauftragter für Datenschutz und Informationsfreiheit, Jahresbericht 2003, Ziff. 4.6.1, Jahresbericht 2006, Ziff. 7.2.1, und Jahresbericht 2007, Ziff. 9.2.

¹²⁸ Siehe dazu auch mit praktischen Hinweisen *Keßler*, CCZ 2020, 158 ff.

- 14.38 Der Ausschluss des Bezugsrechts führt dazu, dass sich der Anteil der vom gesetzlichen Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre verringert (*anteilmäßige Verwässerung*). Neben der anteilmäßigen Verwässerung droht den Aktionären ein Vermögensnachteil, wenn nämlich die neuen Aktien zu Bedingungen ausgegeben werden, die den Übernehmern der neuen Aktien günstige Bedingungen für den Aktienwerb bietet, oder – wie § 255 Abs. 2 und 4 AktG formuliert – „der auf eine Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig ist“ (*vermögensmäßige Verwässerung*). Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung bietet **Schutz gegen eine vermögensmäßige Verwässerung** die neue, mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz⁴⁷ eingeführte Vorschrift des § 255 Abs. 4 AktG. Danach können Aktionäre, die im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung vom Bezugsrecht ausgeschlossen werden, von der Gesellschaft eine Ausgleichsleistung verlangen, wenn der auf eine Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig ist⁴⁸. Die Ausgleichszahlung wird auf Antrag eines vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionärs im Spruchverfahrens überprüft, § 255 Abs. 7 AktG. Werden die Aktionäre im Rahmen einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital vom Bezugsrecht ausgeschlossen, finden die neuen gesetzlichen Regeln des § 255 Abs. 4 und 5 AktG keine Anwendung⁴⁹.
- 14.39 Für die **Ermittlung der Ausgleichszahlung** sind der Wert der Einlage und der Wert der neuen Aktien gegenüberzustellen⁵⁰. Anhand welcher Methode der Wert der Einlage – also etwa eines Unternehmensanteils oder eines Patents – zu ermitteln ist, regelt das Gesetz nicht. Der Bericht des Finanzausschusses zum Regierungsentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetz⁵¹ gibt den wenig klaren Hinweis, dass „der Wert der Einlage auch die Vereinbarung eines angemessenen Abschlags enthalten“ könne. Der Abschlag könne „unter Umständen auch über die zu § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG entwickelten Grundsätze hinausgehen.“ Als Beispiele nennt der Bericht des Finanzausschusses Unternehmenserwerbe, Sanierungsfälle und Umtauschangebote (§ 31 Abs. 2 WpÜG). Richtigerweise ist anzunehmen, dass Vorstand und Aktionärsmehrheit jedenfalls dann ein weites Bewertungsermessen haben, wenn die Einlage von einem unabhängigen Dritten geleistet wird⁵². Eine gerichtliche Bewertungskontrolle findet nur statt, wenn die Aktien von einem Aktionär übernommen und von diesem die Einlage geleistet wird, der aufgrund der Höhe seiner Beteiligung maßgebenden Einfluss auf die Abstimmung in der Hauptversammlung hat. Von diesem Sonderfall abgesehen, hat das Gericht im Spruchverfahren nur zu prüfen, ob sich der Vorstand und die Aktionärsmehrheit im Rahmen ihres weiten Bewertungsermessens bewegen⁵³. Anders als bei der Überprüfung von Ausgleich, Abfindung oder Verschmelzungswertrelation ist es nicht Aufgabe des Gerichts, eigene Feststellungen zum Wert der Einlage oder zur Bewertungsmethode zu treffen. Eine Bewertungskontrolle, wie bei der Überprüfung von Ausgleich, Abfindung oder Verschmelzungswertrelation, ist bei einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre nur und erst geboten, wenn die neuen Aktien von einem Aktionär übernommen werden, der die Abstimmung der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung mit seinen Stimmen maßgebend beeinflusst⁵⁴. Bei der Bewertung der neuen Aktien sind dagegen die Bewertungsregeln vorgegeben, wenn die neuen Aktien von einer börsennotierten Aktiengesellschaft ausgegeben werden: Ihr Wert entspricht dann dem Börsenkurs der Aktien, § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG. Der

47 Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), BGBl. I 2023, Nr. 354.

48 Das gilt nicht, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgeschlossen worden ist.

49 Näher dazu *Verse*, AG 2024, 297 Rz. 6.

50 Auch *Verse*, AG 2024, 297 Rz. 10.

51 BT-Drucks. 20/9362, 124.

52 Vgl. auch *Lieder/Hilser*, ZHR 188 (2024), 186, 202; *Verse*, AG 2024, 297 Rz. 13; *Stilz/Schumann* in BeckOGK AktG, Stand 1.6.2024, § 255 AktG Rz. 42; auch *Decher/Drescher* in VGR, Reformbedarf im Aktienrecht – Vorschläge für eine große Aktienrechtsreform, 2024, Rz. 15.18.

53 Im Ergebnis auch *Schwarz*, AG 2024, S31 Rz. 80 f.; *Bungert/Strothotte*, DB 2024, 36, 39.

54 Anderer Ansicht *Schwarz*, AG 2024, S31 Rz. 111 („Anders ausgedrückt setzt das Gesetz voraus, dass dem Vorstand auch im Verhältnis zum herrschenden Aktionär ein unternehmerischer Ermessensspielraum zuzubilligen ist.“).

VI. Anstehende Änderungen durch den „EU Listing Act“

Auf Vorschlag der EU-Kommission verabschieden die EU-Gremien im Laufe des Jahres 2024 einen „EU Listing Act“⁴⁰¹. Der Listing Act tritt 20 Tage nach Veröffentlichung in Kraft. Die in ihm vorgesehenen Änderungen u.a. der MAR sind jedoch erst 15 bzw. 18 Monate nach dem Inkrafttreten des Listing Act anzuwenden. Im Ergebnis bedeutet dies, dass die Änderungen insbesondere der MAR erst ab Frühjahr/Sommer 2026 Anwendung finden. Trotzdem soll nachstehend ein kurzer Überblick gegeben werden. 15.110

Der Listing Act enthält eine Verordnung zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospektverordnung), der Verordnung (EU) 596/2014 (MAR) und der Verordnung (EU) 600/2014 (MiFIR) sowie eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) und der Aufhebung der Richtlinie 2011/34/EC (Wertpapierzulassungsrichtlinie). Die wahrscheinlich wichtigsten Veränderungen sieht der EU Listing Act im Bereich des Insiderrechts bzw. der Ad hoc-Publizität vor neben Änderungen im Bereich der Aktienrückkaufprogramme, der Marktsondierung, der Insiderlisten und der Managers' Transactions. 15.111

Bisher verwendet das Gesetz einen einzigen Begriff der Insiderinformation, an den gleichermaßen die Insiderverbote wie die Ad hoc-Publizität anknüpft (zu früheren Bestrebungen einer Differenzierung vgl. Rz. 15.13). Den Gleichlauf zwischen Insiderverboten und Ad hoc-Publizität erreicht Art. 17 MAR dadurch, dass grundsätzlich sämtliche Insiderinformationen ad hoc zu veröffentlichen sind. Dieser Gleichlauf wird de facto aufgegeben, wenn Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR dahingehend geändert wird, dass „inside information related to intermediate steps in a protracted process“ nicht mehr veröffentlicht werden muss, wenn diese Teilschritte „are connected with bringing about particular circumstances or an event“. Bei derartigen gestreckten Sachverhalten sollen nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 Satz 3 MAR n.F. nur die „final circumstances“ oder der „final event“ ad hoc-pflichtig sein, d.h. Zwischenschritte im Rahmen eines zeitlich gestreckten Vorgangs sind nicht veröffentlichungspflichtig⁴⁰². Ebenso wenig soll es einer Selbstbefreiung durch den Emittenten hinsichtlich der Zwischenschritte bedürfen. Als Begründung für diese Änderungen gibt Erwägungsgrund (58) an, dass eine zu frühe Information für den Markt irreführend sein kann⁴⁰³. 15.112

Die „Gegenstücke“ der Abschaffung der Pflicht zur Veröffentlichung von Zwischenschritten sind die Einfügung von Art. 17 Abs. 1a, die Neufassung von Art. 17 Abs. 4 und Abs. 7 und die Einfügung von Abs. 12 MAR. Nach dem neu eingefügten Abs. 1a hat der Emittent für Insiderinformation i.S.v. Art. 7 MAR sicherzustellen („shall ensure“), dass sie bis zur Veröffentlichung vertraulich bleibt. Dies ist die Folge daraus, dass Zwischenschritte nicht mehr ad hoc-pflichtig sind („Aufschub kraft Gesetzes“⁴⁰⁴) und es diesbezüglich keiner Aufschubentscheidung mehr bedarf (vgl. Art. 17 Abs. 4a MAR n.F.). Damit würde auch die entsprechende Veröffentlichungspflicht nach Abs. 7 entfallen, selbst wenn die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist. Abs. 7 n.F. sieht daher auch eine Pflicht zur Veröffentlichung vor, wenn die Vertraulichkeit nach Abs. 4a nicht mehr gewährleistet ist. Dies gilt auch im Fall von Gerüchten bezüglich der Zwischenschritte. I.E. dürfte der durch Zwischenschritte für den Emittenten verursachte Aufwand nicht wesentlich abnehmen. 15.113

Art. 17 Abs. 4 MAR wird dahingehend geändert, dass Voraussetzung für eine Selbstbefreiung neben den bisherigen Bedingungen gemäß lit. a und c ist, dass „the issuer is not in contrast with the latest public announcement or other type of communication on the same matter to which the inside information refers to“. Diese Formulierung soll an die Stelle der „Eignung zur Irreführung der Öffentlich- 15.114

401 ABl. EU Nr. L 2024/2809, 2024/2810 sowie 2024/2811 v. 14.11.2024.

402 Vgl. *Wilhelm*, BKR 2024, 747, 753; *Hellgardt*, AG 2024, 57, 64 ff.

403 Vgl. dazu *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, 59 ff. m.w.N.; *Koch*, AG 2024, 97, 105 ff.

404 Begriff von *Martin*, DB 2024, 1393, 1395.

III. Bericht des Aufsichtsrates an die Hauptversammlung

1. Allgemeines

- 28.53 Über die im abgelaufenen Geschäftsjahr wahrgenommene Überwachung der Geschäftsleitung sowie insbesondere über das Ergebnis der Prüfung des Jahresabschlusses, des Lageberichts und des Vorschlags für die Verwendung des Bilanzgewinns sowie ggf. des Konzernabschlusses hat der Aufsichtsrat der Hauptversammlung nach § 171 Abs. 2 AktG zu berichten. Der Bericht ist schriftlich zu erstatten und vom Aufsichtsratsvorsitzenden oder im Verhinderungsfall von dessen Stellvertreter zu unterzeichnen¹⁹⁸. Die Vorbereitung des Berichts kann einem Ausschuss übertragen werden. Über das Ergebnis der Prüfung und den Inhalt des Berichts muss jedoch nach § 107 Abs. 3 Satz 3 AktG das **Aufsichtsratsplenum** einen **Beschluss** fassen¹⁹⁹. Der Bericht ist nicht nur **Bericht über das Ergebnis der eigenen Prüfung des Jahresabschlusses**, sondern auch **Rechenschaftsbericht des Aufsichtsrates** über seine gesamte eigene Tätigkeit während des abgelaufenen Geschäftsjahres und bildet damit eine wesentliche Grundlage für die Entscheidung der Hauptversammlung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrates nach § 120 AktG²⁰⁰.

2. Inhalt des Berichts

a) Prüfung des Jahresabschlusses und Konzernabschlusses

- 28.54 Der Inhalt des Berichts insbesondere hinsichtlich der Prüfung des Jahresabschlusses, des Lageberichts und des Vorschlags für die Verwendung des Bilanzgewinns sowie ggf. des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts ergibt sich im Wesentlichen aus § 171 Abs. 2 AktG. Der Aufsichtsrat hat zum Ergebnis der Prüfung des Jahresabschlusses sowie bei Mutterunternehmen auch des Konzernabschlusses durch den Abschlussprüfer Stellung zu nehmen und zu erklären, ob nach dem abschließenden Ergebnis seiner eigenen Prüfung Einwendungen zu erheben sind und ob er den aufgestellten Jahresabschluss und Konzernabschluss billigt (vgl. zum Jahresabschluss im Einzelnen Rz. 60.1 ff. und zum Konzernabschluss Rz. 61.1 ff.).

Die **CSR-Richtlinie vom 14.12.2022**²⁰¹, die die börsennotierte AG bereits für das Geschäftsjahr 2024 betrifft, soweit sie bereits der Pflicht zur nichtfinanziellen Berichterstattung unterliegt und die in den Folgejahren in einem zeitlich gestreckten Verfahren auch für die nicht börsennotierte AG relevant sein wird, erweitert nach Art. 19a CSR-Richtlinie die Prüfungsgegenstände des Aufsichtsrats auf den **Nachhaltigkeitsbericht**, in dem auf Basis der doppelten Wesentlichkeitsanalyse²⁰² über die Nachhaltigkeitsstrategie, die Nachhaltigkeitsziele, Nachhaltigkeitsmaßnahmen und Prioritäten zu berichten ist²⁰³. Er

198 BGH v. 21.6.2010 – II ZR 24/09, AG 2010, 632, 634; A/D/S, 6. Aufl. 1997, § 171 AktG Rz. 62; Ekkenga in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2013, § 171 AktG Rz. 71; Hennrichs/Pöschke in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2022, § 171 AktG Rz. 215.

199 BGH v. 21.6.2010 – II ZR 24/09, AG 2010, 632, 633; A/D/S, 6. Aufl. 1997, § 171 AktG Rz. 63; Euler/Klein in BeckOGK AktG, Stand 1.2.2021, § 171 AktG Rz. 77; Grigoleit/Zellner in Grigoleit, § 171 AktG Rz. 15; Lutter, AG 2008, 1, 10; E. Vetter in Großkomm. AktG, 5. Aufl. 2018, § 171 AktG Rz. 260.

200 OLG Stuttgart v. 15.3.2006 – 20 U 25/0504 – RTV Family Entertainment, AG 2006, 379, 380; LG München I v. 10.3.2005 – 5 HK O 18110/04 – Para, AG 2005, 408; Koch, § 171 AktG Rz. 17; Hennrichs/Pöschke in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2022, § 171 AktG Rz. 185; Trescher, DB 1998, 1016, 1017; E. Vetter, ZIP 2006, 257, 258; vgl. auch E. Vetter, ZIP 2006, 952.

201 Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, ABl. EU Nr. L 322 v. 16.12.2022, 15.

202 Herold/Grottel/Klein, IRZ 2023, 475, 476 ff.; E. Vetter in Hommelhoff/Hopt/Leyens (Hrsg.), Unternehmensführung durch Vorstand und Aufsichtsrat, 2024, § 42 Rz. 11.

203 Generell dazu z.B. E. Vetter in Hommelhoff/Hopt/Leyens (Hrsg.), Unternehmensführung durch Vorstand und Aufsichtsrat, 2024, § 42 Rz. 38 ff.

ist vom Vorstand aufzustellen und bildet einen festen Bestandteil des (Konzern-)Lageberichts. Der Nachhaltigkeitsbericht, der die bisherige **nichtfinanzielle Berichterstattung** nach § 289b Abs. 3 oder § 315b Abs. 3 HGB a.F. ablösen soll, betrifft zunächst nur die Gesellschaften, die bereits bisher zur **nichtfinanziellen Berichterstattung** verpflichtet sind. Im Unterschied zu dieser²⁰⁴ soll der Nachhaltigkeitsbericht gemäß Art. 34 CSR-Richtlinie der zwingenden externen Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer unterliegen. Diese Prüfung wird nach Art. 26a Abs. 3 Richtlinie 2006/43/EG allerdings – vorerst – nur mit limited Assurance erfolgen²⁰⁵. Ob sich hieraus Auswirkungen auf die Prüfungsverantwortung des Aufsichtsrats ergeben, ist derzeit noch unklar²⁰⁶.

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der CSR-Richtlinie²⁰⁷ ist mit Auflösung des Bundestags dem Grundsatz der Diskontinuität anheimgefallen. Das Versäumnis der rechtzeitigen Umsetzung der Richtlinie führt nicht zu einer unmittelbaren Anwendung ihrer Bestimmungen, sodass betroffene Gesellschaften für das Geschäftsjahr 2024 weiterhin der **Pflicht zur Erstellung einer nichtfinanziellen Berichterstattung** nach §§ 289b und 315b HGB nachzukommen haben. Da die Berichterstattung grundsätzlich auch nach den zur Anwendung der CSR-Richtlinie erlassenen ergänzenden European Sustainability Reporting Standards (ESRS)²⁰⁸ erfolgen kann und § 289d HGB ausdrücklich die nichtfinanzielle Berichterstattung unter anderem unter Nutzung von europäischen Rahmenwerken erlaubt, zu denen die ESRS zu zählen sind, ist im Einzelfall zu prüfen, ob im Rahmen der nichtfinanziellen Berichterstattung auch die Anforderungen für einen CSRD-konformer Nachhaltigkeitsbericht erfüllt werden können mit der Folge, dass etwa ausländische Tochtergesellschaften, die ihrerseits berichtspflichtig sind, von der Befreiungsmöglichkeit gemäß Art. 19a Abs. 9 CSR-Richtlinie Gebrauch machen könnten. Die Anwendung der ESRS im Rahmen der Berichterstattung muss allerdings gemäß § 289d Satz 2 HGB im Bericht offengelegt werden.

b) Prüfung der Geschäftsführung

§ 171 Abs. 2 Satz 2 AktG verlangt ausdrücklich auch die Mitteilung über Art und Umfang der Prüfung der Geschäftsleitung durch den Aufsichtsrat. In Anlehnung an die Berichterstattungspflichten des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat nach § 90 Abs. 4 AktG ist auch der Aufsichtsrat zur Beachtung der Grundsätze einer gewissenhaften und getreuen Rechenschaft verpflichtet²⁰⁹. Die Vorschrift verlangt eine **aussagekräftige individuelle und qualitative Darlegung der während des Berichtsjahres erfolgten Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrates**. Dabei ist insbesondere auf die unterschiedlichen vom Aufsichtsrat genutzten Überwachungsinstrumente einzugehen wie z.B. die Berichterstattung nach § 90 Abs. 1 AktG, Unterrichtung des Aufsichtsratsvorsitzenden nach § 90 Abs. 1 Satz 3 AktG, Sonderberichte nach § 90 Abs. 3 AktG, Einsichtnahme in Bücher oder die Beauftragung von Sachverständigen nach § 111 Abs. 2 AktG sowie die Prüfung zustimmungspflichtiger Geschäfte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG²¹⁰.

28.55

204 Siehe dazu z.B. *Hennrichs*, ZGR 2018, 206, 220; *Mock*, ZIP 2017, 1195, 1201; *E. Vetter* in FS Marsch-Barner, 2018, S. 559, 567.

205 *Velte/Stawinoga*, Wpg 2022, 1136; *E. Vetter* in Hommelhoff/Hopt/Leyens (Hrsg.), Unternehmensführung durch Vorstand und Aufsichtsrat, 2024, § 42 Rz. 32.

206 Kritisch z.B. *E. Vetter*, AG 2024, 398, 399.

207 Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, BT-Drucks. 20/12787.

208 Siehe dazu z.B. *Lanfermann/Kutter*, BB 2023, 2024.

209 OLG Nürnberg v. 20.9.2006 – 12 U 3800/04 – DIC Asset, AG 2007, 295, 298; LG München I v. 5.4.2007 – 5 HK O 15964/06, AG 2007, 417, 418; *Potthoff/Trescher/Theisen*, AR-Mitglied, Rz. 2095.

210 LG München I v. 10.3.2005 – 5 HK O 18110/04 – Para, AG 2005, 408; *Trescher*, DB 1989, 1981, 1982; *Maser/Bäumker*, AG 2005, 906, 909; *E. Vetter*, ZIP 2006, 257, 262; restriktiv *Drygala*, AG 2007, 381; vgl. auch *Kiethe*, NZG 2006, 888, 891.

gegen den Beschluss oder halte ihn für gesetzes- oder satzungswidrig, nichtig, unwirksam oder ungültig³³⁸. Eine Stimmabgabe gegen den Beschluss ist weder erforderlich noch ausreichend³³⁹. Eine **Begründung** ist ebenfalls entbehrlich. Eine dennoch vorgebrachte Begründung hindert nicht daran, die spätere Anfechtungsklage auf andere Gründe zu stützen³⁴⁰. Der Widerspruch muss überdies erkennen lassen, gegen welchen Beschluss oder gegen welche Beschlüsse er sich richtet. Ein **genereller Widerspruch** (gegen sämtliche Beschlüsse) ist möglich³⁴¹. Der Widerspruch kann während der gesamten Dauer der Hauptversammlung erklärt werden, auch außerhalb der Aussprache. Das schließt die Möglichkeit ein, ihn schon vor der Beschlussfassung zu erklären³⁴². Der erklärte Widerspruch ist zur Niederschrift zu nehmen (siehe Rz. 40.20). Unterbleibt dies, ist der Aktionär dennoch anfechtungsbefugt. Er muss aber ggf. beweisen, dass er dem Beschluss widersprochen hat³⁴³. Bedeutung hat der Widerspruch überdies, wenn Aktionäre einen gerichtlichen Austausch des **Abschlussprüfers** erwirken möchten (§ 318 Abs. 3 Satz 2 HGB), bei **Verschmelzungen, Spaltungen und Formwechseln** (§§ 29, 125, 207 UmwG), außerdem als Wirksamkeitshindernis, wenn eine qualifizierte Minderheit sich gegen einen Verzicht auf oder einen Vergleich über **Ersatzansprüche** wendet (§ 50 Satz 1, § 93 Abs. 4 Satz 3, § 116 Satz 1, § 302 Abs. 3 Satz 3, § 309 Abs. 3 Satz 1, § 310 Abs. 4, § 317 Abs. 4 AktG). Schließlich auch, wenn die Hauptversammlung einer Börsenmantel-AG über die sog. **Zieltransaktion** beschließt, denn hier ist der Widerspruch eine Voraussetzung für das spätere Andienungsrecht aus § 47 Abs. 1 BörsG.

Zwei neue Kapitel
zur virtuellen HV!

§ 38

Ablauf einer virtuellen Hauptversammlung

I. Grundlagen	38.1	10. Gäste	38.12
II. Ablauf im Überblick	38.2	IV. Versammlungsleiter	38.13
III. Teilnahmerecht		V. Teilnehmerverzeichnis	38.14
1. Allgemeines	38.3	VI. Geschäftsordnung	38.15
2. Aktionäre	38.4	VII. Übertragung in Bild und Ton	
3. Aktionärsvertreter	38.5	1. Allgemeines	38.16
4. Vorstandsmitglieder	38.6	2. Zeitlicher Umfang	38.17
5. Aufsichtsratsmitglieder	38.7	3. Gegenständlicher Umfang	38.18
6. Versammlungsleiter	38.8	4. Live-Übertragung	38.19
7. Abschlussprüfer	38.9	5. Technische Umsetzung	38.20
8. Notar	38.10	6. Öffentliche Übertragung	38.21
9. Behördenvertreter	38.11	VIII. Bereitstellen von Unterlagen	38.22

338 RG v. 17.1.1903 – I 392/02, RGZ 53, 291, 293; Schäfer in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2021, § 245 AktG Rz. 38; Koch, § 245 AktG Rz. 14.

339 Ehmann in Grigoleit, § 245 AktG Rz. 11a.

340 Noack, AG 1989, 78, 81.

341 RG v. 23.11.1892 – I 266/92, RGZ 30, 50, 52; RG v. 2.11.1895 – I 208/05, RGZ 36, 24, 26; Koch, § 245 AktG Rz. 14.

342 BGH v. 11.6.2007 – II ZR 152/06, AG 2007, 863, 865 Rz. 6; BGH v. 16.2.2009 – II ZR 185/07 – Kirch/Deutsche Bank, BGHZ 180, 9 = AG 2009, 285 Rz. 17; LG München I v. 19.12.2019 – 5 HK O 12082/18, AG 2020, 448, 449.

343 RG v. 17.1.1903 – I 392/02, RGZ 53, 291, 293.

VIII. Bereitstellen von Unterlagen

In zahlreichen Fällen muss die Gesellschaft in ihrer Hauptversammlung bestimmte Unterlagen zugänglich machen. Das gilt vor allem für Jahres- und Konzernabschlüsse, Lageberichte und den schriftlichen Bericht des Aufsichtsrats als Grundlagen einer ordentlichen Hauptversammlung (§ 176 Abs. 1 Satz 1 AktG). Darüber hinaus ist zu denken an Nachgründungsverträge (§ 52 Abs. 2 Satz 5 AktG), Gesamtvermögensverträge (§ 179a Abs. 2 Satz 4 AktG) sowie Berichte über die Gründe eines Bezugsrechtsausschlusses (§ 186 Abs. 4 Satz 2 AktG), außerdem an die Entwürfe von Eingliederungs- und Übertragungsbeschlüssen sowie an Unternehmens-, Verschmelzungs- und Spaltungsverträge nebst zugehöriger Vorstandsberichte, Jahresabschlüsse, Lageberichte und Prüfungsberichte (§ 293g Abs. 1, § 319 Abs. 3 Satz 4, § 327d Satz 1 AktG, § 64 Abs. 1 Satz 1 UmwG). In einer Präsenzversammlung, auch mit etwaigen Online-Teilnehmern, kann die Gesellschaft die jeweiligen Unterlagen als physische Kopien im Präsenzbereich auslegen oder elektronisch an Bildschirmen bereitstellen – siehe Rz. 36.63. Anders muss sie hingegen im virtuellen Format vorgehen: § 118a Abs. 6 AktG bestimmt, dass sie die Unterlagen dann (nur) über eine **Internetseite** zugänglich machen muss – entweder über ihre eigene oder bei entsprechender Verlinkung über die eines Dritten. Letzteres meint die praxisüblichen Online-Portale der HV-Dienstleister⁴¹. Es besteht kein Grund, die Unterlagen daneben auch am Versammlungsort auszulegen, da die Aktionäre und Aktionärsvertreter dort keinen Einlass erhalten.

38.22

§ 39

Aktionärsrechte in einer virtuellen Hauptversammlung

I. Grundlagen	39.1	7. Technischer Funktionstest	39.19
II. Teilnahmerecht	39.2	8. Rechtsfolgen von Verstößen	39.20
III. Stellungnahmen im Vorfeld		V. Fragerecht	
1. Allgemeines	39.3	1. Allgemeines	39.21
2. Berechtigte	39.4	2. Berechtigter	39.22
3. Gegenstand	39.5	3. Modalitäten	
4. Format, Adressierung	39.6	a) Gesetzlicher Regelfall	39.23
5. Sprache	39.7	b) Einreichung im Vorfeld	39.24
6. Umfang	39.8	c) Nachfragen	39.25
7. Stellungnahmefrist	39.9	d) Fragen zu neuen Sachverhalten ..	39.26
8. Publizität	39.10	e) Zusammenführung mit dem Rede-	
9. Ausnahmen	39.11	recht	39.27
10. Rechtsfolgen von Verstößen	39.12	f) Nachinformation	39.28
IV. Rederecht		g) Auskunftsrüge	39.29
1. Allgemeines	39.13	4. Beschränkung des Fragerechts	39.30
2. Berechtigte	39.14	5. Rechtsfolge: Auskunftsrecht	39.31
3. Videokommunikation	39.15	6. Rechtsfolgen von Verstößen	39.32
4. Gegenstand und Bestandteile	39.16	VI. Antragsrecht	39.33
5. Ablauf der Debatte	39.17	VII. Stimmrecht	39.34
6. Beschränkung des Rederechts	39.18	VIII. Widerspruchsrecht	39.35

41 Begr. RegE VHVG, BT-Drucks. 20/1738, 27; Spindler in K. Schmidt/Lutter, § 118a AktG Rz. 51; Seibt/Danwerth, DB 2022, 1434, 1442.

danach anfechtbar, wenn folgende Voraussetzungen gegeben sind⁵⁹⁷: (1.) Die Gesamtgewinnverteilung an die Aktionäre muss den Wert von 4 % des im Handelsregister eingetragenen Grundkapitals der Gesellschaft unterschreiten; dabei ist für noch nicht eingeforderte Einlagen von der Grundkapitalziffer ein Abzug vorzunehmen. (2.) Das Unterschreiten dieses Mindestausschüttungsbetrages muss darauf beruhen, dass die Hauptversammlung Beträge in Gewinnrücklagen einstellt oder als Gewinn vorträgt, ohne dass diese Beträge schon durch das Gesetz oder durch die Satzung von der Verteilung unter die Aktionäre ausgeschlossen sind. Letzteres kann vor allem dann Bedeutung erlangen, wenn die Satzung die Hauptversammlung dazu verpflichtet, den Bilanzgewinn in bestimmte Rücklagen einzustellen, was nach h.M. zulässig ist⁵⁹⁸. (3.) Schließlich dürfen diese Rücklagenbildung oder dieser Gewinnvortrag bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung nicht erforderlich sein, um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen hinsichtlich der wirtschaftlichen und finanziellen Notwendigkeiten übersehbaren Zeitraum zu sichern⁵⁹⁹. Handelt es sich bei der betreffenden Gesellschaft um ein **Kreditinstitut**, kann eine Anfechtung nach § 254 AktG allerdings unter den in § 10 Abs. 5 Satz 1 KWG genannten Voraussetzungen prinzipiell ausgeschlossen sein.

- 42.166 In **prozessualer Hinsicht** gilt es zu beachten, dass zur Anfechtung des Gewinnverwendungsbeschlusses wegen übermäßiger Rücklagenbildung nach § 254 Abs. 2 Satz 3 AktG nur solche Aktionäre befugt sind, deren Anteile zusammen 5 % des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von 500.000 Euro erreichen. Die **Anfechtungsbefugnis** wird in diesem Zusammenhang somit ausnahmsweise zu einem Minderheitenrecht (vgl. Rz. 42.1). Prinzipiell müssen daneben auch die Voraussetzungen des § 245 Satz 1 Nr. 1 oder 2 AktG erfüllt sein⁶⁰⁰; dabei ist hingegen umstritten, ob es ausreicht, wenn diese zusätzlichen Voraussetzungen lediglich in der Person *eines* der das Quorum tragenden Aktionäre gegeben sind. Entgegen der wohl überwiegenden Meinung⁶⁰¹ ist diese Frage zu bejahen. Andernfalls wären die außenstehenden Aktionäre praktisch gezwungen, ihre Opposition bereits im Vorfeld der einberufenen Hauptversammlung, spätestens aber noch in deren Verlauf, zu organisieren, um das Erfordernis der gemeinsamen Widerspruchserhebung sicherzustellen; der bezweckte Minderheitenschutz würde dadurch aber zumindest faktisch weitestgehend vereitelt⁶⁰².

3. Beschlussfassung über eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen

- 42.167 Bis zum Inkrafttreten des **ZuFinG** vom 14.12.2023⁶⁰³ enthielt § 255 Abs. 2 AktG a.F. einen besonderen Anfechtungsgrund für Beschlüsse der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung gegen Einlagen, der die allgemeine Anfechtungsregeln des § 243 AktG ergänzte und den **Schutz der Aktionäre vor einer Verwässerung ihrer Beteiligungsrechte im Falle einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts bezweckte**⁶⁰⁴. Nachdem diese besondere Anfechtungsmöglichkeit immer wieder auf

597 Wegen der Einzelheiten vgl. z.B. K. Schmidt in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1996, § 254 AktG Rz. 7 ff.; Koch in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2021, § 254 AktG Rz. 10 ff.; Schwab in K. Schmidt/Lutter, § 254 AktG Rz. 3 ff. Zu einem praktischen Anwendungsfall der Regelung (allerdings vor Einführung des in dem dortigen Zusammenhang inzwischen einschlägigen § 10 Abs. 5 KWG) siehe exemplarisch LG Frankfurt a.M. v. 15.12.2016 – 3-05 O 154/16, juris Rz. 83 ff.

598 Arnold in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2018, § 254 AktG Rz. 14; K. Schmidt in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1996, § 254 AktG Rz. 9; Koch, § 254 AktG Rz. 6; anders z.B. Lutter in KölnKomm. AktG, 2. Aufl. 1988, § 58 AktG Rz. 35.

599 Vgl. dazu näher etwa Koch in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2021, § 254 AktG Rz. 14.

600 A.A. Heidel in Heidel, § 254 AktG Rz. 9.

601 K. Schmidt in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1996, § 254 AktG Rz. 12; Arnold in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2018, § 254 AktG Rz. 22; Stilz/Schumann in BeckOGK AktG, Stand 1.6.2024, § 254 AktG Rz. 23.

602 Koch in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2021, § 254 AktG Rz. 20; Schwab in K. Schmidt/Lutter, § 254 AktG Rz. 10.

603 Vgl. Art. 1 des Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) vom 14.12.2023, BGBl. 2023 I Nr. 354.

604 Vgl. zu den Einzelheiten 5. Aufl., Rz. 39.167 ff.

Kritik vor allem aus der Praxis gestossen war⁶⁰⁵, erfuhr der Verwässerungsschutz der Aktionäre mit dem ZuFinG eine **grundlegende Neukonzeption**. Dabei gab der Gesetzgeber nicht nur den bis dato in § 255 Abs. 2 AktG a.F. normierten besonderen Anfechtungsgrund auf, sondern schuf umgekehrt **spezifische Anfechtungsausschlüsse** u.a. für den Fall, dass der auf eine Aktie entfallende Wert der im Zuge der Kapitalerhöhung zu leistenden Einlage unangemessen niedrig ist (siehe näher Rz. 42.168a). Zur **Kompensation** dessen erlangt der in seiner Beteiligungsquote verwässerte Aktionär jedoch nunmehr einen Anspruch auf Leistung eines **Barausgleichs**, über dessen Umfang im **Spruchverfahren** zu entscheiden ist (vgl. zu den Einzelheiten Rz. 42.169a ff.). Auf diese Weise normiert § 255 AktG somit nicht länger einen besonderen Anfechtungsgrund (was die fortbestehende Platzierung der Vorschrift im Regelungskanon der §§ 250 ff. AktG zweifelhaft erscheinen lässt⁶⁰⁶), sondern schafft **Sonderregeln**, die das allgemeine Beschlussmängelrecht hinsichtlich der Anfechtbarkeit von Kapitalerhöhungsbeschlüssen modifizieren. Im Einzelnen gilt dabei Folgendes:

a) Eingeschränkte Anfechtbarkeit nach allgemeinen Anfechtungsregeln (§ 255 Abs. 1 bis 3 AktG)

Im Ausgangspunkt können Beschlüsse der Hauptversammlung über eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen – und zwar sowohl gegen Bar- als auch gegen Sacheinlagen – auch nach Inkrafttreten des ZuFinG (vgl. Rz. 42.167) aus den in § 243 Abs. 1 AktG genannten **allgemeinen Anfechtungsgründen** angefochten werden, vgl. dazu explizit § 255 Abs. 1 AktG. Dies gilt nicht nur für reguläre Kapitalerhöhungsbeschlüsse, sondern auch für Beschlüsse über die bedingte Kapitalerhöhung oder die Schaffung eines genehmigten Kapitals⁶⁰⁷. Für das Verfahren gelten dabei, wie § 255 Abs. 3 AktG ausdrücklich anordnet, die **allgemeinen Grundsätze der §§ 244 bis 248a AktG**. 42.168

Durch das ZuFinG (Rz. 42.167) **neu geschaffen** wurden hingegen zwei für sämtliche Beschlüsse der Hauptversammlung über Kapitalerhöhungen geltende besondere **Anfechtungsausschlüsse**: Gemäß § 255 Abs. 2 Var. 1 AktG kann die Anfechtung zum einen nicht mehr auf den Vortrag gestützt werden, der Beschluss diene der Erlangung eines **Sondervorteils** i.S.d. § 243 Abs. 2 AktG zum Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre (vgl. allg. zu diesem Anfechtungsgrund Rz. 42.61 f.). Zum anderen schließt § 255 Abs. 2 Var. 2 AktG die Anfechtung eines Kapitalerhöhungsbeschlusses nunmehr auch aus, wenn diese auf den Vortrag gestützt werden soll, „dass der auf eine Aktie entfallende **Wert der Einlage unangemessen niedrig** ist“; ob es sich dabei um eine Bar- oder Sacheinlage handelt, bleibt ohne Belang⁶⁰⁸. 42.168a

b) Verwässerungsschutz nach § 255 Abs. 4 bis 7 AktG

Ist eine Anfechtung gemäß § 255 Abs. 2 AktG ausgeschlossen, wird dies in bestimmten Fällen nach den Vorgaben des § 255 Abs. 4 bis 7 AktG dadurch kompensiert, dass dem betroffenen Aktionär ein gegen die Gesellschaft gerichteter Anspruch auf eine **bare Ausgleichszahlung** erwächst (siehe Rz. 42.169 ff.). Diese Ausgleichszahlung kann die Gesellschaft nach näherer Maßgabe der §§ 255a, 255b AktG durch die Gewährung **zusätzlicher Aktien** ersetzen (vgl. Rz. 42.170). 42.169

Der Anspruch auf Ausgleichszahlung setzt gemäß § 255 Abs. 4 AktG zunächst voraus, dass im Rahmen der Kapitalerhöhung ein **teilweiser oder vollständiger Bezugsrechtsausschluss** erfolgt. Hintergrund dessen ist, dass dem Aktionär nur in diesem Fall eine Verwässerung seiner Beteiligung droht, 42.169a

⁶⁰⁵ S. dazu mit umfangreichen weiteren Nachweisen etwa *Bayer* in K. Schmidt/Lutter, § 255 AktG Rz. 9 f.; *Stilz/Schumann* in BeckOGK AktG, Stand 1.6.2024, § 255 AktG Rz. 5; *Bungert/Strothotte*, DB 2023, 2422.

⁶⁰⁶ *Koch*, § 255 AktG Rz. 4.

⁶⁰⁷ *Drescher* in Henssler/Strohn, § 255 AktG Rz. 4; *Koch*, § 255 AktG Rz. 6; siehe auch *Stilz/Schumann* in BeckOGK AktG, Stand 1.6.2024, § 255 AktG Rz. 23.

⁶⁰⁸ *Koch*, § 255 AktG Rz. 5.

nierung der Gesellschaft führen⁴²³; grundsätzlich gerechtfertigt ist demgegenüber der Erwerb einer unternehmerisch veranlassten **Mehrheitsbeteiligung** an einem anderen Unternehmen, der nur zu einer Minderheitsbeteiligung der Sacheinleger bei der AG führt⁴²⁴. Eine Ausstrahlung der Regelungen der § 69 Abs. 1 Satz 1 UmwG, § 192 Abs. 2 Nr. 2 AktG, bei denen ein identisches oder ähnliches Ergebnis im Rahmen einer bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhung innerhalb einer Verschmelzung oder Unternehmenszusammenführung durch Ausnutzung eines bedingten Kapitals herbeigeführt werden könnte, wird überwiegend verneint⁴²⁵, zumal umstritten ist, ob nicht auch der Verschmelzungsbeschluss seinerseits der sachlichen Rechtfertigung bedarf⁴²⁶. In geeigneten Fällen kommt zwar grundsätzlich statt der Sachkapitalerhöhung eine Verschmelzung mit Anwendbarkeit des Freigabeverfahrens gemäß § 16 Abs. 3 UmwG in Kombination mit einem Spruchverfahren in Betracht⁴²⁷; nach Neufassung des § 255 Abs. 2 AktG und der damit verbundenen Beseitigung des Anfechtungsrisikos bei der Sachkapitalerhöhung bringt dies jedoch hinsichtlich etwaiger Wertrügen keinen Vorteil mehr mit sich. Zudem bieten §§ 255a, 255b AktG nunmehr die Möglichkeit, liquiditätsschonend Aktien statt einer baren Ausgleichszahlung zu gewähren und lösen somit ein in der Verschmelzungspraxis nur aufwändig zu lösendes Problem⁴²⁸. Bei der **Einbringung von Forderungen** wird zunächst danach unterschieden, ob der Inferent bereits Aktionär ist oder nicht. Ist der Inferent bereits Aktionär, kann die Einlage nur durch Sachkapitalerhöhung erfolgen, denn ansonsten läge eine verdeckte Sacheinlage vor. Jedoch sei auch hier die Möglichkeit einer gemischten Bar-/Sachkapitaleinlage zu prüfen⁴²⁹. Gehe es um unverbundene Gläubiger, sei regelmäßig eine Barkapitalerhöhung der weniger einschneidende Weg⁴³⁰. Diese Einschätzung hat sich im Rahmen der Finanzmarktkrise als Sanierungsbremse erwiesen, weil insbesondere im Lichte dieser Auffassung genehmigte Kapitalia einen „*debt-for-equity*“-Tausch regelmäßig nicht zulassen, weil sie den Bezugsrechtsausschluss an einen Unternehmenserwerb knüpfen.

3. Erleichterter Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG

- 47.95 Nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ist der Bezugsrechtsausschluss zulässig, wenn eine Kapitalerhöhung gegen **Bareinlage** erfolgt, diese **20 % des Grundkapitals** nicht übersteigt und der **Ausgabebetrag** den **Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet**. **Die prozentuale Grenze des Bezugsrechtsausschlusses wurde durch das ZuFinG 2023 angehoben und betrug zuvor 10 %**. Die Regelung, die ihre Bedeutung im Wesentlichen im Bereich des **genehmigten Kapitals** hat, setzt die Börsennotierung der mit den jungen Aktien fungiblen alten Aktien voraus. Zweifelsfragen ergeben sich hinsichtlich dieses Kriteriums bei Gesellschaften mit **verschiedenen Aktiengattungen**, bei denen eine Gattung börsennotiert (z.B. Vorzugsaktien) ist, die andere Gattung (z.B. Stammaktien von Gründungsaktionären) hingegen nicht. Der Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG kann hier nur hinsichtlich der Vorzugsaktien erfolgen. Ein gesondertes Problem stellt sich in Bezug auf den gekreuzten Bezugsrechtsausschluss hinsichtlich des angemessenen Ausgabebetrages für die nicht börsennotierte Gattung (dazu schon Rz. 47.61).

423 Wiedemann in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1995, § 186 AktG Rz. 172; differenzierend Ekkenga in Köln-Komm. AktG, 4. Aufl. 2020, § 186 AktG Rz. 80–82.

424 Wiedemann in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1995, § 186 AktG Rz. 173; weitergehend Scholz in MünchHdb. AG, § 57 Rz. 122.

425 Wiedemann in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1995, § 186 AktG Rz. 173; offener demgegenüber Ekkenga in KölnKomm. AktG, 4. Aufl. 2020, § 186 AktG Rz. 80–82.

426 Dazu Drygala in Lutter, 6. Aufl. 2019, § 13 UmwG Rz. 38 ff. m.w.N.; offengelassen von OLG Frankfurt a.M. v. 10.2.2003 – 5 W 33/02, ZIP 2003, 1654, 1656 = AG 2003, 573.

427 OLG Frankfurt a.M. v. 10.2.2003 – 5 W 33/02, ZIP 2003, 1654, 1655 f. = AG 2003, 573.

428 Vgl. hierzu Krause, ZHR 181 (2017), 641, 660.

429 Wiedemann in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1995, § 186 AktG Rz. 169.

430 Wiedemann in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1995, § 186 AktG Rz. 169; differenzierend Ekkenga in Köln-Komm. AktG, 4. Aufl. 2020, § 186 AktG Rz. 116 f.

tere Erfordernisse bestimmen. Zur Frage der sachlichen Rechtfertigung des Hauptversammlungsbeschlusses sowie Berichtspflichten vgl. Rz. 49.32 ff. Bestehen mehrere Gattungen stimmberechtigter Aktien, müssen die Aktionäre jeder dieser Gattungen der Kapitalerhöhung durch **Sonderbeschluss** zustimmen. Inhaber von **stimmrechtslosen Vorzugsaktien** müssen nur dann einen Sonderbeschluss fassen, wenn im Rahmen des bedingten Kapitals neue Vorzugsaktien mit gleichstehenden oder vorrangigen Vorzugsrechten ausgegeben werden sollen (§ 141 Abs. 2 AktG). Zwar ist das Bezugsrecht kraft Gesetzes ausgeschlossen, so dass strenggenommen das zweite Tatbestandsmerkmal des § 141 Abs. 2 Satz 2 AktG fehlt. Jedoch erfordert der Zweck des § 141 Abs. 2 AktG einen Sonderbeschluss zumindest dann, wenn das bedingte Kapital die Ausgabe von Vorzugsaktien ermöglicht, deren Rechte den vorhandenen Vorzugsaktien vorgehen oder gleichstehen und ein vorgelagertes Bezugsrecht (§ 221 AktG) nicht oder nicht ausschließlich besteht⁷². Zu den Mehrheitserfordernissen im Rahmen des Hauptversammlungsbeschlusses einer SE siehe bereits Rz. 47.6.

2. Inhalt des Beschlusses

§ 193 Abs. 2 AktG gibt den Inhalt des Beschlusses nur unvollkommen wieder.

49.17

a) Gesamtbetrag

Zu den allgemeinen Erfordernissen des Kapitalerhöhungsbeschlusses gehört es zunächst, den Gesamtbetrag des bedingten Kapitals festzulegen. **Dieser Nennbetrag des bedingten Kapitals darf seit der Erhöhung durch das ZuFinG 2023 gemäß § 192 Abs. 3 Satz 1 AktG grundsätzlich höchstens 60 % des Grundkapitals betragen.** Ausgenommen von dieser Grenze sind gemäß § 192 Abs. 3 Satz 3 AktG zum einen bedingte Kapitalerhöhungen gemäß § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG für die Absicherung von Wandschuldverschreibungen, die nur zu dem Zweck der Ermöglichung eines Umtausches im Falle einer drohenden Zahlungsunfähigkeit oder zum Zweck der Abwendung einer Überschuldung einen Umtausch ermöglichen (**Sanierungs Ausnahme**) sowie zum anderen ein bedingtes Kapital im Rahmen der **bankaufsichtsrechtlichen Sektorausnahme** wie in § 192 Abs. 3 Satz 4 AktG bestimmt. Insofern verzichtet das Gesetz auf jegliche Höchstgrenzen, und auch eine Anrechnung auf bedingte Kapitalia mit Höchstgrenzen erfolgt nicht. Die Schaffung eines entsprechenden bedingten Kapitals samt Beschluss gemäß § 221 Abs. 1 bzw. Abs. 2 AktG (zur Verbindung der Beschlüsse Rz. 49.36) muss sich eng an die Zwecksetzung des Gesetzes halten. Das wird bei der Sektorausnahme wegen der bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben weder für einen Beschluss gemäß § 221 Abs. 1 AktG noch für einen Ermächtigungsbeschluss gemäß § 221 Abs. 2 AktG schwerfallen. Gleiches gilt für eine anlassbezogene Beschlussfassung sonstiger Unternehmen im Rahmen einer Sanierung. Schwieriger ist insofern die Formulierung eines Ermächtigungsbeschlusses ohne konkreten Anlass. Teilweise wird offenbar bereits für die Beschlussfassung die Vorlage eines hinreichend konkreten Sanierungskonzepts gefordert⁷³. Dies würde einen nicht anlassbezogenen Ermächtigungsbeschluss ausschließen und ist weder mit dem Wortlaut noch der Regelungsentention des Gesetzgebers vereinbar. Schädlich für die Privilegierung solcher Pflichtwandelanleihen ist es, wenn neben einem Wandlungsrecht der Gesellschaft auch ein solches des Gläubigers besteht⁷⁴.

49.18

Liberalisierung des bedingten Kapitals

⁷² Vgl. Scholz in MünchHdb. AG, § 58 Rz. 27; Volhard/Goldschmidt in FS Lutter, 2000, S. 779, 793; Frey in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 2001, § 192 AktG Rz. 115 und § 193 AktG Rz. 12; Arnold in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2022, § 141 AktG Rz. 26.

⁷³ Fuchs in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2021, § 192 AktG Rz. 151b.

⁷⁴ So auch Söhner, ZIP 2016, 151, 154; Fuchs in MünchKomm. AktG, 5. Aufl. 2021, § 192 AktG Rz. 151d a.E.; Lieder in Bürgers/Körper/Lieder, § 192 AktG Rz. 32; wohl auch Ihrig/Wandt, BB 2016, 6, 16; nach § 192 Abs. 3 Satz 3 und Satz 4 differenzierend Florstedt in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2016, § 221 AktG Rz. 306; differenzierend Fest in Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rz. 147, wonach das Umtauschrecht der Gläubiger zwar unschädlich ist, aber der Höchstbetrag des § 192 Abs. 3 Satz 1 AktG beachtet werden muss.

liquide Mittel zufließen, um die Steuer zu bezahlen. Aktienoptionen selbst sind zwar nicht als von § 19a EStG begünstigte Vermögensbeteiligungen zu qualifizieren, wohl aber die den Aktienoptionen zugrundeliegenden Aktien (vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 1 a) 5. VermBG). Begünstigt sind auch Aktien ausländischer Aktiengesellschaften wie plc, Inc. S.A. etc.

- 58.80a Aufgrund verschiedener Rückausnahmen wurde § 19a EStG i.d.F. des FoStoG bereits mit Inkrafttreten in der Praxis kritisiert. Daraufhin hat der Gesetzgeber nachgebessert und das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) verabschiedet. Mit Beginn des Jahres 2024 sind die Regeln des Zukunftsfinanzierungsgesetzes zu § 19a EStG anwendbar, die u.a. die zeitlichen und Größenschwellen für die begünstigten Unternehmen deutlich liberalisiert haben. Der jährliche **Freibetrag** ist auf **2.000 Euro** erhöht worden, wenn das Programm allen Arbeitnehmern mit mindestens **einem Jahr Betriebszugehörigkeit** offensteht. Weiterhin sind bestimmte Gefahren bei **Nachbesteuerungstatbeständen**, etwa beim Arbeitgeberwechsel, teilweise entschärft worden. Probleme bereitet weiterhin, dass es kein **Gruppenprivileg** gibt; von § 19a EStG können lediglich die Arbeitnehmer der aktienausgebenden Gesellschaft profitieren, Arbeitnehmer von Tochtergesellschaften sind derzeit noch ausgeschlossen. Das letztgenannte Hemmnis soll nun nach dem Willen der derzeitigen Regierung im dritten Anlauf im Rahmen des so genannten **Jahressteuergesetzes 2024** beseitigt und ein Gruppenprivileg geschaffen werden.

2. Behandlung beim Arbeitnehmer

- 58.81 Arbeitnehmer sind nach § 1 LStDV Personen, die im öffentlichen oder privaten Dienst angestellt oder beschäftigt sind und aus diesem Dienstverhältnis heraus Arbeitslohn beziehen. Ein solches **abhängiges Dienstverhältnis** liegt vor, wenn die Betätigung unter der Arbeitgeberleitung steht und der Arbeitnehmer Weisungen unterliegt. Auch Organe von Kapitalgesellschaften (Vorstand einer Aktiengesellschaft, Geschäftsführer einer GmbH) sind in vielen Fällen als Arbeitnehmer im Sinne des Einkommensteuerrechts zu qualifizieren.

a) Steuerpflichtiger Arbeitslohn aus Aktienoptionen

- 58.82 Im einkommensteuerrechtlichen Sinn sind solche Einnahmen als Arbeitslohn zu qualifizieren, die einem Arbeitnehmer als Gegenleistung für das Zurverfügungstellen seiner individuellen Arbeitskraft (i. R. seines Arbeitsverhältnisses) zufließen; unerheblich ist dabei, unter welcher Bezeichnung oder in welcher Form diese gewährt werden, siehe § 2 Abs. 1 Satz 2 LStDV²⁰⁹. Solche Einnahmen sind alle Güter, die in Geld oder Geldeswert bestehen.

b) Zeitpunkt der Besteuerung von Stock Options

- 58.83 Vorteile aus der Gewährung von Aktienoptionen im Rahmen eines Arbeitsverhältnisses sind den Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit zuzurechnen²¹⁰. Diese sind gemäß § 38a Abs. 1 Satz 3 i.V.m. § 11 Abs. 1 EStG zum **Zeitpunkt des Zuflusses** zu besteuern. Als Zuflusszeitpunkt gilt die Erlangung der wirtschaftlichen Verfügungsmacht²¹¹. Sowohl bei nicht handelbaren als auch bei handelbaren Aktienoptionen fließt dem Arbeitnehmer grundsätzlich erst dann ein geldwerter Vorteil zu, wenn er das wirtschaftliche Eigentum an den im Rahmen der Ausübung der Aktienoption unentgeltlich oder ver-

209 Lammers in Herrmann/Heuer/Raupach, EStG/KStG, Stand 320. Update, Lfg. 3/2024, § 19 EStG, Rz. 73 ff.; BMF, Lohnsteuer-Richtlinien 2015 v. 10.12.2007 (BStBl. I Sondernummer 1), R 19.3.

210 Lammers in Herrmann/Heuer/Raupach, EStG/KStG, Stand 320. Update, Lfg. 3/2024, § 19 EStG Rz. 73 ff.; BFH v. 19.7.1996 – VI R 19/96, BFH/NV 1997, 179; BFH v. 24.1.2001 – I R 100/98, BStBl. II 2001, 509; BFH v. 24.1.2001 – I R 119/98, BStBl. II 2001, 512; Portner, DStR 2001, 1331, 1332.

211 BFH v. 30.1.1975 – IV R 190/71, BStBl. II 1975, 776 ff.; BFH v. 26.7.1983 – VIII R 30/82, BStBl. II 1983, 755 f.; BFH v. 10.12.1985 – VIII R 15/83, BStBl. II 1986, 342 ff.; zum Zufluss bei verfügungsbeschränkten Aktien: BFH v. 30.6.2011 – VI R 37/09, BStBl. II 2011, 923 = AG 2011, 788; Weidmann/Curdt, BB 2012, 809 (811).

h) Gesetz zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie und zur Änderung handelsrechtlicher Vorschriften

- 60.114 Mit dem am 16.3.2016 veröffentlichten Gesetz zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie und zur Änderung handelsrechtlicher Vorschriften wurden die handelsrechtlichen Vorschriften zur **Rückstellungsabzinsung** geändert²⁴². Danach dürfen Rückstellungen für Altersversorgungsverpflichtungen mit dem ihrer Restlaufzeit entsprechenden durchschnittlichen Marktzinssatz, der sich aus den vergangenen zehn Geschäftsjahren ergibt, abgezinst werden. Mit dem Gesetz, das der schon länger andauernden Niedrigzinsphase Rechnung tragen soll, wird den Unternehmen ermöglicht, ihren Aufwand für Altersversorgungsverpflichtungen über einen längeren Zeitraum zu strecken. Bisher hatte die Abzinsung mit einem durchschnittlichen Marktzinssatz zu erfolgen, der sich aus den vergangenen sieben Geschäftsjahren ergab.

i) CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz

- 60.115 Das Gesetz zur Stärkung der nichtfinanziellen Berichterstattung der Unternehmen in ihren Lage- und Konzernlageberichten (CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 11.4.2017²⁴³ zieht eine Umgliederung und Erweiterung der Vorschriften zur Lageberichterstattung nach sich und setzt damit die Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die **Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffende Informationen** durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen – die sog. CSR-Richtlinie – um²⁴⁴. Gegenstand des Gesetzes (dazu schon unter Rz. 60.60) ist insbesondere die Berichterstattung über nichtfinanzielle Aspekte (§§ 289b ff. HGB). Der Gesetzgeber geht davon aus, dass Unternehmen heute zunehmend nicht mehr nur nach Finanzdaten bewertet und befragt werden. Sog. nichtfinanzielle Informationen zu Themen wie die Achtung der Menschenrechte, Umweltbelange oder soziale Belange bilden vielmehr einen immer wichtiger werdenden Bereich der Unternehmenskommunikation, dem das Gesetz Rechnung tragen will. Gleichzeitig sind nichtfinanzielle Faktoren schon heute wichtige unternehmensinterne Entscheidungsfaktoren, etwa wenn es um die Risikobetrachtung geht.

j) RegE CSRD Umsetzungsgesetz

- 60.116 Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der **Nachhaltigkeitsberichterstattung** von Unternehmen vom 16.8.2024²⁴⁵ verpflichtet im Sinne des § 264d HGB kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften oder im Sinne des § 267 Abs. 3 Satz 1 HGB große Kapitalgesellschaften dazu, ihren **Lagebericht um einen Nachhaltigkeitsbericht zu erweitern** und diesen **Nachhaltigkeitsbericht prüfen zu lassen**. Zwar werden im Gegenzug die mit dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz in das HGB aufgenommenen Vorschriften zur nichtfinanziellen Erklärung bzw. zum nichtfinanziellen Bericht ersatzlos gestrichen, deren Inhalte bleiben jedoch über die Nachhaltigkeitsberichterstattung in weitaus umfangreicherem Maße erhalten.
- 60.117 Der Zweck des RegE CSRD Umsetzungsgesetz sowie der CSRD Richtlinie besteht darin, den sog. **grünen Deal**, mithin die neue Wachstumsstrategie der Europäischen Union, mittels entsprechender Berichterstattung gegenüber den interessierten Kreisen zu flankieren. Der **sog. grüne Deal zielt darauf ab**, die Europäische Union bis zum Jahr 2050 zu einer modernen, ressourcenschonenden und **wettbewerbsfähigen Wirtschaft ohne Netto-Treibhausgasemissionen** zu machen²⁴⁶. Außerdem soll der

²⁴² BGBl. I 2016, 396.

²⁴³ BGBl. I 2017, 802.

²⁴⁴ ABl. EU Nr. L 330 v. 15.11.2014, 1 und ABl. EU Nr. L 369 v. 24.12.2014, 79.

²⁴⁵ BR-Drucks. 385/24 v. 16.8.2024, 1 ff.

²⁴⁶ Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, ABl. EU 2022 Nr. L 322, 15.

lichen Fragen des Delisting getroffen werden können (Rz. 66.61 – siehe auch *Gätsch/Harnos*, Rz. 4.42; *von der Linden*, Rz. 34.61)²⁹. Für den Spezialfall der BMAG ist dies neuerdings allerdings sogar zwingend (§ 44 Abs. 1 und 4 Nr. 1 BörsG). Die daneben bestehenden Möglichkeiten zum **kalten Delisting**, bei dem gesellschafts- oder umwandlungsrechtliche Maßnahmen die Beendigung der Börsenzulassung herbeiführen, unterliegen ihren spezifischen Regelungen und sind in Rz. 66.82 ff. erörtert. Es geht in diesen Fällen um außerhalb der börsenrechtlichen Bestimmungen herbeigeführte Änderungen der Kapitalmarktfähigkeit der betroffenen Wertpapiere, deren Auswirkungen auf die börsenrechtliche Rechtslage abgebildet werden müssen.

- 66.2a Mit dem **RegE ZuFinG II** (Rz. 66.2) setzt der Gesetzgeber seinen Ansatz fort, den Anlegerschutz im Falle eines regulären Delistings weiter auszudifferenzieren³⁰. Da zum Redaktionsschlusses nicht absehbar ist, ob die Regelungen des RegE auch Gesetz werden, sind dessen in Teilen wenig ausgereiften Vorschläge hier überwiegend nur mit kurzen Hinweisen oder in den Fußnoten berücksichtigt und sollen an dieser Stelle kurz zusammengefasst werden: (1) Es ist vorgesehen, etwaige Streitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung beim Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf Antrag des Emittenten wieder im **Spruchverfahren** auszutragen (§ 1 Nr. 8 SpruchG-E – Rz. 66.75a). Die im **RefE** für diesen Fall noch vorgesehene Verlängerung der Annahmefrist (§ 39 Abs. 3 Satz 8 BörsG-E), ist im **RegE wieder entfallen**³¹. (2) Die **Entscheidung der Börsengeschäftsführung** soll zu einer **gebundenen Entscheidung** werden (§ 39 Abs. 2 Satz 1 BörsG-E – Rz. 66.10)³². (3) **Entfallen** soll die Vorgabe des **§ 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG**, wonach der Widerruf der Börsenzulassung nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf (Rz. 66.12)³³. (4) Ein **Downgrade in einen KMU-Wachstumsmarkt** soll **kein Delisting** darstellen (§ 39 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 BörsG-E; im Gegenzug wird in § 48a Abs. 1b BörsG-E vorgesehen, dass im Fall des Rückzugs durch Kündigung der Teilnahme § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG-E entsprechend anzuwenden ist – Rz. 66.16 und 66.18 f.)³⁴. (5) Ein Delisting als Folge der **Insolvenz** soll **kein Erwerbsangebot** erfordern (§ 39 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 BörsG-E – Rz. 66.16a)³⁵. (6) Es wird in § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG-E ausdrücklich klargestellt, dass eine **Ausnahme vom Börsenkurs**-Grundsatz nicht nur in drei enumerativ aufgezählten Fällen in Betracht kommt, sondern schon dann veranlasst ist, wenn „**besondere Umstände den Börsenkurs dieses Zeitraums derart beeinflusst, dass dieser zur Bestimmung einer angemessenen Gegenleistung ungeeignet ist**“ (Rz. 66.41)³⁶. (7) Die BörsO sollen nur noch das **Widerspruchsverfahren** regeln dürfen, nicht die Widerspruchsvoraussetzungen (§ 39 Abs. 5 Satz 3 BörsG-E – Rz. 66.20)³⁷. (8) Die Angaben der Unterlage zu Erwerbsangebot werden stärker auf den Fall des Delistings zugeschnitten (§ 39 Abs. 3 BörsG-E – Rz. 66.35), wobei der vorgesehene Entfall von Angaben nach § 11 Abs. 2 Nr. 5 WpÜG sich auch ohne die Anpassung von selbst versteht (Rz. 66.50)³⁸.

29 Hierzu enthält weder der RefE und trotz Hinweises (vgl. *Harnos*, Blog Gesellschaftsrecht Zukunftsfinanzierungsgesetz: die zweite Runde v. 28.8.2024) noch der modifizierte RegE ZuFinG II Aussagen.

30 Vgl. dazu den Überblick zur „kleinen Reform des Delistings“ bei *Harnos*, Blog Gesellschaftsrecht Zukunftsfinanzierungsgesetz: die zweite Runde v. 28.8.2024; kritisch etwa *Schmoll*, NZG 2024, 1197; *Hip-peli* BB 2024, 2637 ff.

31 RefE ZuFinG II, S. 120 f., 147 ff.; kritisch hierzu DAI, RefE ZuFinG II, S. 13 f.; zur Entwicklung auch *Mohamed*, BKR 2025, 1, 5.

32 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 166.

33 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 166.

34 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 166.

35 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 166.

36 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 166.

37 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 167.

38 RegE ZuFinG II, BT-Drucks. 20/14513, 166.