

# Die Gesetze des Kapitalmarkts 2026

*DAS Praxis-Seminar für Investor Relations & Hauptversammlung  
Wissen. Orientierung. Handlungsempfehlungen.*

## Slot 2 – Update Kapitalmarktrecht & Verwaltungspraxis

Aktuelle Entwicklungen bei SE-Reorganisationen unter besonderer  
Beachtung mitbestimmungsrechtlicher Aspekte

14:45 Uhr:      Beginn Slot 2

# Update Kapitalmarktrecht & Verwaltungspraxis

Die Gesetze des Kapitalmarkts 2026

Dr. Stephan Schulz

Dr. Philip M. Schmoll

Hamburg, den 11.02.2026

# Inhalt

## EU Listing Act

- Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität
- Neuerungen im Prospektrecht

## Standortfördergesetz

- Einführung der Ein-Cent-Aktie
- Prospektrechtliche Änderungen
- Börsenrechtliche Änderungen

## Einführung der elektronischen Aktie

- Überblick über die technische Entwicklung
- Anpassungsbedarf für die Satzungen börsennotierter Aktiengesellschaften

## CSRD-Umsetzung

- Entwicklungen im europäischen Rechtsrahmen
- Umsetzung in Deutschland

## Verwaltungspraxis von ESMA und BaFin

- Neuerungen bei Directors' Dealings
- BaFin-Merkblatt "Öffentliches Angebot"

# EU Listing Act

# EU Listing Act

Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität

# EU Listing Act – Überblick über die Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität

## Wesentliche Regelungen

- Zeitliche Entkopplung der **Insiderverbote nach Art. 14 MMVO** und der **Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MMVO** bei zeitlich gestreckten Sachverhalten
- **Zwischenschritte innerhalb zeitlich gestreckter Sachverhalte** werden von Offenlegungspflicht grundsätzlich ausgenommen (Art. 17 Abs. 1 Satz 2 MMVO n.F.)
- Offenlegungspflicht grundsätzlich erst mit Eintritt des „**finalen Ereignisses**“ (Art. 17 Abs. 1 Satz 3 MMVO n.F.), aber praktische Erleichterung durch Konkretisierung
  - Delegierte Verordnung (Entwurf vom 15. Dezember 2025) mit nicht abschließender Liste finaler Ereignisse
- In der „**Zwischenphase**“:
  - faktisch „Aufschub der Offenlegung kraft Gesetzes“
  - Unverzögliche Offenlegungspflicht, wenn Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet (Art. 17 Abs. 1a und Abs. 7 MMVO n.F.)
- **Definition der Insiderinformationen (Art. 7 MMVO) bleibt unverändert**, d.h. ab Entstehung der Insiderinformation gelten:
  - Insiderverbote gemäß Art. 14 MMVO (Weitergabe, Handel und Empfehlung)
  - Verpflichtung zur Erstellung von Insiderlisten gemäß Art. 18 MMVO

# Ad-hoc-Publizität – de lege lata und de lege ferenda

## Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MMVO

„Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit **Insiderinformationen**, die **unmittelbar** diesen Emittenten betreffen, **unverzüglich bekannt**.“

## Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MMVO mit Wirkung vom 5. Juni 2026

„Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit **Insiderinformationen**, die **unmittelbar** diesen Emittenten betreffen, **unverzüglich bekannt**. Dieses Erfordernis **gilt nicht für Insiderinformationen im Zusammenhang mit Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang** im Sinne von Artikel 7 Absätze 2 und 3, wenn diese Schritte damit verbunden sind, dass ein bestimmter Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt oder hervorgebracht wird. Bei einem **zeitlich gestreckten Vorgang muss nur der finale Umstand oder das finale Ereignis** unverzüglich nach seinem Eintreten **offengelegt werden**.“

# Entwurf der Delegierten Verordnung – Grundsätze

## Ermächtigung der EU-Kommission zum Erlass einer Delegierten Verordnung (DelVO) mit nicht abschließenden Listen zu erstellen von

- finalen Ereignissen oder Umständen in gestreckten Sachverhalten und dem Zeitpunkt, zu dem diese als eingetreten gelten (Art. 17 Abs. 12 lit. a) MMVO
- Situationen, in denen die Insiderinformation, deren Offenlegung ein Emittent aufzuschieben beabsichtigt, im Widerspruch zu der letzten öffentlichen Bekanntmachung des Emittenten zu dem Sachverhalt stehen, auf den sich die Insiderinformation bezieht (Art. 17 Abs. 12 lit. b) MMVO)

## Entwurf der DelVO am 15. Dezember 2025 veröffentlicht

### Wesentliche Grundsätze:

- Besondere Stellung des Aufsichtsrats wird berücksichtigt; aber Verpflichtung, Entscheidung des Aufsichtsrats so schnell wie möglich herbeizuführen (Erwägungsgrund 4)
- Bei Delegation der Entscheidungskompetenz auf ein Komitee oder einzelnes Vorstandsmitglied fungiert dieses als verantwortliches Organ (Erwägungsgrund 5)
- Bei Genehmigungserfordernis durch HV, entsteht Veröffentlichungspflicht mit der Entscheidung, den Vorschlag der HV vorzulegen (Erwägungsgrund 6)
- Finale Ereignisse, die nicht in der Liste enthalten sind, müssen vom Emittenten in eigener Verantwortung bewertet werden. (Erwägungsgrund 8). Hinweis der BaFin: Orientierung an den in der DelVO und dem ESMA Final Report (Randziffer 20) niedergelegten Grundsätzen



# Entwurf der Delegierten Verordnung – Annex I

**Annex I enthält die gängigsten Beispiele für zeitlich gestreckte Sachverhalte, die jeweiligen finalen Ereignisse oder Umstände und den jeweiligen Zeitpunkt der Offenlegung**

**Annex I definiert sieben Themenfelder für zeitlich gestreckte Sachverhalte mit insgesamt 35 Beispielen:**

- (A) Geschäftsstrategie
- (B) Kapitalstruktur, Dividenden und Zinszahlungen
- (C) Finanzinformationen
- (D) Unternehmensführung
- (E) Eingriffe öffentlicher Stellen
- (F) Kreditinstitute, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen
- (G) Gerichtsverfahren, Sanktionen und Delisting

# Entwurf der Delegierten Verordnung – Maßgeblicher Veröffentlichungszeitpunkt (Beispiele)

## Geschäftsstrategie:

- Abschluss bedeutender Verträge (auch beim Unternehmenskauf/-verkauf): Unterzeichnung des verbindlichen Vertrags
- Beendigung bedeutender Verträge: Finale Entscheidung zur Beendigung des Vertrags

**Kapitalerhöhung / Neuemission / Aktienrückkauf / Dividendenvorschlag:** Finale Entscheidung zur Durchführung der Maßnahme

## Finanzinformationen

Veröffentlichung von Finanzberichten und Prognosen: Bestätigung oder Genehmigung durch das verantwortliche Gremium

- Einzelne Kennzahlen, die für sich genommen Insiderinformationen sind, stellen nach Auffassung der BaFin Zwischenschritte dar, das heißt insoweit keine separate Veröffentlichungspflicht
- Zuwarten auf „Finalisierung“ des Finanzberichts nach Auffassung der BaFin dagegen nicht zulässig
- Gewinnwarnungen/außergewöhnliche Erträge sind keine zeitlich gestreckten Sachverhalte, daher insoweit unverzügliche Veröffentlichungspflicht

## Corporate Governance

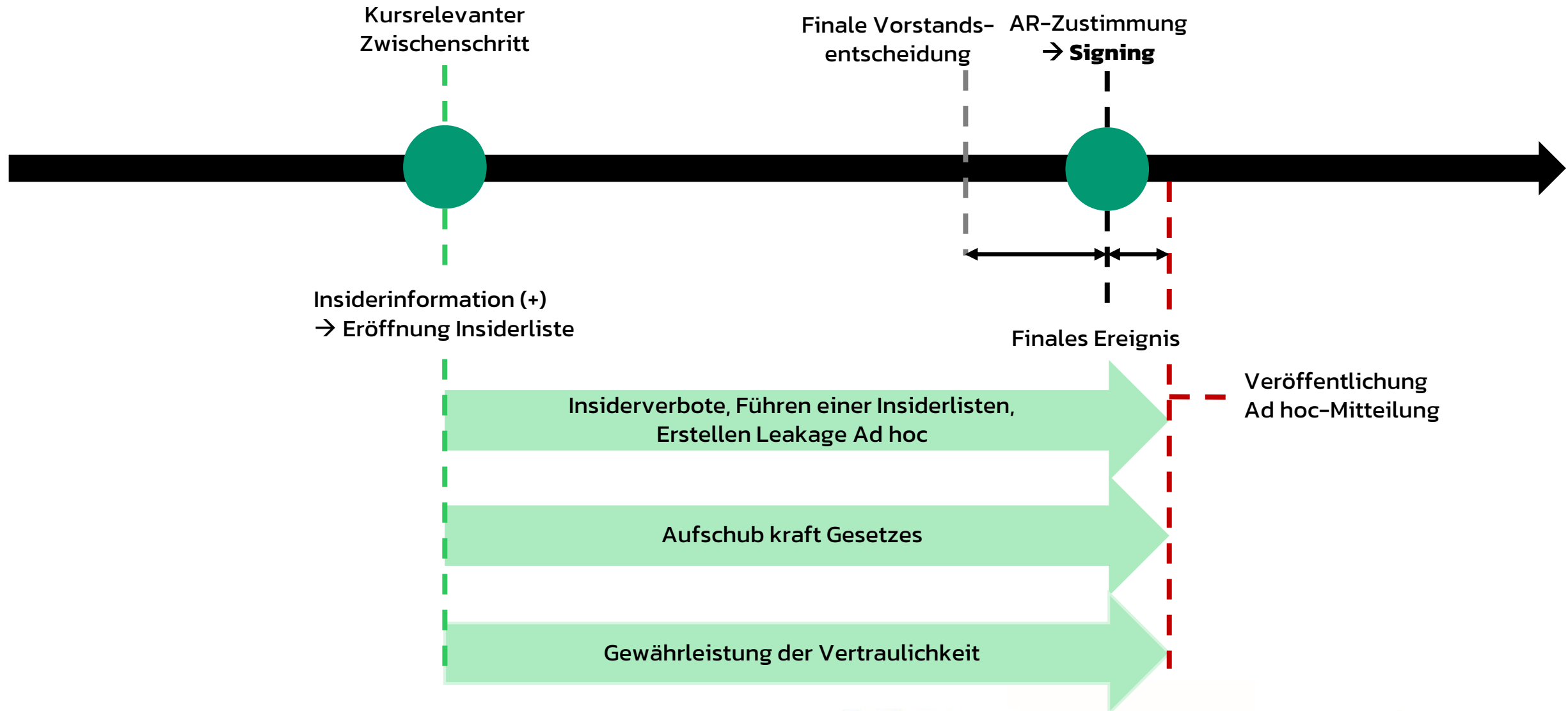
- Bestellung oder Abberufung eines Organs: Entscheidung durch das verantwortliche Gremium
- Satzungsänderungen: Entscheidung des verantwortlichen Gremiums, den Vorschlag der HV vorzulegen

# Entwurf der Delegierten Verordnung – Maßgeblicher Veröffentlichungszeitpunkt (Beispiele)

## Beteiligung von Behörden/ Gerichten:

- Maßnahme/Entscheidung **vom Emittenten veranlasst** (z.B. Antrag auf Genehmigung): Zeitpunkt der Antragsstellung und Zeitpunkt der Übermittlung der behördlichen Entscheidung, d.h. (potenziell) zwei zu veröffentlichende Insiderinformationen
- Maßnahme/Entscheidung **durch Behörde veranlasst** (z.B. Untersuchung, Ermittlung): Zeitpunkt der Übermittlung der behördlichen Entscheidung (z.B. Erlass des Verwaltungsakts/Bußgeldbescheids und nicht letztinstanzliche gerichtliche Entscheidung)
- Vorinsolvenz/Restrukturierungsmaßnahmen:
  - Gerichtlicher Beschluss erforderlich: Entscheidung des verantwortlichen Gremiums, vorläufiges Insolvenzverfahren oder Durchführung von Restrukturierungsmaßnahmen (StaRUG) durchzuführen
  - Restrukturierungsmaßnahmen (ohne Behördenbeteiligung): Unterzeichnung der Refinanzierungsvereinbarung (z.B. mit Gläubigern, Banken oder Dritten)
- Insolvenz: Entscheidung des verantwortlichen Gremiums, Insolvenzantrag zu stellen.

# Entwurf der Delegierten Verordnung: Beispiel an einer M&A Transaktion



# Entwurf der Delegierten Verordnung – Annex II und III

**Annex II und Annex III konkretisieren die Aufschiebuvoraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 lit. b) MMVO n.F.**

## **Beispiele für Widerspruch zur jüngsten öffentlichen Bekanntmachung bei wesentlicher Abweichung (Annex II):**

- zuvor öffentlich bekannt gegebene oder mitgeteilte **Prognosen, Finanzergebnisse oder Geschäftsziele** (z.B. Gewinnwarnungen oder Gewinnüberraschungen)
- **Änderung der Kapitalstruktur** des Emittenten
- **Änderung der Geschäftsstrategie** des Emittenten
- **Änderung der Kernelemente** eines zuvor veröffentlichten Vertrags oder einer Vereinbarung

## **Beispiele für Arten von Mitteilungen, die Emittenten bei Bewertung berücksichtigen sollten (Annex III):**

- **Veröffentlichungen**, einschließlich Marketingkampagnen und öffentliche Interviews (auch über soziale Medien und Website)
- **öffentlich zugängliche Pre-Close-Calls, Roadshows und andere öffentliche Veranstaltungen** (einschließlich Webinare und Podcasts), die vom Emittenten organisiert oder genehmigt wurden und an denen eine den Emittenten vertretende Person teilnimmt
- **öffentlich zugängliche behördliche Entscheidungen**
- Personenkreis: Kommunikation muss von Person stammen, die Emittenten „repräsentiert“

# (Bevorstehende) Guidelines von ESMA und BaFin

## ESMA-Leitlinien zum Ausschub (ESMA70-159-4966 EN) werden überarbeitet:

- Identifizierung von Fallgruppen für ein berechtigtes Interesse
- Streichung nicht mehr erforderlicher Inhalte (Fallgruppen, in denen von einer „Irreführung“ auszugehen ist)
- Konsultation des Entwurfs ist geplant, Zeitpunkt aber noch offen
- Sofern erforderlich, wird ESMA weitere Q&As veröffentlichen

## BaFin beabsichtigt Überarbeitung des Emittentenleitfadens:

- Zeitpunkt noch unklar, voraussichtlich erst, wenn sich unter neuem Rechtsregime eine Verwaltungspraxis der BaFin entwickelt hat
- Ggf. aber Q&As der BaFin als „Zwischenlösung“ (vgl. Vorgehensweise BaFin bei Inkrafttreten MMVO und während Corona-Pandemie)

# Folgen für die Praxis (1/2)

**Für Zwischenschritt-Insiderinformation in einem zeitlich gestreckten Sachverhalt künftig kein Aufschubbeschluss mehr erforderlich**

**Anzahl der Aufschubbeschlüsse wird sich voraussichtlich (deutlich) reduzieren. Mögliche Fallkonstellationen:**

- „One-off“-Events
- Zeitlich gestreckte Sachverhalte, in den relevantes Endereignis nicht eindeutig ist (z.B. da keine Erwähnung in der DelVO)
- Behördliche Verfahren, die vom Emittenten initiiert werden (z.B. Genehmigungsverfahren; Kronzeugenantrag)

**Voraussetzungen für einen Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 Satz 1 MMVO (n.F.):**

- (1) Berechtigtes Interesse des Emittenten (bei zeitlich gestreckten Sachverhalten dürfte berechtigtes Interesse an einem Aufschub nach Eintritt des Endereignisses nur in Ausnahmefällen in Betracht kommen)
- (2) Aufgeschobene Insiderinformation darf nicht im Widerspruch zu der jüngsten öffentlichen Bekanntmachung des Emittenten in derselben Angelegenheit stehen (≠...nicht geeignet, die Öffentlichkeit in irrezuführen“), zwar Konkretisierung durch DelVO – Annex II und Annex III aber:
  - Wer gilt als Person die den Emittenten „repräsentiert“? (Vorläufige Auffassung der BaFin: „Jede Person, die im Auftrag und mit Wissen und Wollen des Emittenten handelt“)
  - „Zeitliche Dimension“ des Begriffs „**jüngste** öffentliche Bekanntmachung“?
  - Wann liegt ein „Widerspruch“ vor? (z.B. „going-concern“-Aussage im Jahresabschluss vs. spätere Krisensituation, allgemein gehaltene Aussagen zu Zukunftsabsichten vs. Späteres „Umdenken“)
- (3) Sicherstellung der Geheimhaltung

## Folgen für die Praxis (2/2)

Insiderhandelsverbote und Pflichten nach Art. 18 MMVO sind bei zeitlich gestreckten Sachverhalten weiterhin zu beachten:

- Insiderlisten nach Art. 18 MMVO sind daher sorgfältig zu führen, Belehrung ist sicherzustellen.
- EU Listing Act sieht für Verstöße gegen Art. 18 MMVO Erhöhung/Anpassung des Bußgeldrahmens vor (EUR 1.000.000 statt EUR 500.000 EUR sowie Einführung einer umsatzbezogenen Geldbuße von 0,8 % bzw. EUR 400.000 für KMUs).

BaFin wird künftig Schwerpunkt auf die Untersuchung von Insiderdelikten und „unterlassene“ Ad-hoc-Mitteilungen legen

Verfahren wegen „verspäteten“ Ad-hoc-Mitteilungen in zeitlich gesteckten Sachverhalten werden an Bedeutung verlieren

Inkrafttreten des neuen Ad-hoc-Regimes wird bei anhängigen Verfahren wegen § 4 Abs. 3 OWiG (Grundsatz des mildesten Gesetzes) vielfach zur Verfahrenseinstellung führen



# Handlungsempfehlungen

Vertrautmachen mit den neuen Offenlegungspflichten gemäß MMVO, insbesondere mit der Delegierten Verordnung der Europäischen Kommission, und Überprüfung bestehender Richtlinien etc. auf Aktualisierungsbedarf

## Sorgfältige Prüfung und Dokumentation:

- Vorliegen von Insiderinformationen und den Zeitpunkt der erforderlichen Offenlegung, insbesondere in Fällen, die nicht in der delegierten Verordnung aufgeführt sind (= nicht abschließende Liste)
- Maßnahmen zur Gewährleistung der Vertraulichkeit von Insiderinformationen, die noch nicht öffentlich bekannt gegeben wurden
- etwaige Widersprüche zwischen Insiderinformationen und früheren öffentlichen Erklärungen über alle Kommunikationskanäle hinweg, wenn eine Verzögerung der Offenlegung von Insiderinformationen in Betracht gezogen wird

Vollständige Einhaltung der Insider-Compliance: Unabhängig von der Offenlegungspflicht lösen auch Zwischenschritte, die gemäß Art. 7 MMVO als Insiderinformationen gelten, folgendes aus

- das Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung (Art. 14 MMVO)
- die Verpflichtung zur Erstellung einer Insiderliste (Art. 18 MMVO)
- die Verpflichtung, Medien fortlaufend mit Blick auf das Aufkommen von Gerüchten zu beobachten

# EU Listing Act

Neuerungen im Prospektrecht

# Neue Prospektformate

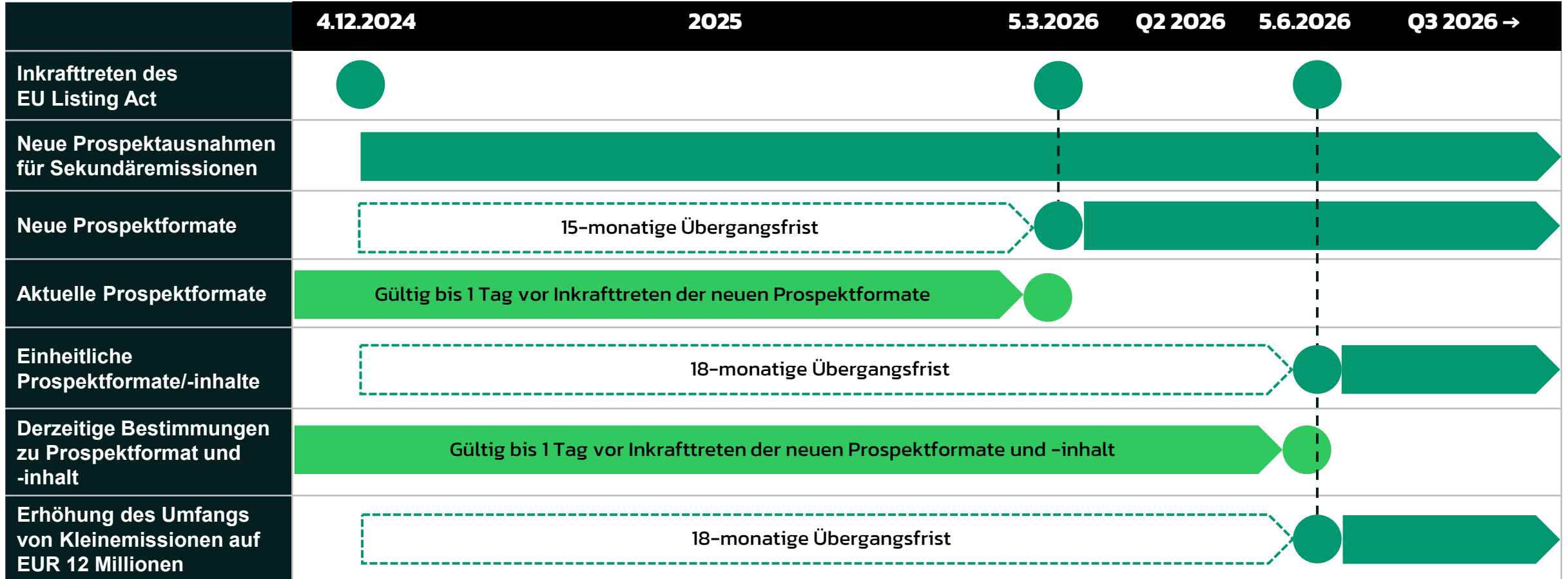
## Überblick

	Standard-Prospekt	EU-Wachstumsemissionsprospekt	EU-Folgeprospekt
Anwendungsbereich	<ul style="list-style-type: none"><li>• Börsengang am regulierten Markt</li><li>• Kapitalerhöhung von MTF-Emittenten, sofern kein vereinfachtes Prospektformat oder prospektersetzendes Dokument möglich</li><li>• Uplisting von einem MTF-Emittenten in den regulierten Markt</li></ul>	<p>Öffentliches Angebot von Wertpapieren</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• von KMU</li><li>• von Emittenten, die keine KMU sind, z.B. bei gleichzeitiger Einbeziehung in das Scale-Segment</li><li>• sofern Gesamtgegenwert &lt; EUR 50 Mio.*, Emittent kein MTF-Emittent und weniger als 499 Beschäftigte im letzten Geschäftsjahr</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Uplisting von Scale-Emittenten in den regulierten Markt (sofern min. 18 Monate gelistet)</li><li>• Öffentliches Angebot und/oder Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt von Emittenten am regulierten Markt und Scale-Emittenten (sofern min. 18 Monate gelistet)</li></ul>
Seitenbegrenzung	300 DIN-A4-Seiten	75 DIN-A4-Seiten	50 DIN-A4-Seiten
Format	Standardisiertes Prospektformat (entsprechend der von der ESMA auszuarbeitenden Durchführungsstandards)		
Billigungspflicht	Ja, durch BaFin		
Haftung	§ 9 Abs. 1 WpPG (d.h. auch für Unvollständigkeit)	§ 9 Abs. 1 und 4 WpPG (d.h. auch für Unvollständigkeit)	
Historische Finanzinformationen	Geprüfte Abschlüsse für die letzten <b><u>zwei</u></b> Geschäftsjahre	<ul style="list-style-type: none"><li>• Jahres- und Halbjahresabschlüsse, die über einen Zeitraum von 12 Monaten vor der Billigung des Prospekts veröffentlicht wurden</li><li>• Jahresabschlüsse müssen geprüft sein</li></ul>	
Anmerkungen	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>NEU:</b> Pflicht zur Aufnahme von Lageberichten</li><li>• <b>US-PLACEMENT:</b> Keine Bindung an Prospektstandardisierung im Falle einer US-Platzierung nach Rule 144A mit <i>Offering Circular</i> und falls gleichzeitig Zulassung zum regulierten Markt erfolgt</li><li>• <b>PROBLEM:</b> Konflikt zwischen Seitenbegrenzung und Haftung für Unvollständigkeit</li></ul>		

\* Über einen Zeitraum von 12 Monaten

# Neue Prospektformate

## Voraussichtliche Anwendbarkeit der neuen Regeln



# Annex IX-Dokument

## Drei Anwendungsbereiche

- **Öffentliches Angebot im Volumen von weniger als 30 % der bestehenden Wertpapiere**
  1. Angebot von Wertpapieren, die zum Handel an einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen werden sollen
  2. Angebotene Wertpapiere sind fungibel mit bereits zum Handel am selben Markt zugelassenen Wertpapieren
  3. Emittent befindet sich nicht in einem Restrukturierungs- oder Insolvenzverfahren
- **Öffentliches Angebot im Volumen von mindestens 30 % der bestehenden Wertpapiere**
  1. Angebot von Wertpapieren, die zum Handel an einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen werden sollen
  2. Angebotene Wertpapiere sind fungibel mit Wertpapieren, die mindestens während 18 Monaten vor dem Angebot ununterbrochen zum Handel am selben Markt zugelassen waren
  3. Emittent befindet sich nicht in einem Restrukturierungs- oder Insolvenzverfahren
  4. Wertpapiere werden nicht im Zusammenhang mit einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots, einer Verschmelzung oder einer Spaltung begeben
- **Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt im Volumen von mindestens 30 % der bestehenden Wertpapiere**
  1. Zuzulassende Wertpapiere sind fungibel mit Wertpapieren, die mindestens während 18 Monaten vor dem Angebot ununterbrochen zum Handel am selben Markt zugelassen waren
  2. Emittent befindet sich nicht in einem Restrukturierungs- oder Insolvenzverfahren

# Bisherige Transaktionspraxis unter Nutzung des Annex IX-Dokuments

## Inhalte des Annex IX-Dokuments

1. Name des Emittenten (einschließlich seiner Rechtsträgerkennung (LEI)), Land der Gründung, Link zur Website des Emittenten.
2. Erklärung der für das Dokument verantwortlichen Personen, dass die in dem Dokument enthaltenen Informationen ihres Wissens nach den Tatsachen entsprechen und dass das Dokument keine Auslassungen aufweist, die die Aussage des Dokuments verändern könnten.
3. Name der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats.
4. Erklärung, dass das Dokument keinen Prospekt im Sinne der vorliegenden Verordnung darstellt und dass das Dokument nicht der Prüfung und Billigung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats unterzogen wurde.
5. **Erklärung über die kontinuierliche Einhaltung der Melde- und Offenlegungspflichten während des gesamten Zeitraums der Zulassung zum Handel, einschließlich nach Maßgabe der Transparenzrichtlinie, gegebenenfalls der Marktmissbrauchsverordnung und gegebenenfalls der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.**
6. Angabe des Ortes, an dem die vom Emittenten im Rahmen der laufenden Offenlegungspflichten vorgeschriebenen veröffentlichten Informationen verfügbar sind, und gegebenenfalls des Ortes, an dem der letzte Prospekt erhältlich ist.
7. Im Falle eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren eine Erklärung, dass der Emittent zum Zeitpunkt des Angebots die Offenlegung von Insiderinformationen gemäß der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 nicht aufschiebt.
8. Gründe für die Emission und Verwendung der Erlöse.
9. **Die spezifischen Risikofaktoren des Emittenten.**
10. Die Merkmale der Wertpapiere (einschließlich ihrer ISIN).
11. Bei Aktien die Verwässerung und der Aktienbesitz nach der Emission.
12. Bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren die Bedingungen des Angebots.
13. Gegebenenfalls alle geregelten Märkte oder KMU-Wachstumsmärkte, an denen die Wertpapiere, die mit den öffentlich anzubietenden oder zum Handel an einem geregelten Markt zuzulassenden Wertpapieren fungibel sind, bereits zum Handel zugelassen sind.

# Bisherige Transaktionspraxis unter Nutzung des Annex IX-Dokuments

## Bisherige Transaktionen im deutschen Markt

- **Sprache:** Deutsche oder Englisch
- **Schriftgröße:** mind. 10 pt
- **Format:** Noch kein Marktstandard (Tabellenformat vs. Prospektformat)
- Möglichkeit der **Vorabstimmung** mit der BaFin und der Frankfurter Wertpapierbörse („**FWB**“)
- Prüfung des Annex IX-Dokuments durch FWB nur auf Vollständigkeit
- **Einschränkung des sog. Compliance-Statements** sowohl nach Rechtsauffassung der BaFin als auch der FWB möglich, aber:
  - Nach Rechtsauffassung der BaFin muss versäumte Pflicht vor Hinterlegung des Anhang IX-Dokuments nachgeholt worden sein.
  - Nach Rechtsauffassung der FWB muss versäumte Pflicht nicht vor Hinterlegung des Anhang IX-Dokuments nachgeholt worden sein.
- Nutzung des Annex IX-Dokuments auch im **Restrukturierungsfall** möglich, sofern (i) keine Anzeige eines Restrukturierungsvorhabens beim zuständigen Restrukturierungsgericht im Sinne von § 31 StaRUG erfolgt ist und (ii) keine Aufstellung sowie kein Entwurf eines Restrukturierungsplan im Sinne des Kapitel 1 des StaRUG erfolgt ist

# Bisherige Transaktionspraxis unter Nutzung des Annex IX-Dokuments

## Bisherige Transaktionen im deutschen Markt

- **Struktur von Transaktionen im deutschen Markt**

1. Zulassung von neuen Aktien nach Kapitalerhöhung im beschleunigten Platzierungsverfahren (*Accelerated Bookbuilding*)
2. Zulassung von neuen Aktien aus gemischter Sach- und Barkapitalerhöhung
3. Öffentliches Angebot (Bezugsangebot) mit vorheriger Verpflichtung zur Ausübung von Bezugsrechten durch Großaktionäre und Zulassung neuer Aktien
4. Zulassung von bedingtem Kapital
5. Sanierungskapitalerhöhung (Debt-to-Equity-Swap)
6. Öffentliches Angebot (Bezugsangebot) mit Backstop-Verpflichtung und Zulassung neuer Aktien

→ **Technische Transaktionen ohne Vermarktung mit Marketingmaterialien**



# Standortfördergesetz

# Ein-Cent-Aktien (1)

## § 8 AktG:

(2) Nennbetragsaktien müssen auf mindestens einen Euro lauten. Aktien über einen geringeren Nennbetrag sind nichtig. [...]

(3) Stückaktien lauten auf keinen Nennbetrag. Die Stückaktien einer Gesellschaft sind am Grundkapital in gleichem Umfang beteiligt. Der auf die einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals darf einen Euro nicht unterschreiten. [...]

(7) Die Satzung kann vorsehen, dass Nennbetragsaktien einen geringeren Nennwert haben dürfen. In diesem Fall müssen sie auf mindestens einen Eurocent lauten. Für Stückaktien kann die Satzung vorsehen, dass der auf die einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals einen Eurocent betragen darf. Im Übrigen findet Absatz 2 Satz 2 und 3 entsprechende Anwendung.

- Einfügung des § 8 Abs. 7 AktG durch das Standortfördergesetz.
- Grundsätzlich bleibt es bei einem **Mindestnennbetrag bzw. einem geringsten Ausgabebetrag von EUR 1,00.**
- Geringere Beträge nur bei **ausdrücklicher Satzungsregelung.**
- Vorteile vor allem bei der **Vorbereitung von Börsengängen:** Gesellschaftsrechtliche Strukturierung der späteren börsennotierten Gesellschaft wird erleichtert.

## Ein-Cent-Aktien (2)

### Beispiel:

- Erhöhung des Grundkapitals von EUR 50.000.000 um EUR 24.000.000 durch Ausgabe von 60.000.000 neuen Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 0,40.
- Geringster Ausgabebetrag der neuen Aktien kann in diesem Fall EUR 0,40 betragen.
- Nach der Kapitalerhöhung beträgt der anteilige Betrag aller Aktien am Grundkapital EUR 0,67.

	Ausgangslage	Kapitalerhöhung	Kapital nach Kapitalerhöhung
Marktkapitalisierung:	EUR 25.000.000	EUR 24.000.000	EUR 49.000.000
Grundkapital:	EUR 50.000.000	EUR 24.000.000	EUR 74.000.000
Aktienzahl:	50.000.000	60.000.000	110.000.000
Anteiliger Betrag am Grundkapital:	EUR 1,00	EUR 0,40	EUR 0,67
Börsenkurs:	EUR 0,50	EUR 0,40	EUR 0,45

**Problem bei Stückaktien:** Unklarer Wortlaut des § 8 Abs. 7 Satz 3 AktG: „einen Eurocent betragen darf“, das Wort „mindestens“ fehlt.

# Prospektrechtliche Änderungen

- **Regelung der Haftung für Annex IX-Dokument und neue Prospektformate**

- Bislang keine Haftungsregelung für 11-seitiges Dokument für Sekundäremissionen („**Annex IX-Dokument**“) und neue Prospektformate (EU-Folgeprospekt und EU-Wachstumsemissionsdokument)
- Annex IX-Dokument sowie neue Prospektformate unterliegen einer massiven Seitenbeschränkung
- Standortförderungsgesetz ordnet diese als prospektersetzende Dokumente ein (§ 9 Abs. 4 WpPG), womit eine Haftung trotz Seitenbeschränkung auch für **Unvollständigkeit** besteht

→ **Änderung der Auslegung des Begriffs der „Vollständigkeit“**

- **Flexibilisierung des Sprachregime: Englisch wird als Sprache vollumfänglich anerkannt**

→ **Keine deutsche Prospektzusammenfassung mehr erforderlich**

- **Erleichterungen für Kleinemissionen**

- EU Listing Act erhöht Schwelle für prospektfreie Kleinemissionen auf **EUR 12 Millionen**. Mitgliedstaaten können Schwelle auf EUR 5 Millionen herabsetzen → **keine Herabsetzung** durch Standortförderungsgesetz vorgesehen
- Standortförderungsgesetz sieht Streichung von § 6 WpPG (Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger bei Kleinemissionen) vor

# Börsenrechtliche Änderungen

- Absenkung der **Streubesitzanforderung von 25 % auf 10 %**; in bestimmten Fällen weitere Herabsetzung möglich
- Keine Ausnahme mehr von der Vorgabe, dass der Kurswert der zuzulassenden Aktien mindestens EUR 1 Million betragen muss
- Streichung der Anforderung des Bestehens eines Unternehmens seit mindestens drei Jahre sowie der Berichtshistorie von drei Jahren

# Einführung der elektronischen Aktie

# Grundlagen

- **§ 10 Abs. 6 AktG:** In der Satzung ist die Verbriefung für solche Aktien auszuschließen, die als **elektronische Aktien** in einem **elektronischen Wertpapierregister** eingetragen werden. Die Eintragung in ein Kryptowertpapierregister [...] ist nur zulässig, wenn dies in der Satzung ausdrücklich zugelassen ist.
- **§ 1 eWpG:** Dieses Gesetz ist anzuwenden auf
  1. Schuldverschreibungen auf den Inhaber,
  2. **Aktien, die auf den Namen lauten**, und
  3. **Aktien, die auf den Inhaber lauten**, wenn sie in einem **zentralen Register** eingetragen sind.
- **§ 13 Satz 4 AktG:** Bei elektronischen Aktien findet **keine Unterzeichnung** statt.
- Der Rechtsrahmen für elektronische Aktien wurde durch das **Zukunftsfinanzierungsgesetz** geschaffen, das am 15.12.2023 in Kraft getreten ist.
- Keine umfassende Regelung im Aktiengesetz, sondern **punktueller Anpassungen**.
- Elektronische Aktien bilden **keine eigene Aktienart** und **keine Gattung**.
- Unterscheidung zwischen **Namensaktien** und **Inhaberaktien** gilt auf für elektronische Aktien.
- AktG verweist auf das **Gesetz über elektronische Wertpapiere** (eWpG).

# Arten elektronischer Aktien nach dem eWpG

	Zentralregister-Aktien	Kryptoaktien
Einzeleintragung	Praktische Relevanz zweifelhaft	Aktien auf Basis der Distributed Ledger Technology Blockchain
Sammeleintragung	Börsennotierte Aktien	Praktische Relevanz zweifelhaft



# Elektronische Aktien

## Zentralregisteraktien in Sammeleintragung

- **Inhaber** kann nur Wertpapiersammelbank oder Verwahrer als Treuhänder sein (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG)
- **Registerführung** durch Wertpapiersammelbank oder (bei ausdrücklicher Ermächtigung des Emittenten) Verwahrer (§ 12 Abs. 2 eWpG)
- **Übertragung** erfolgt durch Einigung und Besitzverschaffung gem. §§ 929 ff. BGB
- **Abwicklung im Effektengiro** möglich, wenn Wertpapiersammel-bank Registerführer ist (§ 12 Abs. 3 eWpG), damit Voraussetzungen für Börsenhandel („stückelose Lieferung“) gegeben
- Zulässig als **Inhaber- und Namensaktien** (§ 10 Abs. 1 AktG), wenn Satzung für die betreffenden Aktien Verbriefung ausschließt (§ 10 Abs. 6 Satz 1 AktG).

## Kryptoaktien in Einzeleintragung

- **Inhaber** ist im Register eingetragene natürliche oder juristische Person oder rechtsfähige Personengesellschaft (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG)
- **Registerführung** durch Kryptowertpapierregisterführer – erlaubnispflichtiges Geschäft (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 i.V.m. § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG)
- **Übertragung** erfolgt durch Einigung und Eintragung im Wertpapierregister (§§ 24 ff eWpG)
- **Kein börslicher Handel** möglich, ggf. Übertragung über nichtbörsliche Handelsplattformen (Kryptobörsen; OTC)
- Zulässig nur als **Namensaktien** (§ 10 Abs. 1 Satz 1 AktG, § 1 Nr. 2 eWpG) und aufgrund **ausdrücklicher Satzungsregelung** (§ 10 Abs. 6 Satz 2 AktG).

# Aktuelle Entwicklungen

- Keine Pflicht zur Ausgabe elektronischer Aktien.
- Clearstream Europe AG hat eine digitale **Emissionsplattform D7** entwickelt, über die bislang nur elektronische Anleihen begeben wurden. Elektronische Aktien wurden für das zweite Halbjahr 2026 angekündigt
- **Kryptoaktien** sind für börsennotierte Unternehmen nicht von Interesse, da nicht börsenfähig.
- In Zukunft ist aber damit zu rechnen, dass elektronische Zentralregisteraktien zum **Standard für börsennotierte Aktien** werden.
- **Prüfung der Satzungsregelung** sinnvoll, da umstritten ob allgemeiner Ausschluss der Verbriefung ausreichend oder spezifischer Ausschluss für die Begebung elektronischer Aktien erforderlich ist.
- Ggf. **Satzungsanpassung** notwendig.

# Umsetzung der CSRD

# Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD (1/4): Ursprünglicher persönlicher und zeitlicher Anwendungsbereich der CSRD

## Wer?

**Große Kapitalgesellschaften\***,  
wenn 2 von 3 Merkmalen überschritten sind:

- Bilanzsumme: EUR 25.000.000,
- Nettoumsatzerlöse: EUR 50.000.000,
- Durchschnittliche Beschäftigtenzahl: 250

**Mittlere Kapitalgesellschaften**,  
wenn 2 von 3 Merkmalen überschritten sind:

- Bilanzsumme: EUR 5.000.000,
- Nettoumsatzerlöse: EUR 10.000.000,
- Durchschnittliche Beschäftigtenzahl: 50

**Kleine Kapitalgesellschaften**,  
wenn 2 von 3 Merkmalen überschritten sind:

- Bilanzsumme: EUR 450.000,
- Nettoumsatzerlöse: EUR 900.000,
- Durchschnittliche Beschäftigtenzahl: 10

Kapitalmarktorientiert\*\*

## Ab wann?

**sog. „1. Welle“**  
Kapitalmarktorientierte,  
große Kapitalgesellschaften mit mind. 500 Beschäftigten  
→ **berichtspflichtig ab Geschäftsjahr 2024**

**sog. „2. Welle“**  
alle anderen großen Kapitalgesellschaften  
→ **berichtspflichtig ab Geschäftsjahr 2025**

**sog. „3. Welle“**  
kleine und mittlere  
kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften  
→ **berichtspflichtig ab Geschäftsjahr 2026**

\* Auch erfasst: haftungsbeschränkte KGs und OHGs, insb. GmbH & Co KGs, die ebenfalls einen Jahresabschluss und einen Lagebericht aufzustellen haben (§ 264a HGB)

\*\* Die Berichterstattungspflicht gilt für KMU von öffentlichem Interesse nach Art. 2 Nr. 1 lit. a i.V.m. Art. 19a Abs. 1 der RL 2013/34

# Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD (2/4): Aktueller Stand auf EU und nationaler Ebene

- **Starke Dynamik** im Jahr 2025 aufgrund von Änderungen der CSRD und der Überarbeitung der ESRS im Rahmen des Omnibus I-Verfahrens auf EU-Ebene
- **April 2025:** Zeitliche Verschiebung der Berichtspflichten durch „**Stop-the-Clock**“-Richtlinie um zwei Jahre für Unternehmen der 2. und 3. Welle, welche ursprünglich für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 erstmalig berichtspflichtig gewesen wären; keine Verschiebung der Berichtspflichten für Unternehmen der 1. Welle, die nach der CSRD bereits für das Geschäftsjahr 2024 berichtspflichtig waren
- **Dezember 2025:** Vorläufige Einigung zwischen Rat und Europäischem Parlament wonach
  - ab 01.01.2027 nur noch Unternehmen mit **mehr als 1.000 Mitarbeitern** und **Nettoumsatzerlösen von mindestens EUR 450 Mio.** zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtet sein sollen (gilt auch für Mutterunternehmen von Gruppen, die diese Schwellenwerte erfüllen)
- Vorläufige Einigung sieht ein **Mitgliedstaatenwahlrecht** vor, Unternehmen der 1. Welle, die nicht mehr als 1.000 Mitarbeitern und Nettoumsatzerlösen von mindestens EUR 450 Mio. aufweisen, von der Pflicht zur Nachhaltigkeitsberichterstattung auszunehmen (da diese ab 01.01.2027 ohnehin nicht mehr berichtspflichtig wären)
- Vorläufige Einigung wurde vom Europäischen Parlament am 16.12.2025 gebilligt, Billigung durch den Rat und Verkündung der Richtlinie im Amtsblatt der EU steht noch aus
- CSRD in Deutschland nach wie vor **nicht umgesetzt**, Bundesregierung veröffentlichte ihren Regierungsentwurf am 03.09.2025; ob deutscher Gesetzgeber von Mitgliedsstaatenwahlrecht Gebrauch macht, bleibt abzuwarten → für Unternehmen der 1. Welle besteht damit in weiterhin **erhebliche Rechtsunsicherheit**

# Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD (3/4): Wahl des Prüfers des Nachhaltigkeitsberichts

## **§ 324b HGB-RegE Pflicht zur Prüfung des Nachhaltigkeitsberichts**

- 1) Ist der Lagebericht gemäß § 289b um einen Nachhaltigkeitsbericht zu erweitern, so ist dieser durch einen Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts zu prüfen.
- 2) Ist der Konzernlagebericht gemäß § 315b um einen Konzernnachhaltigkeitsbericht zu erweitern, so ist dieser durch einen Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts zu prüfen.
- 3) § 316 Absatz 3 Satz 1 und 2 ist auf die Prüfung des Nachhaltigkeitsberichts und die Prüfung des Konzernnachhaltigkeitsberichts entsprechend anzuwenden

- § 324b HGB-RegE sieht die Prüfung des (Konzern-) Nachhaltigkeitsberichts vor
- Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts kann auch Abschlussprüfer sein (§ 324e HGB-RegE), weiterhin sollen jedoch nur Wirtschaftsprüfer als Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts in Betracht kommen (§ 324e HGB-RegE iVm § 319 HGB-RegE)
- Auch in HV-Saison 2026 bestellen Unternehmen einen Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts vorsorglich für den Fall, dass der deutsche Gesetzgeber im CSRD-Umsetzungsgesetz eine Wahl dieses Prüfers durch die Hauptversammlung verlangt (z.B. CECONOMY, Infineon, METRO, Douglas, Siemens Energy)
- Falls deutscher Gesetzgeber von Mitgliedstaatenwahlrecht Gebrauch macht, wird künftig keine Bestellung eines Prüfers des Nachhaltigkeitsberichts mehr notwendig sein für Unternehmen der 1. Welle unterhalb der relevanten Schwellenwerte (vgl. zuvor)

# Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD (4/4): Formulierungsvorschlag für vorsorgliche Prüferwahl an die HV (Beispiel)

Der Aufsichtsrat schlägt auf Empfehlung seines Prüfungsausschusses vor,

1. die [Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Ort] zum Abschlussprüfer und Konzernabschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2026 sowie zum Abschlussprüfer für die prüferische Durchsicht des verkürzten Konzernzwischenabschlusses und des Konzernzwischenlageberichts für das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2026 zu wählen;
2. *die [Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Ort] zum Prüfer des konsolidierten Nachhaltigkeitsberichts für das Geschäftsjahr 2026 zu wählen. Da die Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) durch den deutschen Gesetzgeber zum Zeitpunkt der Bekanntmachung dieser Einberufung noch nicht umgesetzt wurde, erfolgt die Wahl vorsorglich für den Fall, dass der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung von Art. 37 Abs. 1 der Abschlussprüferrichtlinie (Richtlinie 2006/43/EG, zuletzt geändert durch Richtlinie (EU) 2022/2464) eine Wahl des Prüfers der Nachhaltigkeitsberichterstattung durch die Hauptversammlung gesetzlich regelt und diese Regelung auch das Geschäftsjahr 2026 der Gesellschaft erfasst.*

Der Prüfungsausschuss hat erklärt, dass seine Empfehlung frei von ungebührlicher Einflussnahme durch Dritte ist und ihm keine die Auswahlmöglichkeiten beschränkende Klausel im Sinne von Art. 16 Abs. 6 der EU-Abschlussprüferverordnung auferlegt wurde (Verordnung (EU) Nr. 537/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014).



# Aktuelle Verwaltungspraxis von ESMA und BaFin



# Neues zu Directors' Dealings

## Art. 19 Abs. 1 MMVO:

- 1) *Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen melden dem Emittenten und **der [...] zuständigen Behörde [...] jedes Eigengeschäft** mit Anteilen oder Schuldtiteln dieses Emittenten oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten.*
- 2) *Diese Meldungen sind unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts vorzunehmen.*
- 3) *Unterabsatz 1 gilt ab dem Zeitpunkt, an dem der sich aus den Geschäften ergebende Gesamtbetrag den [...] **Schwellenwert innerhalb eines Kalenderjahrs** erreicht hat.*

- Nach Art. 19 Abs. 8 MMVO gilt für solche Geschäfte von Gesetzes wegen ein Schwellenwert von EUR 20.000.
- Art. 19 Abs. 9 MMVO ermächtigt die zuständige Behörde, den Schwellenwert auf EUR 50.000 EUR anzuheben oder auf EUR 10.000 zu senken.
- BaFin hat den Schwellenwert durch Allgemeinverfügung vom 04.12.2025 mit Wirkung zum 01.01.2026 auf **EUR 50.000 erhöht**.
- BaFin erwartet **Rückgang der Meldungen um ein Drittel**.

# Merkblatt öffentliches Angebot (1)

- Nach Art. 3 Abs. 1 u. 3 ProspektVO ist ein Wertpapierprospekt zu veröffentlichen, wenn Wertpapiere **öffentlich angeboten** oder **zum Handel an einem geregelten Markt in der Union zugelassen** werden (**Prospektpflicht**).
- „**Öffentliches Angebot**“ eine Mitteilung an die Öffentlichkeit in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung jener Wertpapiere zu entscheiden.
- BaFin veröffentlicht am 11.09.2025 ein **Merkblatt** vor, mit dem die Behörde ihre Auslegung des Begriffs „öffentliches Angebot“ konkretisiert.
- **Praktische Bedeutung** insbesondere bei:
  - Kommunikation im Zusammenhang mit Kapitalmaßnahmen
  - Angeboten von Aktienoptionen

# Merkblatt öffentliches Angebot (2)

## Wie?

- „in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise“: weites Verständnis
- keine bindende Willenserklärung i.S.v. § 145 BGB erforderlich

## Was?

- Mindestmaß an Informationen für potentielle Anleger
- Ausreichend ist, dass sich der potentielle Anleger ein umfassendes Bild von der potentiellen Investition machen kann
- Nicht alle Informationen müssen zeitgleich vorliegen

## Von wem?

- Anbieter und derjenige, von dem das Wertpapier erworben werden kann, müssen nicht identisch sein
- Einzelfallbetrachtung, wer die eigentliche Initiative für die Kontaktaufnahme geschaffen hat

## An wen?

- Mitteilung an mindestens zwei (natürliche und/oder juristische) Personen
- Nicht erforderlich ist: Mitteilung an unbestimmte Personen (im Sinne von „jedermann“) oder eine nicht bestimmbare Zahl von Personen

## Wann?

- Beginn: Vorliegen der Mindestangaben
- Ende: Sobald Wertpapiere nicht mehr erworben werden können.

## Kontaktdaten



**Dr. Stephan Schulz**  
Partner, Rechtsanwalt

+49 40 3003970  
[stephan.schulz@noerr](mailto:stephan.schulz@noerr)

Dr. Stephan Schulz ist Partner unserer Praxisgruppe Aktien- und Kapitalmarktrecht im Hamburger Büro von Noerr. Zu den Schwerpunkten seiner Beratungspraxis zählen die Begleitung von Anleihe- und Aktienemissionen (Börsengänge, Bezugsrechtsemissionen, Privatplatzierungen) und öffentlichen Übernahmen. Darüber hinaus berät er fortlaufend börsennotierte Unternehmen, Emittenten, Vermögensverwalter, Finanzinstitute und Investoren zu Fragen des deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrechts. Er veröffentlicht regelmäßig zu aktien- und kapitalmarktrechtlichen Themen.

### Pressestimmen

- Empfohlen als führender Anwalt für Mergers and Acquisitions, Capital Markets, Corporate, Handelsblatt/Best Lawyers (seit 2020)
- Empfohlen als führender Berater für ECM, Legal 500 Germany (seit 2021): „*Sehr tiefe Detailkenntnisse, aber auch offen für neue Argumente. Gutes Verständnis für die „Nöte“ auf Emittentenseite.*“
- ‘Thomson Reuters Stand-out Lawyer – independently rated lawyers’ (2026)
- Empfohlen als ‘notable practitioner’ im Kapitalmarktrecht, IFLR 1000

## Kontakt Daten

**Dr. Philip M. Schmoll**

Associated Partner, Rechtsanwalt

+49 69 971477490

[philip.schmoll@noerr.com](mailto:philip.schmoll@noerr.com)

Dr. Philip Schmoll ist ein erfahrener Transaktions- und Corporate-Spezialist im Frankfurter Büro von Noerr. Sein Beratungsschwerpunkt bildet eine multidisziplinäre Transaktionspraxis, die sowohl Kapitalmarkttransaktionen als auch Public und Private M&A-Transaktionen umfasst. Zudem berät er börsennotierte und nicht-börsennotierte Unternehmen laufend im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Ein weiterer Beratungsfokus liegt außerdem in der Beratung von Organmitgliedern zu gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen (insbesondere Organverantwortung und Haftungsfragen). Er veröffentlicht regelmäßig zu kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Themen. Dr. Philip Schmoll ist Mitgründer des Netzwerks „German Capital Markets Lawyers“ (siehe <https://www.azur-online.de/beruf-karriere/es-ist-nie-zu-frueh-fuers-netzwerk/>) und Lehrbeauftragter für Kapitalmarktrecht an der Business School Pforzheim.

**Pressestimmen**

- „Sehr umsichtig und dienstleistungsorientiert“, Mandant, in: The Legal 500
- Empfohlener Anwalt für Equity Capital Markets, The Legal 500 (seit 2023)
- Empfohlen als Anwalt der Zukunft für Kapitalmarktrecht, Handelsblatt/Best Lawyers in Germany (seit 2022)
- Empfohlen als Anwalt der Zukunft für Gesellschaftsrecht, Handelsblatt/Best Lawyers in Germany (seit 2022)

## Vereinfachung eines Börsensegmentwechsels aus dem regulierten Markt in einen KMU-Wachstumsmarkt

**Bislang:** Delisting aus dem regulierten Markt setzt zwingend ein Delisting-Erwerbsangebot nach näherer Maßgabe des Börsengesetzes (BörsG) und des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) voraus

- Abfindung mindestens Börsendurchschnittskurs der letzten 6 Monate
- Ausnahme: Ad hoc-Verstoß oder Marktmanipulation
- Ermessensentscheidung der Börse

**Künftig:** gesetzliche Änderung durch das **Standortförderungsgesetz** im Falle eines vollständigen Delisting oder eines Wechsels in den allgemeinen Freiverkehr

Bundesgesetzblatt vom 09. Februar 2026  
Inkrafttreten am 10. Februar 2026

- Abfindung weiterhin mindestens Börsendurchschnittskurs der letzten 6 Monate
- Aber: Ausweitung der Ausnahme
  - Beeinflussung des Börsenkurses durch „besondere Umstände“ (insbesondere Ad hoc-Verstoß, Marktmanipulation), so dass dieser unangemessen niedrig ist -> Ermittlung der Abfindung durch eine Unternehmensbewertung (Spruchverfahren!)
- Gebundene Entscheidung der Börse

## Vereinfachung eines Börsensegmentwechsels aus dem regulierten Markt in einen KMU-Wachstumsmarkt

**Künftig:** gesetzliche Änderung durch das **Standortförderungsgesetz** im Falle eines Wechsels in einen KMU-Wachstumsmarkt

Bundesgesetzblatt vom 09. Februar 2026  
Inkrafttreten am 10. Februar 2026

- Kein Delisting-Erwerbsangebot mehr notwendig beim Wechsel vom regulierten Markt in ein KMU-Wachstumsmarkt
- Derzeit ist nur das Scale-Segment an der Frankfurter Wertpapierbörse als KMU-Wachstumsmarkt anerkannt
- Delisting-Erwerbsangebot erst bei Rückzug aus dem KMU-Wachstumsmarkt notwendig (analog den Bestimmungen des BörsG sowie des WpÜG)
- Die übrigen Börsenfolgepflichten, die nur für Emittenten im regulierten Markt Anwendung finden, gelten im KMU-Wachstumsmarkt weiterhin nicht (trotz der „Verschiebung“ der Angebotspflicht für ein Delisting auf die Ebene des KMU-Wachstumsmarkts)

### Folgefragen

- Gilt Verpflichtung zu einem Delisting-Erwerbsangebot künftig auch für solche Emittenten, deren Aktien zuvor nicht in einem regulierten Markt zugelassen waren?
- Werden gehobene Freiverkehrssegmente an anderen Börsen (z.B. M:access der Börse München oder Primärmarkt der Börse Düsseldorf) an einer Registrierung als KMU-Wachstumsmarkt interessiert sein?

## Aktiendividende (Scrip Dividend)

- Wahlrecht des Aktionärs, anstelle der Bardividende Aktien der Gesellschaft zu erhalten
- Entsprechend geringere Liquidität im Rahmen der Barausschüttung im Übrigen notwendig
- Möglichkeit eines Abschlags auf den aktuellen Börsenkurs
- Schlanke Transaktionsstruktur
  - Aktien stammen aus einem Genehmigten Kapital (Bezugsrechtsemission) oder dem Bestand eigener Aktien
  - Veröffentlichung eines prospektersetzenden Dokuments sowie typischerweise eines weiteren Informationsdokuments für Aktionäre



## Kontakt Daten



**Dr. Alexander Thomas**  
Partner, Gesellschaftsrecht

+49 89 5434 8235

[alexander.thomas@osborneclarke.com](mailto:alexander.thomas@osborneclarke.com)

Alexander Thomas berät im Aktien- und Kapitalmarktrecht mit einem starken Fokus auf börsennotierte und börsengelistete Gesellschaften, insbesondere zu Fragen der Rechte und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat, der Corporate Governance, des Konzernrechts, des Marktmissbrauchsrechts sowie im Zusammenhang mit öffentlichen M&A- und Kapitalmarkttransaktionen und Börsengängen in unterschiedliche Segmente.

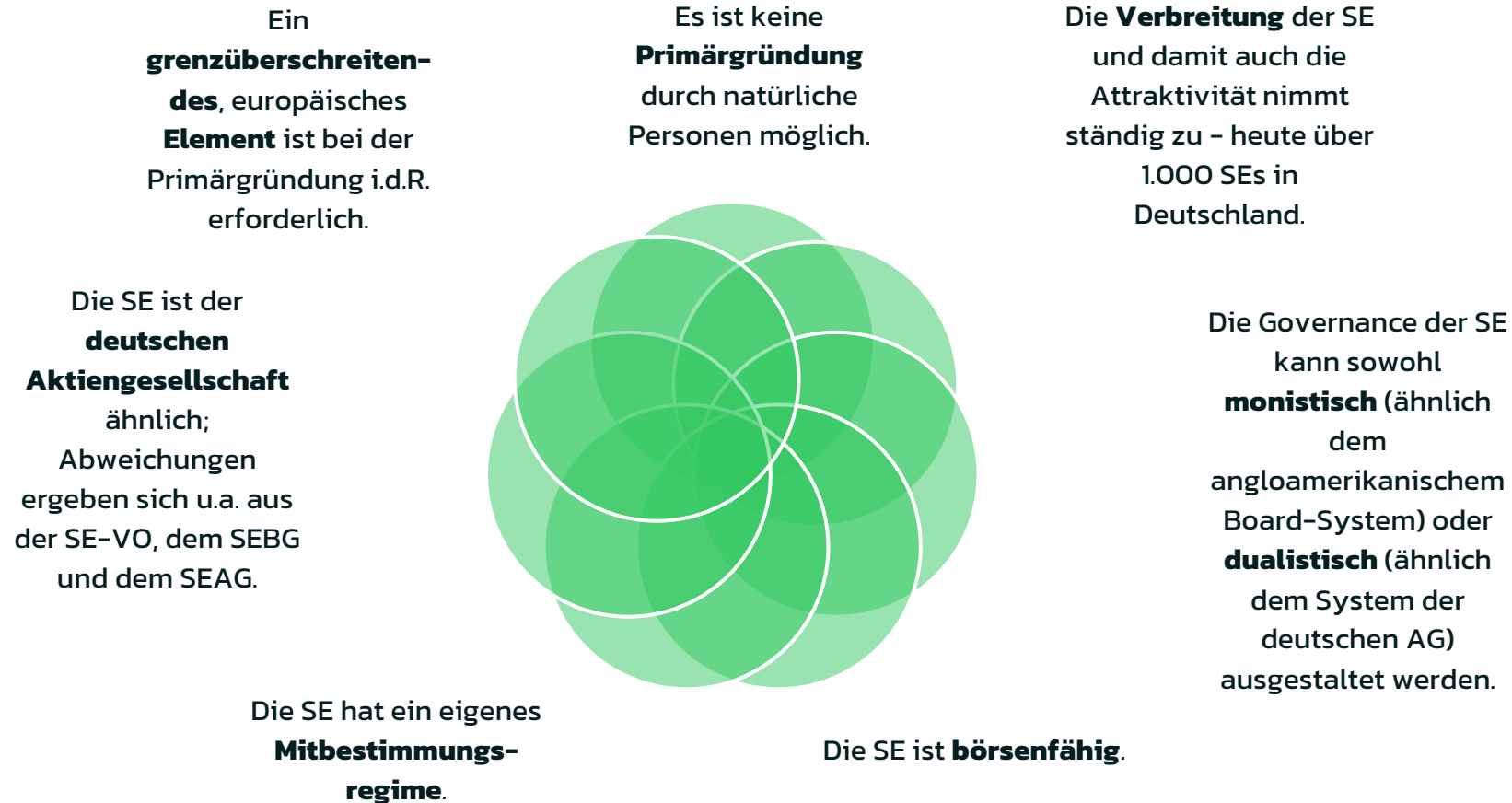
Darüber hinaus ist er Ansprechpartner für die Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen börsennotierter und börsengelisteter Gesellschaften.

# **AKTUELLE ENTWICKLUNGEN BEI SE-REORGANISATIONEN UNTER BESONDERER BEACHTUNG MITBESTIMMUNGSRECHTLICHER ASPEKTE („SE OHNE ARBEITNEHMERBETEILIGUNGSVERFAHREN“)**

1. Allgemeine Aspekte der SE
2. Mitbestimmungsregime der SE
  - a. Überblick
  - b. Aktuelle Rechtsprechung von EuGH und BAG
  - c. Status Quo
  - d. Zusammenfassung



## Allgemeine Aspekte der SE



## Mitbestimmungsregime der SE: Überblick (1)

Das Mitbestimmungsrecht in der SE bestimmt sich nach VO (EG) 2157/2001 (SE-VO) bzw. SE-Beteiligungsgesetz (SEBG).

Die SE ermöglicht grundsätzlich „**Einfrieren**“ des aktuellen mitbestimmungsrechtlichen Status. Ein organisches Wachstum der Arbeitnehmerzahlen führt damit nicht zur Änderung dieses Status.

Die SE unterfällt nach aktueller Rechtslage nicht den deutschen Mitbestimmungsgesetzen.

Die SE hat ein Mitbestimmungsregime eigener Art, das sich entweder nach einer **Arbeitnehmerbeteiligungsvereinbarung** oder der gesetzlichen Auffanglösung bestimmt.

Die SE verfügt i.d.R. über einen SE-Betriebsrat, der für grenzüberschreitende Sachverhalte zuständig ist.

Der SE-BR ersetzt den europäischen Betriebsrat.

Das Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren kann umfangreich sein, wenn viele europäische Länder beteiligt sind.

## Mitbestimmungsregime der SE: Überblick (2)

- Gemäß Art. 12 Abs. 2 SE-VO und § 18 SEBG ist für die Frage der Durchführung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens der **Gründungszeitpunkt** relevant.
- Entsprechend ist nach § 5 SEBG ein besonderes Verhandlungsgremium notwendig, wenn die beteiligten Gesellschaften mindestens **10 Mitarbeitende haben**.
- Ist der Schwellenwert von 10 Mitarbeitenden bei der Gründung nicht erreicht, so ist die (Vorrats-)SE (zunächst) mitbestimmungsfrei.
- Eine Nachholung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens bei „Aktivierung“ der SE ist Gegenstand von Diskussionen in der juristischen Literatur und der aktuellen Rechtsprechung von EuGH und BAG.
- Bisherige herrschende Auffassung:
  - Die Umgehung der Mitbestimmung in SE soll verhindert werden. Aus analoger Anwendung von § 18 Abs. 3 SEBG oder der Missbrauchsvorschriften (§ 43 SEBG) folgt bei „wirtschaftlicher Neugründung“ eine Pflicht zur nachträglichen Aufnahme von Verhandlungen.
  - Eine wirtschaftliche Neugründung stellt dabei insbesondere die Aktivierung der SE durch Ausstattung mit einem Geschäftsbetrieb dar, u.a. die Verschmelzung einer aktiven Gesellschaft auf die SE.



## Mitbestimmungsregime der SE: Aktuelle Rechtsprechung von EuGH und BAG (1)

- Nunmehr Entscheidungen von **EuGH und BAG** – EuGH: C-706/22 sowie Folgeentscheidung des BAG: 1 ABR 37/20 („Olympus-Entscheidungen“) sowie weitere BAG-Entscheidungen zum Brose-Konzern: 1 ABR 3/23 sowie 1 ABR 6/23
- „Olympus-Entscheidungen“: Sachverhalt
  - Gründung einer Holding-SE mit Sitz in Großbritannien ohne Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren (mangels entsprechender Arbeitnehmer der Gründer).
  - Anschließend Einbringung einer drittelbeteiligten GmbH (Arbeitnehmer: >800) in die Holding-SE.
  - Ca. drei Monate später: Umwandlung der GmbH in eine SE & Co. KG, wobei eine weitere (ebenfalls arbeitnehmerlose) SE der KG als Komplementärin beitrug. Alleinige Kommanditistin der KG sowie alleinige Aktionärin der neuen Komplementär-SE war die Holding-SE.
  - Die Umwandlung führte zum Entfallen der zuvor bestehenden Mitbestimmung. Die KG ist als Personengesellschaft mitbestimmungsfrei und auf die SE finden die §§ 4, 5 MitbestG, die eine Zurechnung der (Konzern-)Arbeitnehmer der KG an die Komplementärgesellschaft vorsehen, keine Anwendung. Anschließend Sitzverlegung der Holding-SE von Großbritannien nach Deutschland.
  - Die Umstrukturierung hatte zur Folge, dass die bestehende Mitbestimmung der Arbeitnehmer in der vormaligen deutschen GmbH vollständig entfiel und im Anschluss weder auf der Ebene der Holding-SE noch auf Ebene der SE & Co. KG oder der weiteren nachgeordneten Tochtergesellschaften eine unternehmerische Mitbestimmung bestand.
  - Antrag des Konzernbetriebsrats auf Einleitung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens auf der Ebene der Holding-SE.

## Mitbestimmungsregime der SE: Aktuelle Rechtsprechung von EuGH und BAG (2)

### 1. Gründung der Holding-SE in GB



### 2. Einbringung der GmbH in die Holding-SE



### 3. Umwandlung der GmbH in eine SE & Co. KG unter Beitritt der Komplementär SE



### 4. Sitzverlegung der Holding SE nach D



## Mitbestimmungsregime der SE: Aktuelle Rechtsprechung von EuGH und BAG (3)

- „Olympus-Entscheidungen“: Rechtsprechung
  - Das **BAG** ging zunächst von einer Pflicht zur Nachholung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens aufgrund analoger Anwendung der §§ 4 ff. SEBG aus. Voraussetzung hierfür sei allerdings, dass das Gesetz eine planwidrige Regelungslücke enthalte, was von der Auslegung des Unionsrechts abhängt. Vor diesem Hintergrund wurde das Verfahren durch das BAG ausgesetzt und dem EuGH insbesondere die Frage zur Vorabentscheidung vorgelegt.
  - Der **EuGH** hat sich in seiner Entscheidung indes gegen eine Pflicht zur Nachholung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens ausgesprochen, weil die nachträgliche Aufnahme von Verhandlungen weder in der SE-VO noch in der SE-RL vorgesehen sei. Darüber hinaus obliege es den Mitgliedstaaten, einen Missbrauch der SE (Entziehung/Vorenthaltung von Beteiligungsrechten der Arbeitnehmer) zu verhindern. Das deutsche SEBG enthält jedoch insoweit keine entsprechenden Regelungen.
  - Basierend auf der Entscheidung des EuGH entschied das **BAG**: Eine Pflicht zur Nachholung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens ergebe sich weder aus der unmittelbaren noch aus der analogen Anwendung der **§§ 4, 18 SEBG**.
  - Auch aus dem **Missbrauchsverbot in § 43 SEBG** ergibt sich keine Nachholung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens. Eine solche Rechtsfolge ist in § 43 SEBG nicht enthalten.
- „Brose-Entscheidungen“: weitgehend analog



## Mitbestimmungsregime der SE: Status Quo (1)

### Folgerungen



Die Zulässigkeit der **arbeitnehmerfreien Gründung** einer Vorrats-SE unter Verzicht auf ein Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren steht zweifelsfrei fest.



Ebenso steht fest, dass bei der **späteren Aktivierung** der Vorrats-SE eine Nachholung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens nicht erforderlich ist.



Dies gilt grundsätzlich unabhängig von der **Art des Aktivierungsaktes** der eingesetzten Holding-SE: Veräußerung, Sachkapitalerhöhung oder Einbringung ohne Kapitalerhöhung in die Kapitalrücklage der SE.



Eine Nachholung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens ist auch dann nicht erforderlich, wenn die SE einer KG oder KGaA als **Komplementärgesellschaft beitrifft**.



Dasselbe gilt, wenn die Vorrats-SE, neben oder gegebenenfalls auch unabhängig von einem weiteren Einbringungsakt, **mit eigenen Arbeitnehmern ausgestattet wird**.



**§ 18 Abs. 3 SEBG** findet auf die Vorrats SE weder unmittelbare noch analoge Anwendung. Dies gilt jedenfalls insoweit, als die analoge Anwendung unmittelbar auf die **Aktivierung der arbeitnehmerfrei gegründeten der Vorrats-SE** gestützt werden soll.

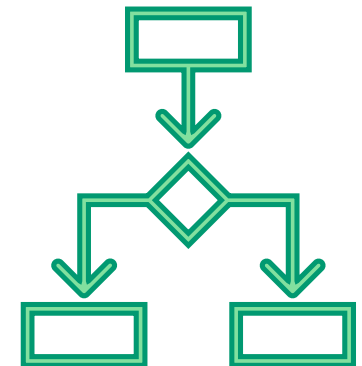


BAG geht in Wortlaut weiter: analoge Anwendung des § 18 Abs. 3 SEBG auf die Vorrats-SE soll **per se ausgeschlossen** sein (auch bei nachträgl. strukturellen Änderungen, die geeignet sind, Beteiligungsrechte der AN zu mindern. Die jur. Literatur ist z.T. anderer Auffassung.

## Mitbestimmungsregime der SE: Status Quo (2)

### Restrisiko

- Die **juristische Literatur** lässt – in unterschiedlichen Ausprägungen – die Durchführung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens weiterhin für bestimmte Konstellationen zu.
- Die Analogie sei zwar nicht durch die SE-RL geboten und somit keine „richtlinienkonforme“ Rechtsfortbildung. Sie ist allerdings nach nationalem Recht geboten, wenn man annimmt, dass der Gesetzgeber eine Nachholung des Verhandlungsverfahrens vorgesehen hätte, hätte er die Fallgestaltungen der arbeitnehmerlos gegründeten Vorrats-SE bedacht.
- Ein Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren wäre danach insb. durchzuführen, wenn
  - (i) eine **strukturelle Änderung** gegeben ist (Satzungsänderung / wirtschaftliche Neugründung) und
  - (ii) die strukturelle Änderung zur **Minderung von Arbeitnehmerbeteiligungsrechten** geeignet ist.
- Aufnahme einer mitbestimmten Einheit im Wege des **asset deals** oder durch **Verschmelzung** kommt hierfür grds. in Frage, nämlich dann wenn bspw. eine drittelbeteiligte GmbH auf die mitbestimmungsfreie SE verschmolzen wird bzw. sämtliche Assets auf die SE übertragen werden (Betriebsübergang gem. § 613a BGB).
- Ein **bloßer Beteiligungserwerb** oder ein **organisches Wachstum** der SE soll dagegen nicht genügen.



## Mitbestimmungsregime der SE: Zusammenfassung



Die Entscheidungen von BAG und EuGH bringen mehr Rechtssicherheit für Reorganisationen unter Verwendung von Vorrats-SEs.



Die Rechtsprechung des BAG ist erstaunlich klar und verneint die Nachholung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens nach Aktivierung der Vorrats-SE.



Die juristische Literatur fordert dagegen – auch nach den Entscheidungen des BAG – die Nachholung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens, wenn bestehende Mitbestimmungsrechte unter Verwendung einer Vorrats-SE beseitigt werden.



„Präventive“ Reorganisationen unter Verwendung von Vorrats-SEs, d.h. vor Überschreitung der Schwellenwerte des DrittelbG und MitbestG, sind damit nach aktueller Lage nun rechtssicher möglich.

### Zusammenfassung

## Kontakt Daten



**Susanne Kühlthau**

Partnerin, Gesellschaftsrecht

+49 89 5434 8044

[susanne.kuehlthau@osborneclarke.com](mailto:susanne.kuehlthau@osborneclarke.com)

Susanne Kühlthau berät im Gesellschaftsrecht mit einem starken Fokus auf nationale und internationale Restrukturierungsprojekte (einschließlich Verschmelzungen, Spaltungen, Formwechsel, Mitbestimmungsfragen und Europäische Aktiengesellschaften) sowie in allen Fragen der Corporate Compliance.

Darüber hinaus ist sie Ansprechpartnerin für alle Aspekte des Konzernrechts, des Aktienrechts, der Corporate Compliance sowie der Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen und Aufsichtsratssitzungen (auch bei mitbestimmten Gesellschaften).

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

## Ihr Kontakt zu uns:

meet2vote AG

Marienplatz 1

84347 Pfarrkirchen

T +49 155 652 285 33

M [info@meet2vote.de](mailto:info@meet2vote.de)