

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 der Übertragung von Slot 2

Inhalt

1. VERWALTUNGSPRAXIS VON ESMA & BAFIN
2. GESETZGEBUNG & AUSBLICK
3. AKTUELLE ENTWICKLUNGEN BEI
SE-REORGANISATIONEN UNTER BESONDERER
BEACHTUNG MITBESTIMMUNGSRECHTLICHER ASPEKTE
(„SE OHNE ARBEITNEHMERBETEILIGUNGSVERFAHREN“)



VERWALTUNGSPRAXIS VON ESMA & BAFIN



Veröffentlichung vorläufiger Finanzkennzahlen (I)

- Rechtsrahmen:

- Art. 17 MAR: Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Insiderinformationen
- Art. 19 Abs. 11 MAR: Closed Period (30 Tage vor Veröffentlichung von Finanzberichten)
- ESMA Q&A zu MAR: Auslegungshinweise, u.a. zu vorläufigen Zahlen und Closed Period
- ESMA-Leitlinien zu APMs: Anforderungen an alternative Leistungskennzahlen
- BaFin-Emittentenleitfaden: Nationale Auslegung und Verwaltungspraxis

- Zusammenspiel:

- Vorläufige Finanzkennzahlen können sowohl die Ad-hoc-Pflicht als auch die Closed Period betreffen – und unterliegen bei Verwendung von APMs zusätzlichen Transparenzanforderungen.

Veröffentlichung vorläufiger Finanzkennzahlen (II)

- Wann sind vorläufige Zahlen ad-hoc-pflichtig?

- Eine Ad-hoc-Pflicht besteht, sobald vorläufige Zahlen:
 - kursrelevant** sind (erhebliches Preisbeeinflussungspotenzial)
 - hinreichend präzise** sind (belastbare Zahlen, nicht bloße Schätzungen)

- Praktische Anwendung:

Situation	Ad-hoc-pflichtig?
Wesentliche Abweichung von Prognose/Erwartungen	JA
Zahlen im Rahmen der Erwartungen, keine Überraschung	Eher NEIN, aber prüfen
Interne Hochrechnung, noch nicht belastbar	NEIN

- ESMA/BaFin-Position:

- Nicht abwarten, bis der finale Bericht fertig ist – sobald der Vorstand belastbare, kursrelevante Zahlen kennt, kann die Veröffentlichungspflicht einsetzen.

Veröffentlichung vorläufiger Finanzkennzahlen (III)

- Was ist die Closed Period? (Art. 19 Abs. 11 MAR):
 - Handelsverbot für Führungskräfte
 - Zeitraum: **30 Kalendertage** vor Ankündigung eines Jahres- oder Zwischenberichts
 - Art. 19 Abs. 11 MAR: Closed Period (30 Tage vor Veröffentlichung von Finanzberichten)
 - Ziel: Verhinderung von Insiderhandel bei Kenntnis noch nicht veröffentlichter Zahlen
- Kernfrage in der Praxis::
 - Wann genau endet die Closed Period – erst mit dem finalen Bericht oder bereits mit der Veröffentlichung vorläufiger Zahlen?
- ESMA-Position (Q&A zu MAR, Frage 7.2):

Die Closed Period **kann** mit Veröffentlichung vorläufiger Zahlen enden, **wenn**:

 - Alle **wesentlichen Finanzkennzahlen** enthalten sind
 - Die Zahlen den **Informationsgehalt** des späteren Berichts im Wesentlichen vorwegnehme
 - **Keine wesentlichen Änderungen** im finalen Bericht mehr zu erwarten sind
- FAZIT:
 - Es kommt auf die **Vollständigkeit** und **Belastbarkeit** der vorläufigen Zahlen an.

Veröffentlichung vorläufiger Finanzkennzahlen (IV)

- Exkurs: Alternative Performance Measures (APMs)

- Was sind APMs?

Finanzkennzahlen, die **nicht** in IFRS oder HGB definiert sind:

- EBIT
- EBITDA
- Bereinigtes Ergebnis
- Free Cash Flow
- Nettoverschuldung

- Warum sind APMs relevant?

APMs werden häufig in Ad-hoc-Mitteilungen und vorläufigen Zahlen verwendet – unterliegen aber besonderen Transparenzanforderungen.

Rechtsgrundlage: ESMA-Leitlinien zu Alternative Performance Measures

Veröffentlichung vorläufiger Finanzkennzahlen (V)

- Bei der Verwendung von APMs in vorläufigen Zahlen gilt:

Anforderung	Erläuterung
Definition	Klare Erklärung, wie die Kennzahl berechnet wird
Überleitungsrechnung	Ableitung aus der nächstliegenden IFRS/HGB-Kennzahl
Vergleichszahlen	Vorjahreszahlen mit gleicher Berechnungsmethode
Konsistenz	Gleiche Berechnungsmethode über Zeit hinweg
Begründung	Erklärung, warum die Kennzahl aussagekräftig ist
Keine Hervorhebung	APMs nicht prominenter als reguläre Kennzahlen darstellen

Veröffentlichung vorläufiger Finanzkennzahlen (VI)

- Wie setzt die BaFin die Vorgaben durch?

- | | |
|------------------------------|---|
| • Hinweise und Nachfragen | Bei formalen Mängeln (z.B. fehlende APM-Überleitung) |
| • Bußgelder | Bei Verstößen gegen Ad-hoc-Pflicht, Closed Period, Meldepflichten |
| • Fehlerbekanntmachung | Bei fehlerhafter Rechnungslegung (§ 109 WpHG) |
| • Öffentliche Bekanntmachung | „Naming and Shaming“ (§ 125 WpHG) |

- Tendenz:

- Bei APM-Verstößen bislang eher **Soft Enforcement** (Hinweise, Empfehlungen)
- Bei Ad-hoc- und Closed-Period-Verstößen **konsequente Sanktionierung**

Aktuelle BaFin-Verwaltungspraxis - Maßnahmen und Sanktionen 2025 (I)

- Bußgelder gegen juristische Personen:
 - 18 Fälle, in denen im Jahr 2025 Geldbußen gegen juristische Personen verhängt wurden (2024: 14 Fälle; 2023: 18 Fälle; 2022: 29 Fälle)
 - Bußgelder zwischen EUR 10.000 und EUR 1.750.000
- Bußgelder gegen natürliche Personen:
 - 2 Fälle, in denen im Jahr 2025 Geldbußen gegen natürliche Personen verhängt wurden (2024: 7 Fälle; 2023: 5 Fälle; 2022: 9 Fälle)
 - davon gegen null Personen in ihrer Funktion als Leitungsperson eines Emittenten
 - Bußgelder zwei Mal EUR 24.000
- Androhung von Zwangsgeldern (im Zusammenhang mit der Erfüllung von Finanzberichterstattungspflichten)
 - 1 Fall im Jahr 2025 (2024: 3 Fälle; 2023: 2 Fälle; 2022: 2 Fälle)
- Festsetzung von Zwangsgeldern (im Zusammenhang mit der Erfüllung von Finanzberichterstattungspflichten)
 - 0 Fälle im Jahr 2025 (2024: 2 Fälle; 2023: 1 Fall; 2022: 0 Fälle)

Aktuelle BaFin-Verwaltungspraxis – Maßnahmen und Sanktionen 2025 (II)

13.06.2025 | Thema Maßnahmen

Innovestica Holdings Inc.: BaFin setzt Geldbußen fest

Die Finanzaufsicht BaFin hat am 6. Juni 2024 Geldbußen in Höhe von 600.000 Euro gegen die Innovestica Holdings Inc. festgesetzt. Das Unternehmen hatte gegen Pflichten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) verstoßen. Es hatte Stimmrechtsmitteilungen nicht rechtzeitig übermittelt.

Der Bußgeldbescheid ist rechtskräftig.

Zum Hintergrund: Stimmrechtsmitteilungspflichten

Anteilseigner müssen innerhalb von vier Handelstagen dem Emittenten und der BaFin mitteilen, wenn ihre Stimmrechte bestimmte Schwellenwerte berühren.

Für ihre Stimmrechtsmitteilung müssen Anteilseigner ein verbindliches Meldeformular nutzen. Das ist in § 12 Absatz 1 Wertpapierhandelsanzeigeverordnung (WpAV) geregelt.

Teilt ein Meldepflichtiger dem Emittenten und der BaFin nicht rechtzeitig mit, wenn er mit seinen Anteilen bestimmte Schwellenwerte über- oder unterschreitet, verstößt er gegen § 33 Absatz 1 Satz 1 WpHG. Die BaFin kann dies mit einer Geldbuße ahnden. Diese beträgt für juristische Personen maximal zehn Millionen Euro oder bis zu fünf Prozent des Gesamtumsatzes.

Quelle: www.bafin.de

Aktuelle BaFin-Verwaltungspraxis - Maßnahmen und Sanktionen 2025 (III)

05.06.2025 | Thema [Maßnahmen](#)

publity AG: BaFin setzt Geldbuße fest

Die Finanzaufsicht BaFin hat am 14. Mai 2025 eine Geldbuße in Höhe von 10.000 Euro gegen die publity AG festgesetzt. Das Unternehmen hatte im Jahr 2020 ohne eine vorherige Veröffentlichung eines Prospekts Wertpapiere öffentlich angeboten und damit gegen die Pflichten der Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospekt-VO) verstoßen.

Zum Hintergrund

Zur Wahrung des Anlegerschutzes darf ein öffentliches Angebot von Wertpapieren erst dann erfolgen, wenn vorab ein von der Bundesanstalt geprüfter und gebilligter Wertpapierprospekt veröffentlicht worden ist. Anhand des Wertpapierprospekts sollen die Anleger eine sachgerechte Investitionsentscheidung treffen können, so dass darin alle wichtigen Informationen über das Wertpapier und seinen Emittenten enthalten sein müssen. Die Nichtveröffentlichung eines Prospekts im Rahmen eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren läuft diesem Sinn und Zweck erheblich zuwider.

Wenn das Unternehmen Wertpapiere öffentlich anbietet ohne vorher einen Prospekt veröffentlicht zu haben, verstößt es gegen Artikel 3 Absatz 1 Prospekt-VO. Die BaFin kann dies mit einer Geldbuße ahnden. Diese beträgt maximal fünf Millionen Euro oder bis zu drei Prozent des Gesamtumsatzes.

Quelle: www.bafin.de

BaFin-Analyse von Pre-Close Calls

Pre-Close Calls:

- Gespräche mit Analysten über Unternehmens- / Marktinformationen zeitlich vor der Veröffentlichung der Geschäftszahlen
- Auffällige Kurs- und Umsatzverläufe im zeitlichen Zusammenhang mit Pre-Close Calls
- Verdacht / Befürchtung der BaFin, dass dabei den Analysten (durch die Erteilung von Insiderinformationen) ein Marktvorteil erwächst
- Marktuntersuchung ergab aber keine Hinweise zu systematischen Problemen

Handlungsempfehlungen der BaFin zu Pre-Close Calls:

- Durchführung der Gespräche so transparent wie möglich
- Gruppen-Calls mit möglichst offenem Teilnehmerkreis
- Ankündigung auf der Unternehmenswebsite
- Unverzügliche Veröffentlichung von versehentlich offengelegten Insiderinformationen

BaFin-Merkblatt „öffentliches Angebot“

- Die Bedeutung der Prospektausnahmen steigt, da die BaFin den Begriff des Öffentlichen Angebots neu definiert hat
- BaFin hat **Begriff des öffentlichen Angebots in einem Merkblatt aus September 2025** konkretisiert
 - Jede Art von Information über Angebotsbedingungen und angebotene Wertpapiere genügt
 - Öffentliches Angebot liegt bereits bei einem Mindestmaß an Informationen z.B. Zeichnungsverfahren; Anlagebetrag vor
 - Anleger muss sich auf Grundlage der Informationen über den Erwerb von Wertpapieren entscheiden können
 - Informationsübermittlung in mehreren Schritten ausreichend
 - Mitteilung an mehrere Personen (mindestens 2!) ausreichend
- ✖ **Konkrete Erwerbsmöglichkeit nicht (mehr) erforderlich**

BaFin-Merkblatt „öffentliches Angebot“

- Das Medium der Informationsbereitstellung ist irrelevant
 - persönliche Gespräche
 - Telefonanrufe („cold callings“)
 - Veranstaltungen
 - Briefpost
 - Mitteilungen über das Internet, Tageszeitungen, Werbung im TV, Radio oder bei Streaming-Diensten etc.
- Zu den gängigen Prospektausnahmen zählen
 - Mindestzeichnungssumme EUR 100.000,-
 - Mindeststückelung EUR 100.000,-
 - Angebot nur an qualifizierte Anleger
 - Angebot an nicht mehr als 150 Personen

ESMA-Prüfungsschwerpunkte 2025 und Prüfungsthemen

➤ IFRS-Abschlüsse

- **Geopolitische Risiken:** Klare Angaben zu Auswirkungen von Ukraine-Krieg, Nahost-Konflikten und Handelskonflikten auf Wertminderungen, Erlöserfassung, latente Steuern, Fair-Value-Bewertungen und Going-Concern-Annahmen
- **Segmentberichterstattung:** Konsistenz zwischen Lagebericht, CODM-Berichterstattung und Jahresabschluss; unternehmensspezifische Angaben zur Segmentidentifizierung

➤ Nachhaltigkeitsberichte (ESRS)

- **Umfang:** Nachhaltigkeitserklärung muss dasselbe berichtende Unternehmen wie der Jahresabschluss abdecken; Transparenz bei Einschränkungen der Wertschöpfungskette
- **Struktur:** Benutzerfreundlichkeit durch Referenzierung von Angabepflichten (z.B. „E2-5“) und Hyperlinks

➤ ESEF-Einreichungsfehler in der Kapitalflussrechnung

- **Häufige Fehler bei Kapitalflussrechnungen:** unvollständige Vergleichsperioden, fehlerhafte Berechnungsverknüpfungen, unnötige Erweiterungen, Vorzeichen- und Skalierungsfehler

➤ Vgl. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-10/ESMA32-2064178921-9254_Public_Statement - 2025_European_Common_Enforcement_Priorities.pdf

Neues zu Director's Dealing - Anhebung des Schwellenwertes

	Bisherige Regelung	Neue Regelung (ab 1. Januar 2026)
Schwellenwert	20.000 EUR pro Kalenderjahr	50.000 EUR pro Kalenderjahr
Rechtsgrundlage	Art. 19 Abs. 8 MAR	Allgemeinverfügung der BaFin vom 4. Dezember 2025
Ermächtigungsgrundlage	–	Art. 19 Abs. 9 MAR (durch EU Listing Act eingeführt)



Nicht vergessen: Belehrung von nahestehenden Personen – Dokumentation erforderlich

Der Schwellenwert bezieht sich auf das Gesamtvolumen der Geschäfte (nicht Anzahl der Aktien)
innerhalb eines Kalenderjahres

Neues zu Director's Dealing- Berechnungsbeispiel:

Transaktionen in 2026	Volumen	Kumuliert	Meldepflicht?	Zu meldender Betrag
1. Kauf	20.000 EUR	20.000 EUR	Nein	-
2. Verkauf	15.000 EUR	35.000 EUR 	Nein	-
3. Wertpapierleihe	18.000 EUR	53.000 EUR	Ja	18.000 EUR
4. Verkauf (31.12.)	5.000 EUR	58.000 EUR	Ja	5.000 EUR

Transaktionen in 2027	Volumen	Kumuliert	Meldepflicht?	Zu meldender Betrag
1. Kauf (1.1.)	49.999 EUR	49.999 EUR 	Nein	-
2. Verkauf (2.1.)	2 EUR	50.001 EUR	Ja	2 EUR

GESETZGEBUNG & AUSBLICK



EU-Listing Act – Gesetzgebungsverfahren und Inhalt (I)

- EU-Listing Act:
 - Der EU Listing Act ist am 4. Dezember 2024 in Kraft getreten und überarbeitet insbesondere die Prospektverordnung grundlegend.
 - Viele Änderungen gelten schrittweise erst ab 2026, wenn die technischen Standards und delegierten Rechtsakte greifen.
 - Ziel ist es, Kapitalmärkte für Unternehmen – insbesondere KMU – attraktiver zu machen und Kosten zu senken.
- Rückblick Gesetzgebungsverfahren:
 - Am 7. Dezember 2022 hatte die Europäische Kommission einen Vorschlag für den EU-Listing Act vorgelegt.
 - Nach einer Einigung zwischen EU-Parlament und Rat im Februar 2024 wurde der Entwurf des EU-Listing Act am 24. April 2024 durch das EU-Parlament beschlossen und am 8. Oktober 2024 durch den Rat gebilligt.
 - Die Rechtsakte des EU-Listing Act (Richtlinie (EU) 2024/2810, Richtlinie (EU) 2024/2811 und Verordnung (EU) 2024/2809) wurden im Amtsblatt der EU vom 14. November 2024 veröffentlicht und sind am 4. Dezember 2024 in Kraft getreten.

EU-Listing Act – Gesetzgebungsverfahren und Inhalt (II)

- EU-Listing Act beinhaltet:

- **Verordnung (EU) 2024/2809 vom 23. Oktober 2024** zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen
 - Änderung der **Prospektverordnung** vom 14. Juni 2017 (Verordnung (EU) 2017/1129)
 - Änderung der **Markmissbrauchsverordnung** vom 16. April 2014 („MAR“; Verordnung (EU) Nr. 596/2014)
 - Änderung der **Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente** vom 15. Mai 2014 („MiFIR“; Verordnung (EU) Nr. 600/2014)
- **Richtlinie (EU) 2024/2811 vom 23. Oktober 2024** zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen und zur Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG
 - Änderung der **Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente** vom 15. Mai 2014 („MiFID II“; Richtlinie 2014/65/EU)
 - Aufhebung der **Richtlinie zur Börsenzulassung** vom 28. Mai 2001 (Richtlinie 2001/34/EG)
- **Richtlinie (EU) 2024/2810 vom 23. Oktober 2024** über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem multilateralen Handelssystem beantragen
 - Neue Richtlinie über die **Einführung von Mehrstimmrechtsaktien** im Falle von KMU-Listings

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität – Zwischenschritte (I)

- Reform der Ad-hoc-Publizität nach der Marktmisbrauchsverordnung (MAR) für Zwischenschritte in zeitlich gestreckten Vorgängen – **wirksam ab dem 5. Juni 2026**
- Kernpunkte:
 - Entkopplung von Insiderverboten und Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei zeitlich gestreckten Vorgängen
 - Definition von Insiderinformation (Art. 7 MAR) und der Insiderverbote (Art. 14 MAR) bleiben **unverändert**
 - Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei **Eintritt des „finalen Ereignisses“**, Art. 17 Abs. 1 S. 2 MAR
 - In der Phase zwischen Entstehen der Insiderinformation und dem Eintritt des finalen Ereignisses **de facto Aufschub** kraft Gesetzes für Zwischenschritte; mangels Pflicht zur Veröffentlichung des Zwischenschritts entfällt insoweit auch die Notwendigkeit einer Aufschubentscheidung (gleichwohl möglich)
 - Unverzügliche Ad-hoc-Veröffentlichung, wenn Vertraulichkeit in dieser Phase nicht mehr gewährleistet ist (insbes. bei Gerüchten), Art. 17 Abs. 1a, 7 MAR
 - Delegierter Rechtsakt mit nicht-abschließender **Liste mit finalen Ereignissen** (Entwurf veröffentlicht)
 - Darüber hinausgehende Aufschubmöglichkeit bleibt weiter bestehen (Art. 17 Abs. 4 MAR); Aufschubvoraussetzung wurde angepasst: kein Widerspruch zur letzten Kommunikation des Emittenten; delegierter Rechtsakt enthält Präzisierungen

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität - Zwischenschritte (II)

- Änderungen in der Praxis

- Interne Prozesse:
 - Da wesentliche Prüfungsschritte unverändert bleiben, sind in der Regel nur geringfügige Anpassungen der internen Prozesse erforderlich
 - Deutliche Reduzierung des Dokumentationsaufwands (insbesondere Aufschubdokumentation entfällt, aber: Begründung zu „finalem Ereignis“, vorsorglicher Ad-hoc-Text etc. bleiben erforderlich)
- Rechtssicherheit
 - Liste der finalen Ereignisse kann zu mehr Rechtssicherheit führen
 - Unsicherheiten in der Übergangsphase sind zu erwarten
- Veröffentlichungszeitpunkt
 - Es wird sich zeigen, ob wesentliche Änderung des Veröffentlichungszeitpunkts von Ad-hoc-Mitteilungen zu erwarten ist.

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität – Zwischenschritte (III)

- **Liste von Endereignissen**

- Im Entwurf einer Delegierten Verordnung legt die Kommission zunächst einige für die Liste der Endereignisse geltende Grundprinzipien fest. Die Liste der Endereignisse in Anhang I des Entwurfs der delegierten Verordnung enthält insgesamt 35 Fallgruppen, die in sieben Kategorien wie folgt eingeteilt sind:
 - **Geschäftsstrategie:** Diese Kategorie enthält unterschiedliche Ereignisse wie wesentliche Verträge, etwa über Erwerbe oder Veräußerungen von Beteiligungen oder Vermögensgegenständen, Unternehmenszusammenschlüsse oder Umstrukturierungen sowie die Beendigung wesentlicher Verträge.
 - **Kapitalstruktur, Dividenden und Zinszahlungen:** Hier sind Kapitalmaßnahmen, Wertpapieremissionen, Aktienrückkäufe, die Wandlung von Finanzinstrumenten, Entscheidungen zu Zahlungen von Dividenden sowie den Aufschub oder das Aussetzen von Zinszahlungen oder der Rückzahlung von Verbindlichkeiten aufgeführt.
 - **Finanzinformationen:** Dazu zählt die Feststellung von (Jahres-)Abschlüssen und der Beschluss über Prognosen.
 - **Unternehmensführung:** Der Entwurf fasst darunter sowohl die Bestellung und Abberufung von Organmitgliedern und wesentlichen Führungskräften als auch wesentliche Änderungen von Grundlagendokumenten, namentlich der Satzung.

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität - Zwischenschritte (IV)

- **Behördliche Entscheidungen:** Breiten Raum nehmen insgesamt zwölf verschiedene Fallgruppen behördlicher Vorgänge ein, zu denen sowohl Anträge auf Erteilung von Erlaubnissen sowie deren nachfolgende Erteilung, Versagung und deren Entzug sowie Vergabeentscheidungen sowie die Beantragung von Insolvenz- oder ähnlichen Restrukturierungsverfahren gehören.
- **Kreditinstitute, Versicherungen und Rückversicherungen:** Verschiedenen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen in Bezug auf Unternehmen des Finanzsektors ist eine eigene Kategorie gewidmet.
- **Gerichts- und Verwaltungsverfahren, Sanktionen, Einstellung der Börsennotierung:** Eine weitere Kategorie bilden Gerichts- und Verwaltungsverfahren, Maßnahmen des einstweiligen Rechtsschutzes, Entscheidungen über Sanktionen sowie über eine Einstellung der Börsennotierung des Emittenten.
- Die Liste der Endereignisse **keinen Anspruch auf Vollständigkeit**. Bei zeitlich gestreckten Vorgängen, die nicht in der Liste enthalten sind, ist der Emittent weiterhin dafür verantwortlich, im Einzelfall das Endereignis des Vorgangs eigenverantwortlich zu bestimmen.
- Maßgeblicher Zeitpunkt in den meisten Fällen ist die **Entscheidung des Vorstands**. Sofern die Entscheidung der **Zustimmung des Aufsichtsrats** bedarf, kommt es auf Letztere an. Diese Zustimmung muss **baldmöglichst** eingeholt werden.
- Bei HV-Zustimmungspflicht kommt es auf die Gremienentscheidung an, der HV die Maßnahme vorzulegen.

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität – Zwischenschritte (V)

- Die Kommission wurde weiterhin ermächtigt, eine nicht erschöpfende Liste an zuvor bekanntgegebenen Sachverhalten in einem delegierten Rechtsakt zu bestimmen, die im Widerspruch zu den zu veröffentlichten Insiderinformation stehen könnten.
- In dem Entwurf des delegierten Rechtsakts vom 15. Dezember 2025 sind in Anhang II einige typische Beispiele solcher Sachverhalte wie folgt aufgeführt:
 - Prognosen, Finanzergebnisse oder Geschäftsziele,
 - ökologische oder soziale Auswirkungen eines Projekts oder Produkts,
 - wesentlich abweichende Informationen über die Finanzlage des Emittenten (z. B. die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung oder einer außerordentlichen Anleiheemission),
 - Ergebnisse oder Fristen eines in der Entwicklung befindlichen Produkts oder Projekts,
 - Kapitalstruktur des Emittenten,
 - Geschäftsstrategie (so die Entscheidung, in ein neues geografisches Marktsegment einzutreten),
 - Kernelemente eines wesentlichen Vertrags oder einer wesentlichen Transaktion,
 - Corporate Governance des Emittenten, einschließlich Führungsstruktur und Verhaltenskodizes.
- Anhang III schließlich enthält eine Liste der Arten von Mitteilungen, die Emittenten bei ihrer Beurteilung, ob ein widersprüchlicher Sachverhalt vorliegt, berücksichtigen sollten. Davon sind alle öffentlich zugänglichen Mitteilungen des Emittenten oder seiner Vertreter erfasst,

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität - Zwischenschritte (VI)

- **Zwischenschritt vs. eigenständiger Informationsgehalt**

- Ausnahme der Publizitätspflicht von Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang gilt nur für solche Informationen, die allein den Zwischenschritt zu einem Endereignis als solchen betreffen und nicht einen eigenständigen Informationsgehalt aufweisen (für letztere besteht Veröffentlichungspflicht und ggfs. die Möglichkeit einer Aufschubentscheidung)
- Emittenten müssen daher stets auch prüfen, ob Zwischenschritte unabhängig vom Endereignis eine Insiderinformation darstellen
- Da die Neuregelung jedoch „nur“ zu einer Entkoppelung der Ad hoc-Publizitätspflicht vom Insiderbegriff führt und die mögliche Qualifikation eines Zwischenschritts als Insiderinformation sowie alle sonstigen insiderrechtlichen Folgen unberührt lässt, bleibt auch künftig eine sorgfältige Prüfung der Rechtslage erforderlich.

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität – Zwischenschritte (VII)

- Konzeptionell weitgehend unverändert blieb durch den Listing Act bei bestehender Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung das Recht des Emittenten, deren Veröffentlichung aufzuschieben (sog. Selbstbefreiung).
- Konkretisierung der Bedingungen, nach denen die Offenlegung der Insiderinformation aufgeschoben werden kann
 - **Bislang:** u.a. „...die Aufschiebung der Offenlegung wäre nicht geeignet, die Öffentlichkeit irrezuführen,...“
 - **Ab dem 5. Juni 2026:** . u.a. „...die Insiderinformationen, deren Offenlegung der Emittent [...] aufzuschieben beabsichtigt, stehen nicht im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder einer anderen Art der Kommunikation des Emittenten [...] zu derselben Angelegenheit, auf die sich die Insiderinformationen beziehen
 - Aufnahme der bisherigen Beispiele in den ESMA-Leitlinien in den Bestimmungswortlaut
 - Inhaltlich keine wesentliche Änderung verbunden

EU-Listing Act – Neuerungen bei der Ad-hoc-Publizität – Zwischenschritte (VIII)

- Ablauf für zeitlich gestreckte Vorgänge:

- ✓ Laufende Bewertung + Dokumentation im Vorfeld, ob Insiderinformation vorliegt
(Zwischenschritt? Welches ist das finale Ereignis?)

Sobald Insiderinformation vorliegt:

- ✓ Eröffnung der Insiderliste
- ✓ Protokoll einschl. Dokumentation zu „finalem Ereignis“

Im weiteren Verlauf:

- ✓ Laufende Bewertung, ob Vertraulichkeit gewährleistet ist
- ✓ vorsorgliche Vorbereitung einer „Leakage“-Ad-hoc-Mitteilung
- ✓ Aktualisierung der Insiderliste
- ✓ Vorbereitung der Abfolge, um Veröffentlichung unverzüglich nach Eintritt des finalen Ereignisses sicherzustellen

Vor Eintritt des finalen Ereignisses:

- ✓ Prüfung, ob weiterer Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 erforderlich und wenn ja, zulässig?
- ✓ andernfalls: Vorbereitung der Ad-hoc-Mitteilung
- ✓ Dokumentation Eintritt „finales Ereignis“
- ✓ Veröffentlichung Ad-hoc-Mitteilung

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (I)

- EU-Listing Act beinhaltet:

- **Verordnung (EU) 2024/2809 vom 23. Oktober 2024** zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen
- Artikel 1: Änderung der Prospektverordnung vom 14. Juni 2017 (Verordnung (EU) 2017/1129)
 - Einführung eines einheitlichen Prospektstandards für Wertpapierprospekte (anwendbar ab dem 5. Juni 2026)
 - Erweiterung der Prospektausnahmen für Sekundäremissionen (gelten seit dem 4. Dezember 2024)
 - Einführung neuer Prospektformate (anwendbar ab dem 5. März 2026)
 - EU-Folgeprospekt
 - EU-Wachstumsemissionsprospekt

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (II)

- Einheitlicher Prospektstandard für Wertpapierprospekte
 - Einführung eines einheitlichen Prospektstandards hinsichtlich Wertpapierprospektformat und –inhalt
 - Standardformat mit festgelegter Reihenfolge der aufzunehmenden Informationen
 - Bei Aktienemissionen maximale Länge von 300 Seiten (ausschließlich Zusammenfassung, per Verweis aufgenommene Informationen und Informationen, die aufgrund einer komplexen Finanzhistorie oder des Eingehens einer bedeutenden finanziellen Verpflichtung erforderlich sind)
 - Prospektinhalt:
 - Aufnahme der historischen Finanzinformationen nur für die letzten zwei Jahre
 - Der Abschnitt „MD&A“ wird durch einen neuen Abschnitt „Lagebericht, einschließlich Nachhaltigkeitsberichterstattung“ ersetzt.
 - Aufnahme von Nachhaltigkeitsinformationen
 - Konkretisierungen erfolgen bis zum 5. Juni 2026 durch die EU-Kommission (Delegierte Rechtsakte).
 - ESMA erlässt technische Standards und Guidelines zum Layout (einschließlich Schriftgröße und Formatierung) sowie Guidelines zu Verständlichkeit und Sprache.
 - Ausnahme: Standardisierte Formatvorgaben finden keine Anwendung, wenn die Wertpapiere gleichzeitig Anlegern in einem Drittstaat angeboten oder an diese privat platziert werden sollen, in dem ein Angebotsdokument zu erstellen ist.

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (III)

- Erweiterung der Prospektausnahmen für Sekundäremissionen: volumenabhängige Prospektausnahme
 - Sekundäremissionen können prospektfrei durchgeführt werden, sofern das Volumen innerhalb von 12 Monaten insgesamt weniger als 30% der bereits zum Handel am selben Markt zugelassenen Wertpapiere ausmacht.
 - Der Schwellenwert von 30% gilt sowohl für das prospektfreie öffentliche Angebot als auch die prospektfreie Zulassung der Wertpapiere.
 - Weitere Voraussetzungen:
 - Die Wertpapiere sollen zum Handel an einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen werden (Zulassungsabsicht) und sind mit bereits zum Handel am selben Markt zugelassenen Wertpapieren fungibel.
 - Die prospektfreie Börsenzulassung kann nur an demselben EU-regulierten Markt erfolgen, an dem bereits fungible Aktien zugelassen sind.
 - Es wird ein sog. zusammenfassendes Dokument veröffentlicht. (Sollen die Aktien unter Inanspruchnahme der volumenabhängigen Prospektausnahme ohne öffentliches Angebot lediglich börsenzugelassen werden, ist kein zusammenfassendes Dokument erforderlich.)
 - Diese Ausnahme kann nicht von Emittenten in Anspruch genommen werden, die sich in einem Insolvenz- oder Restrukturierungsverfahren befinden.

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (IV)

- Erweiterung der Prospektausnahmen für Sekundäremissionen: volumenunabhängige Prospektausnahme
 - Sekundäremissionen können unabhängig vom Emissionsvolumen prospektfrei durchgeführt werden, sofern die bereits börsennotierten Wertpapiere des Unternehmens seit mindestens 18 Monaten ununterbrochen zum Handel in einem regulierten Markt oder KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind und der Emittent ein zusammenfassendes Dokument veröffentlicht.
 - Die volumenunabhängige Prospektausnahme gilt sowohl für das öffentliche Angebot als auch für die Zulassung der Wertpapiere.
 - Die Ausnahme gilt nicht für
 - Wertpapiere, die im Zusammenhang mit einer Übernahme, Fusion oder Spaltung ausgegeben werden.
 - Emittenten, die sich in einem Insolvenz- oder Restrukturierungsverfahren befinden.
 - Keine Zulassungsabsicht erforderlich
 - Zulassung muss nicht am selben regulierten Markt erfolgen, an dem die bereits zugelassenen Aktien zugelassen sind, sondern kann an jedem beliebigen EU-regulierten Markt durchgeführt werden.

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (V)

- Erweiterung der Prospektausnahmen für Sekundäremissionen: zusammenfassendes Dokument
 - Maximal 11 Seiten
 - Elektronische Übermittlung an die BaFin, aber kein Billigungsverfahren
 - Das zusammenfassende Dokument muss der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden.
 - Inhalt: neuer Anhang IX zur Prospektverordnung
 - Verantwortlichkeitserklärung
 - Erklärung über die kontinuierliche Einhaltung der Melde- und Offenlegungspflichten 71 Angaben zu den Gründen der Emission und der Erlösverwendung
 - Spezifische Risikofaktoren des Emittenten
 - Angebotsbedingungen

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (VI)

- **Einführung neuer Prospektformate: EU-Folgeprospekt**

- Ersetzt die vereinfachten Prospektformate für Sekundäremissionen und den EU-Wiederaufbauprospekt
- Steht Emittenten zur Verfügung, deren Wertpapiere seit mindestens 18 Monaten ununterbrochen zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen oder in den Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt einbezogen sind
- Der EU-Folgeprospekt kann für öffentliche Angebote, die Zulassung zum Börsenhandel sowie für ein Uplisting von einem KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt verwendet werden.
- Standardformat mit festgelegter Reihenfolge der aufzunehmenden Informationen
 - Reduzierte inhaltliche Anforderungen: Anhänge IV und V zur Prospektverordnung
 - Einzelheiten werden in einer Delegierten Verordnung festgelegt (Entwurf vom 4. Dezember 2025).
- Bei Aktienemissionen maximale Länge von 50 Seiten (ausschließlich Zusammenfassung, per Verweis aufgenommene Informationen und Informationen, die aufgrund einer komplexen Finanzhistorie oder des Eingehens einer bedeutenden finanziellen Verpflichtung erforderlich sind).
- Zusammenfassung darf maximal 7 Seiten umfassen.
- Verkürzung der Prüfungsfrist von 10 auf 7 Arbeitstage (Ausnahme: Uplisting)

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (VII)

- Einführung neuer Prospektformate: EU-Wachstumsemissionsprospekt
 - Ersetzt den bisherigen EU-Wachstumsprospekt
 - Der EU-Wachstumsemmissionsprospekt steht folgenden Unternehmen für öffentliche Angebote von Wertpapieren zur Verfügung, sofern sie keine Wertpapiere begeben haben, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind:
 - KMUs,
 - Emittenten, deren Wertpapiere in den Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt einbezogen sind oder werden sollen, sowie
 - sonstigen Emittenten mit einem Emissionsvolumen von weniger als EUR 50 Mio. über einen Zeitraum von 12 Monaten, sofern keine Wertpapiere dieser Emittenten an einem MTF gehandelt werden und ihre durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr höchstens 499 betrug.
 - Standardformat mit festgelegter Reihenfolge der aufzunehmenden Informationen
 - Reduzierte inhaltliche Anforderungen: Anhänge VII und VIII zur Prospektverordnung
 - Bei Aktienemissionen maximale Länge von 75 Seiten (ausschließlich Zusammenfassung, per Verweis aufgenommene Informationen und Informationen, die aufgrund einer komplexen Finanzhistorie oder des Eingehens einer bedeutenden finanziellen Verpflichtung erforderlich sind)
 - Zusammenfassung darf maximal 7 Seiten umfassen.

EU-Listing Act – Änderung der Prospektverordnung (VIII)

- Sonstige Änderungen

- Die Schwelle, bis zu der öffentliche Angebote von Wertpapieren prospektfrei durchgeführt werden können, wird von EUR 8 Mio. auf EUR 12 Mio. (berechnet für einen Zeitraum von 12 Monaten) erhöht. Die Mindestschwelle von EUR 1 Mio. für die Anwendbarkeit der Prospektverordnung entfällt.
 - Die Schwelle von EUR 12 Mio. kann durch die Mitgliedstaaten auf EUR 5 Mio. herabgesetzt werden.
 - Unterhalb dieser Schwelle können die Mitgliedstaaten weiterhin zusätzliche nationale Veröffentlichungspflichten vorsehen, sofern diese nicht über die Anforderungen an eine Prospektzusammenfassung hinausgehen.
 - Diese Änderungen gelten ab dem 5. Juni 2026.
- Verkürzung der Mindestangebotsfrist (Frist zwischen Veröffentlichung des Prospekts und Ende des öffentlichen Angebots) von sechs auf drei Tage (gilt seit dem 4. Dezember 2024)
- Verlängerung der Rücktrittsfrist im Falle eines Prospektnachtrags von mindestens zwei auf mindestens drei Arbeitstage (gilt seit dem 4. Dezember 2024)

CSRD-Umsetzung (I)

- Muss auf der Hauptversammlung ein Nachhaltigkeitsprüfer gewählt werden?
- Die CSRD-Richtlinie (CSRD) ist eine EU-Richtlinie, die im Jahr 2022 von dem Europäischen Parlament und dem Rat beschlossen wurde (**Richtlinie (EU) 2022/2464**).
 - Die CSRD zielt darauf ab, dass bestimmte, meist größere Unternehmen nach bestimmten Vorgaben über die sozialen und ökologischen Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit berichten (sog. Nachhaltigkeitsberichterstattung; Corporate Sustainability Reporting). Die Richtlinie muss von allen Mitgliedsstaaten der EU in ihr jeweiliges nationales Recht umgesetzt werden.
 - Die CSRD-Richtlinie war bis zum 6. Juli 2024 in nationales Recht umzusetzen.

CSRD-Umsetzung (II)

Status Quo

- Unternehmen, die bereits vor der CSRD berichtspflichtig waren (große kapitalmarktorientierte Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern), unterliegen weiterhin dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG) aus dem Jahr 2017, bis die neuen CSRD-Vorgaben vollständig greifen.
- (Auszug) § 289b Pflicht zur nichtfinanziellen Erklärung; Befreiungen
(1) *Eine Kapitalgesellschaft hat ihren Lagebericht um eine nichtfinanzielle Erklärung zu erweitern, wenn sie die folgenden Merkmale erfüllt:*
 1. *die Kapitalgesellschaft erfüllt die Voraussetzungen des § 267 Absatz 3 Satz 1,*
 2. *die Kapitalgesellschaft ist kapitalmarktorientiert im Sinne des § 264d und*
 3. *die Kapitalgesellschaft hat im Jahresdurchschnitt mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigt.*
- Prüfpflicht durch Wirtschaftsprüfer in § 317 Abs. 2 S. 4 HGB

CSRD-Umsetzung (III)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

- Schrittweise Einführung der neuen Nachhaltigkeitsberichterstattung:
 - In **2026** über **Geschäftsjahr 2025**: primär große kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften. Zusätzliche Voraussetzung ist, dass sie im Jahresdurchschnitt mehr als 1.000 Mitarbeitern (Sonderregelung gem. Art. 96 Abs. 8 EGHGB-E für Geschäftsjahre 2025 und 2026. Ab Geschäftsjahr 2027 ist die Schwelle wieder bei 500 Arbeitnehmer) haben. In Deutschland sind das circa 240 Unternehmen.
 - In **2028** über **Geschäftsjahr 2027**: große Kapitalgesellschaften (die nicht kapitalmarktorientiert sind).
 - In **2029** über **Geschäftsjahr 2028**: alle kapitalmarktorientierten bilanzrechtlich kleinen oder mittelgroßen Kapitalgesellschaften sowie Drittstaatenkonstellationen.
- Omnibus-Verfahren

CSRD-Umsetzung (IV)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

- Prüfung ausschließlich durch Wirtschaftsprüfer:

§ 324b HGB-E

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.**

CSRD-Umsetzung (V)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

- Prüfung ausschließlich durch Wirtschaftsprüfer:

§ 324e HGB-E - Wortlaut

- (1) Auf die Auswahl der Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts und auf die Ausschlussgründe ist § 319 mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass sich aus dem Auszug aus dem Berufsregister ergeben muss, dass die Eintragung nach § 38 Nummer 1 Buchstabe g oder Nummer 2 Buchstabe k der Wirtschaftsprüferordnung vorgenommen worden ist.
- (2) Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts kann auch der Abschlussprüfer des Jahresabschlusses sein.

CSRD-Umsetzung (VI)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

§ 289c HGB-E - Inhalt des Nachhaltigkeitsberichts

➤ Allgemeine Anforderung (Absatz 1)

In den Nachhaltigkeitsbericht sind diejenigen Angaben aufzunehmen, die erforderlich sind für:

- das Verständnis der Auswirkungen der Tätigkeiten der Kapitalgesellschaft auf **Nachhaltigkeitsaspekte**, sowie
- das Verständnis der **Auswirkungen von Nachhaltigkeitsaspekten** auf den Geschäftsverlauf, das Geschäftsergebnis und die Lage der Kapitalgesellschaft
(sog. **doppelte Wesentlichkeit**).

Nachhaltigkeitsaspekte umfassen dabei:

- Umweltfaktoren
- Sozialfaktoren
- Menschenrechtsfaktoren
- Governance-Faktoren

CSRD-Umsetzung (VII)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

§ 289c HGB-E - Inhalt des Nachhaltigkeitsberichts

➤ Konkrete Berichtsinhalte (Absatz 2)

Nr. 1 Geschäftsmodell und Strategie, einschließlich:

- a) Widerstandsfähigkeit gegenüber Nachhaltigkeitsrisiken
- b) Chancen im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsaspekten
- c) Vereinbarkeit mit dem Pariser Klimaabkommen und dem Ziel der Klimaneutralität bis 2050, einschließlich Finanz- und Investitionsplänen sowie Exposition gegenüber Kohle, Öl und Gas
- d) Berücksichtigung der Belange von Interessenträgern
- e) Umsetzung der Strategie hinsichtlich Nachhaltigkeitsaspekte

Nr. 2 Zeitgebundene Nachhaltigkeitsziele, einschließlich absoluter Ziele für die Verringerung der Treibhausgasemissionen mindestens für 2030 und 2050, Fortschritte bei der Zielerreichung und wissenschaftliche Fundierung der Umweltziele.

Nr. 3 Rolle der Unternehmensorgane (Geschäftsführungs-, Aufsichts- oder Verwaltungsorgane) im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsaspekten sowie deren Fachwissen und Fähigkeiten

CSRD-Umsetzung (VIII)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

§ 289c HGB-E - Inhalt des Nachhaltigkeitsberichts

- Konkrete Berichtsinhalte (Absatz 2)

Nr. 4 Unternehmenspolitik der Kapitalgesellschaft hinsichtlich Nachhaltigkeitsaspekten.

Nr. 5 Nachhaltigkeitsbezogene Anreizsysteme für Mitglieder der Unternehmensorgane.

Nr. 6 Due-Diligence-Prozess mit Blick auf Nachhaltigkeitsaspekte, einschließlich:

- a) Beschreibung des durchgeführten Due-Diligence-Prozesses
- b) wichtigste tatsächliche oder potenzielle negative Auswirkungen (eigene Geschäftstätigkeit und Wertschöpfungskette)
- c) Maßnahmen zur Verhinderung, Minderung, Behebung oder Beendigung negativer Auswirkungen und deren Erfolg

Nr. 7 Risiken im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsaspekten, einschließlich Abhängigkeiten und deren Handhabung

Nr. 8 Indikatoren, die für die Angaben unter Nr. 1 bis 7 relevant sind

CSRD-Umsetzung (IX)

Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD-Umsetzungsgesetz)

Bestellung des Prüfers durch Hauptversammlung

- § 324d HGB-E – „Auf die Bestellung und Abberufung des Prüfers des Nachhaltigkeitsberichts ist § 318 entsprechend anzuwenden [...], (Auszug) [§ 318 HGB regelt die Bestellung und Abberufung des Abschlussprüfers]
- !!! § 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG-E – „Die Hauptversammlung beschließt in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen, namentlich über [...] 5. die Bestellung Abschlussprüfers und des Prüfers des Nachhaltigkeitsberichts;“ (Auszug)

Übergangsregelung – Art. 96 Abs. 2 S. 1 EGHGB-E

„Als Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts eines im Sinne des Absatz 1 berichtspflichtigen Unternehmens, der sich auf ein Geschäftsjahr bezieht, das vor dem 1. Januar 2026 beginnt, gilt, wenn die Hauptversammlung oder die Gesellschafterversammlung bis einschließlich ... [einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 33 dieses Gesetzes] einberufen wird und kein Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts bestellt worden ist, der Prüfer als bestellt, der für die Prüfung des Jahresabschlusses bestellt worden ist, sofern der Prüfer vor dem 1. Januar 2025 für die Durchführung von Abschlussprüfungen zugelassen oder anerkannt wurde.“

Mehrstimmrechtsaktie (I)

- Mit der Aufhebung von § 12 Abs. 2 AktG durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) wurden Mehrstimmrechte wieder in das Aktienrecht eingeführt.

Norm	Regelung
Aktienart (§ 135a Abs. 1 S. 1 AktG)	Nur Namensaktien (keine Inhaberaktien) Satzungsregelung erforderlich
Maximales Stimmgewicht (§ 135a Abs. 1 S. 2 AktG)	Höchstens das Zehnfache des Stimmrechts einer gewöhnlichen Aktie
Einführungserfordernis !!! (§ 135a Abs. 1 S. 3 AktG)	Einstimmigkeit aller betroffenen Aktionäre erforderlich
Übertragung (§ 135a Abs. 2 S. 1 AktG)	Mehrstimmrechte erlöschen bei Übertragung der Aktie (börsennotierte Gesellschaft + Einbeziehung in Freiverkehr)

Mehrstimmrechtsaktie (II)

Norm	Regelung
Zeitliche Befristung (& § 135a Abs. 2 AktG)	Erlöschen spätestens zehn Jahre nach Börsengang/Einbeziehung in Freiverkehr Verlängerung um weitere 10 Jahre möglich
Nichtbörsennotierte Gesellschaften und Gesellschaften deren Aktien nicht in den Freiverkehr einbezogen wurden	Keine zeitliche Befristung und keine Erlöschenregelung bei Übertragung
Einfaches Stimmrecht	<ul style="list-style-type: none"> • Wahl des Abschlussprüfers (§ 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG) • Wahl von Sonderprüfern (§ 142 Abs. 1 AktG)

- **Beschränkter Wirkungsbereich:** Mehrstimmrechte entfalten nur bei Beschlüssen mit einfacher Stimmmehrheit ihre Wirkung. Bei Beschlüssen mit Kapitalmehrheiten (z.B. Kapitalmaßnahmen, Umwandlungen etc.) helfen Mehrstimmrechtsaktien nicht weiter.

Ein-Cent-Aktie (I)

- Entwurf eines Gesetzes zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz – StoFöG), BT-Drucks. 21/2507 vom 03.11.2025; Zustimmung Bundesrat am 30.01.2026

§ 8 AktG soll um folgenden Absatz 7 erweitert werden:

„(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.“

- Ausdrückliche **Satzungsregelung**.
- Regelung kann die **Handelbarkeit** der Aktien erleichtern, da mehr Aktien im Umlauf sind.
- Marktpsychologische Vorteile, da Investoren der Meinung sind, dass sie mehr Gewinne erwirtschaften, wenn sie eine größere Anzahl an Aktien besitzen.

Ein-Cent-Aktie (II)

- Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Aktiengesellschaft im internationalen Vergleich
- Chancengleichheit, wenn Aktien deutscher Gesellschaften an ausländischen Börsen gehandelt werden, bei denen ebenfalls Nennwert unter 1 Euro zulässig sind.
- Andere Rechtsordnungen sind bisher schon flexibler, so
 - Niederlande
 - Schweiz (Mindestnennwert pro Aktie 1 Rappen seit 2001)
 - UK
 - USA
- Kapitalerhöhung können erleichtert werden (wenn der Börsenkurs unter 1 Euro gefallen ist).
- Im Fall der Restrukturierung kann durch den geringeren Mindestnennbetrag auch die Umsetzung einer Kapitalherabsetzung erleichtert werden
 - Herabsetzung des Nennbetrags kann Zusammenlegung von Aktien entbehrlich machen

Elektronische Aktie (I)

Arten von elektronischen Wertpapieren

- Elektronischen Schuldverschreibungen
 - auf den Inhaber lautende Schuldverschreibungen nach dem eWpG
 - Tokenisierte, auf den Inhaber lautende Schuldverschreibungen als Wertpapier sui generis
- Elektronische Aktien nach dem eWpG
 - auf den Inhaber lautende Aktien
 - auf den Namen lautende Aktien
- Tokenisierte Genussscheine/Schuldverschreibungen als Wertpapier sui generis

Elektronische Aktie (II)

Grundlagen:

- Keine Verbriefung, vgl. § 2 Abs. 1 S. 2 eWpG

„Ein elektronisches Wertpapier wird dadurch begeben, dass der Emittent an Stelle der Ausstellung einer Wertpapierurkunde eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister (§ 4 Absatz 1) bewirkt.“

- Wertpapiereigenschaft in § 2 Abs. 2 eWpG geregelt:

„Soweit dieses Gesetz nichts anderes bestimmt, entfaltet ein elektronisches Wertpapier dieselbe Rechtswirkung wie ein Wertpapier, das mittels Urkunde begeben worden ist.“

Keine Verbriefung erforderlich!

Elektronische Aktie (II)

Grundlagen:

- Arten von elektronischen Wertpapieren i.S.d. eWpG
 - Zentralregisterwertpapier, vgl. § 4 Abs. 2 eWpG
in zentrales Register i.S.v. § 4 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. §12 eWpG eingetragen
 - Kryptowertpapier, vgl. § 4 Abs. 3 eWpG
in Kryptowertpapierregister i.S.v. §4 Abs. 2 Nr. 1 i.V.m. §16 eWpG eingetragen
- Sofern im eWpG sowohl auf Kryptowertpapiere als auch Zentralregisterwertpapiere Bezug genommen wird, wird ausschließlich der Oberbegriff „elektronisches Wertpapier“ verwendet.
- „elektronisches Wertpapierregister“ als Oberbegriff für zentrales Register und Kryptowertpapierregister
- BaFin überwacht gem. § 11 eWpG die Führung eines elektronischen Wertpapierregisters



Elektronische Aktie (IV)

Grundlagen:

- **Zentrales Register**, vgl. §§ 12 – 15 eWpG
 - Zentrale Register dienen der zentralen Eintragung und Publizität von Zentralregisterwertpapieren, vgl. § 12 Abs. 1 eWpG
 - Zentrale Register können von **Wertpapiersammelbanken** oder einem **Verwahrer** geführt werden, vgl. § 12 Abs. 2 eWpG
 - ❖ Eine Wertpapiersammelbank ist gem. § 4 Abs. 4 eWpG eine als Zentralverwahrer zugelassene juristische Person, die in Abschnitt A des Anhangs zur Verordnung (EU) Nr. 909/2014 genannte Kerndienstleistungen im Inland erbringt.
 - ❖ Gem. § 4 Abs. 6 eWpG ist ein Verwahrer, wer über die Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts im Inland verfügt, vgl. § 32 i.V.m. § 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG.

Elektronische Aktie (V)

Grundlagen:

- Kryptowertpapierregister, vgl. §§ 16 – 23 eWpG
 - Definition in § 16 Abs. 1 eWpG:
„Ein Kryptowertpapierregister muss auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden.“
 - Distributed Ledger Technology („DLT“), die sich die **Blockchain-Technologie** zunutze macht, hält Einzug in das deutsche Wertpapierrecht. Der Gesetzgeber betont allerdings ausdrücklich, dass die Regelungen im eWpG technikneutral zu verstehen und eine Festlegung auf die DLT oder eine bestimmte Ausprägung dieser Technik, wie z.B. die Blockchain, nicht gewollt sind, vgl. BT-Drucks. 19/26925 S. 59 f.
 - **Kryptowertpapierregisterführung** stellt gem. § 1 Abs. 1a Nr. 8 KWG eine Finanzdienstleistung dar:
„die Führung eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (Kryptowertpapierregisterführung)“
- EXKURS: Einzelheiten zu den elektronischen Wertpapierregistern wird in der Verordnung zu Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV) geregelt.



Elektronische Aktie (VI)

Grundlagen:



➤ Sammel- oder Einzeleintragung

- In zentrale Register und in Kryptowertpapierregister kann sowohl eine Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG) als auch eine Einzeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG) des elektronischen Wertpapiers vorgenommen werden.
- „*Auf Veranlassung des Emittenten kann als Inhaber elektronischer Wertpapiere bis zur Höhe des Nennbetrages der jeweiligen Emission, bei Stückaktien bis zur Gesamtzahl der Stücke, eingetragen werden:*
1. *eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer (Sammaleintragung) oder*
2. *eine natürliche oder juristische Person oder rechtsfähige Personengesellschaft, die das elektronische Wertpapier als Berechtigte hält (Einzeleintragung).*“
- Dabei gilt gem. § 9 Abs. 1 Satz 1 eWpG die Sammeleintragung von elektronischen Wertpapieren als sog. „Wertpapiersammelbestand“. Eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer verwaltet die in dem elektronischen Wertpapierregister eingetragenen elektronischen Wertpapiere treuhänderisch für die Berechtigten, ohne selbst Berechtigte bzw. Berechtigter zu sein (§ 9 Abs. 2 Satz 1 eWpG).
- Ausweislich der Gesetzesbegründung richtet sich die Einzeleintragung an den privaten Kapitalmarkt, der weitgehend ohne Intermediäre auskommt (vgl. BT-Drucks. 19/26925 S. 49). Natürliche Personen oder Juristische Personen können elektronische Wertpapiere als Berechtigte halten.

Elektronische Aktie (VII)

Grundlagen:

- Welche Möglichkeiten von elektronischen Wertpapieren nach dem eWpG gibt es?



	Zentrales Register (Zentralregisterwertpapiere)	Kryptowertpapierregister (Kryptowertpapiere)
Einzeleintragung	X	X
Sammeleintragung	X	X

Elektronische Aktie (VIII)

E-Aktie

- Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz — ZuFinG) wurde am 14. Dezember 2023 im Bundesgesetzblatt veröffentlicht (BGBl. 2023 I Nr. 354). Änderungen sind am 15. Dezember 2023 in Kraft getreten.
- Art. 13 ZuFinG sieht die Änderung des Aktiengesetzes, Art. 15 ZuFinG sieht die Änderung des Depotgesetzes und Art. 16 ZuFinG sieht die Änderung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere vor.
- Mit Änderung von **§ 10 AktG wurde das deutsche Recht für elektronische Aktien („E-Aktien“) geöffnet.**

§ 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG

„Sie können auf den Inhaber lautend, wenn

3. die Verbriefung ausgeschlossen ist und die Aktie in einem zentralen Wertpapierregister gemäß § 12 eWpG eingetragen wird.“

- Elektronische Aktien als Inhaberaktien können ausschließlich als Zentralregisterwertpapiere begeben werden.

Elektronische Aktie (IX)

E-Aktie im AktG

- § 10 Abs. 6 AktG
„(6) 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 gemäß § 16 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere ist nur zulässig, wenn dies in der Satzung ausdrücklich zugelassen ist.“
- Elektronische Aktien können sowohl als Namensaktien als auch als Inhaberaktien begeben werden.
 - Elektronische Aktien als Namensaktien können sowohl als Zentralregisterwertpapiere als auch als Kryptowertpapiere begeben werden.
 - Mischbestand möglich, wenn die Verbriefung nur teilweise ausgeschlossen wurde.
 - Satzungsregelung Voraussetzung für die Begebung von E-Aktien, § 10 Abs. 6 S. 1 AktG.
 - Möglichkeit für Kryptoaktien muss ausdrücklich in der Satzung geregelt werden, § 10 Abs. 6 S. 2 AktG.
 - Lautet es in der Satzung nur allgemein, dass „die Eintragung in ein elektronisches Register zulässig ist“, ist damit nur das zentrale Register gemeint.

Elektronische Aktie (X)

E-Aktie im AktG

- Begrifflichkeiten:

Eintragung in ein zentrales Register:

Zentralregisteraktien

Eintragung in ein Kryptowertpapierregister:

Kryptoaktien (manchmal auch Kryptonamensaktien)

Zum Verständnis: Nur Kryptoaktien können auf der Distributed Ledger Technology, z.B. der Blockchain, abgebildet werden.

Elektronische Aktie (XI)

E-Aktie im AktG

- Weitere Änderungen bzgl. Namensaktien
- Nach § 67 Abs. 1 S. 1 AktG müssen Name, Geburtsdatum, Postanschrift und elektronische Adresse des Aktionärs in das Aktienregister eingetragen werden. Damit diese Daten der Aktiengesellschaft auch bei elektronischen Aktien zur Verfügung gestellt werden, müssen die Aktiengesellschaften zusammen mit der registerführenden Stelle des zentralen Registers oder des Kryptowertpapierregisters ein Meldesystem einrichten.
- Korrespondierend hierzu § 30a eWpG:

„Führung des Aktienregisters

Der Emittent kann die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters nach § 67 Absatz 1 Satz 1 des Aktiengesetzes beauftragen. Bei einem Wechsel des Wertpapierregisters kann der Emittent die Vereinbarung mit der bisherigen registerführenden Stelle über die Führung des Aktienregisters außerordentlich zum Zeitpunkt der Beendigung der Registerführung kündigen

Elektronische Aktie (XII)

E-Aktie im AktG

- Unterschiede zwischen E-Aktien und „herkömmlicher“ Aktie
 - Keine Verbriefung. Stattdessen Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister.
 - E-Aktie ist keine eigene Aktienart, sondern zusätzliche Alternative; allenfalls eigene Märkte und Plattformen.
 - Rechte der Aktionäre sind unverändert.

<https://www.goingpublic.de/being-public/alter-wein-in-neuen-schlaeuchen>

Elektronische Aktie (XIII)

E-Aktie im eWpG

- Auch § 1 eWpG wurde entsprechend angepasst:

„§ 1 Anwendungsbereich

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.**“

Elektronische Aktie (XV)

E-Aktie im eWpG

- E-Aktien können sowohl in Sammeleintragung als auch in Einzeleintragung begeben werden.
- Inhaberaktien können nur als sog. Zentralregisteraktien ausgegeben werden :

	Zentralregisteraktien (in zentrales Register eingetragen)	Kryptoaktien (in Kryptowertpapierregister eingetragen)
Einzeleintragung	Namensaktien Inhaberaktien	Namensaktien
Sammeleintragung	Namensaktien Inhaberaktien	Namensaktien

- vgl. „Die E-Aktie, gekommen um zu bleiben“
https://www.goingpublic.de/wp-content/uploads/epaper/epaper-GoingPublic_Corporate_Fin-2024/#12

Elektronische Aktie (XVI)

E-Aktie – Vorschlag für eine Satzungsregelung

„Ein Anspruch der Aktionäre auf (Einzel-)Verbriefung ihrer Anteile ist ausgeschlossen. Ebenso ist der Anspruch der Aktionäre auf Ausgabe von Gewinnanteils- und Erneuerungsscheinen ausgeschlossen. Die Verbriefung ist insbesondere für solche Aktien ausgeschlossen, die als elektronische Aktien in einem elektronischen Wertpapierregister eingetragen werden. Die Eintragung in ein Kryptowertpapierregister gemäß § 16 eWpG ist zulässig. Der Vorstand ist daher mit Zustimmung des Aufsichtsrates - insbesondere ohne Zustimmung der Aktionäre - berechtigt, Aktien durch Eintragung in ein Kryptowertpapierregister gemäß § 16 eWpG zu begeben und für bereits begebene Aktien eine solche Eintragung vorzunehmen, sofern das Gesetz nicht die Zustimmung der Aktionäre vorsieht. Zudem ist der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates ohne Zustimmung der Aktionäre berechtigt, als elektronische Aktien im Sinne des eWpG begebene Aktien durch inhaltsgleiche mittels Urkunde begebene Aktien zu ersetzen. Der Vorstand ist ferner mit Zustimmung des Aufsichtsrates berechtigt, Aktien der Gesellschaft, die mittels Sammelurkunde begeben wurden oder mittels Einzelurkunden, die in Sammelverwahrung verwahrt werden, jederzeit und ohne Zustimmung der Aktionäre durch ein inhaltsgleiches Zentralregisterwertpapier zu ersetzen. Sammelurkunden sind - solange die Gesellschaft nicht börsennotiert ist - bei einer der in § 10 Nr. 2 lit. a) bis c) AktG genannten Stellen zu hinterlegen.“

Vereinfachung eines Börsensegmentwechsels aus regulierten Markt in KMU-Wachstumsmarkt (Scale)

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

Beschluss Bundestag am 19.12.2025

Zustimmung Bundesrat am 30.01.2026

- 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 regulierten Markt in KMU-Wachstumsmarkt (Scale)

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

Beschluss Bundestag am 19.12.2025

Zustimmung Bundesrat am 30.01.2026

- Kein Delisting-Erwerbsangebot mehr notwendig beim Wechsel vom regulierten Markt in ein KMU-Wachstumsmarkt
- Derzeit ist nur das Scale-Segment an der Frankfurter Wertpapierbörsen 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

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



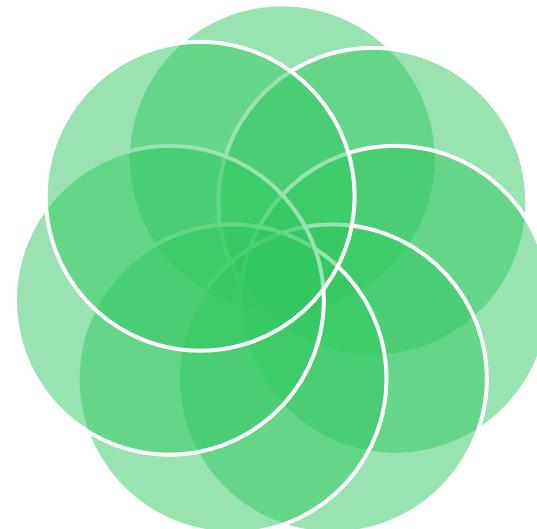
Allgemeine Aspekte der SE

Ein **grenzüberschreitendes**, europäisches **Element** ist bei der Primärgründung i.d.R. erforderlich.

Die SE ist der **deutschen Aktiengesellschaft** ähnlich; Abweichungen ergeben sich u.a. aus der SE-VO, dem SEBG und dem SEAG.

Die SE hat ein eigenes **Mitbestimmungsregime**.

Es ist keine **Primärgründung** durch natürliche Personen möglich.



Die **Verbreitung** der SE und damit auch die Attraktivität nimmt ständig zu – heute über 1.000 SEs in Deutschland.

Die Governance der SE kann sowohl **monistisch** (ähnlich dem angloamerikanischen Board-System) oder **dualistisch** (ähnlich dem System der deutschen AG) ausgestaltet werden.

Die SE ist **börsenfähig**.

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 Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren 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 drittelpartizipierenden 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 beitrat. 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



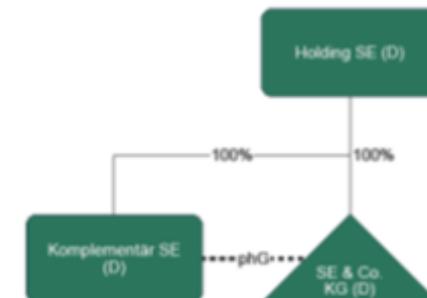
2. Einbringung der GmbH in die Holding-SE



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 abhänge. 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/Vorenthalten 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** beitritt.



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.

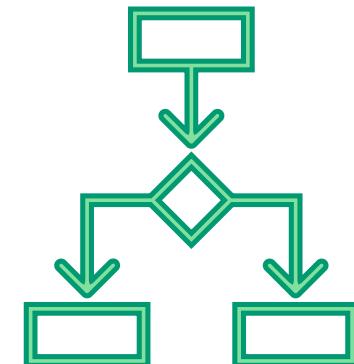


BAG geht in Wortlaut weiter: analoge Anwendung des § 18 Abs. 3 SEBG auf die Vorrats-SE soll **per se ausgeschlossen** sein (auch bei nachträgl. strukturellen Änderungen, die geeignet sind, Beteiligungsrechte der AN zu mindern. Die jur. Literatur ist z.T. anderer Auffassung.

Mitbestimmungsregime der SE: Status Quo (2)

Restrisiko

- Die **juristische Literatur** lässt – in unterschiedlichen Ausprägungen – die Durchführung eines Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren 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 drittelpartige 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 DittelbG und MitbestG, sind damit nach aktueller Lage nun rechtssicher möglich.



Zusammenfassung



Kontaktdaten



Dr. Alexander Thomas

Partner, Aktien- und Kapitalmarktrecht

+49 89 5434 8235

+49 171 2498 643

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 Kapitalmarkttransaktionen und Börsengängen in unterschiedliche Börsensegmente.

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

Kontaktdaten

**Susanne Kühlthau**

Partnerin, Gesellschaftsrecht

+49 89 5434 8044

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).

Ansprechpartner



Markus Joachimsthaler, LL.M.

Salaried Partner | Rechtsanwalt

Fachanwalt für Bank- und
Kapitalmarktrecht

Fachanwalt für Steuerrecht

Prinzregentenstraße 48

80538 München

T +49 89 54031 191

F + 49 89 54031 566

m.joachimsthaler@heuking.de

 HEUKING



LinkedIn



Kontaktdaten

KRAMMER JAHN



Stefan Behrendt
Rechtsanwalt
Wirtschaftsjurist (Univ. Bayreuth)
Partner

Tel.: +49 (0) 921 / 507201-0 (Durchwahl -24)
behrendt@krammerjahn.de

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