

# Nationales und Internationales Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht

2024

ISBN 978-3-406-82556-9

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei

[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

HORST HAMMEN

## Rechtsformwechsel von einer KGaA in eine AG und Zulassung zum regulierten Markt an einer Börse

### *I. Einführung*

Gesellschaften, auch Kommanditgesellschaften auf Aktien können unter gewissen, im Umwandlungsgesetz geregelten Voraussetzungen in andere Rechtsformen, beispielsweise in die Rechtsform der Aktiengesellschaft umgewandelt werden. Das gilt auch dann, wenn die betreffende KGaA börsennotiert (vgl. § 3 Abs. 2 AktG) ist und es die AG, in welche die KGaA umgewandelt wird, auch in der Zukunft sein soll. Eine derartige Umwandlung hat nicht nur gesellschaftsrechtliche Folgen (vgl. u. a. § 202 Abs. 1 Nr. 1 UmwG, § 236 UmwG). Vielmehr sind in einem solchen Fall auch börsen- bzw. kapitalmarktrechtliche Wirkungen in den Blick zu nehmen. Beispielsweise musste der Emittent zum Handel im regulierten Markt an einer Börse zugelassener Aktien bis vor einigen Jahren dem zuständigen Organ der Börse und der BaFin Änderungen seiner Satzung bzw. seiner Rechtsgrundlage<sup>1</sup> mitteilen (§ 64 BörsZulVO aF; § 30c WpHG aF).<sup>2</sup> Börsen- und kapitalmarktrechtliche Wirkungen dieser Art sind dem Umstand geschuldet, dass die Gesellschaft dieselbe bleibt, aber doch zugleich eine etwas andere wird. Deshalb ist die Frage aufgeworfen, ob es beim Formwechsel einer KGaA in eine AG einer Neuzulassung der Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Börse bedarf, wenn die Aktien der KGaA bereits über eine Zulassung dieser Börse zum Handel im regulierten Markt verfügen.<sup>3</sup>

Die Untersuchung dieser Frage erfordert die Behandlung einer Vorfrage. Vorab geprüft werden muss, ob der Formwechsel von einer KGaA in eine AG zu einem Wegfall dieser Zulassung führt. Denn nur wenn die Zulassung entfallen ist, besteht Raum für eine erneute Zulassung. Überdauert indes die Zulassung den Formwechsel, scheidet eine Neuzulassung aus. Eine Rechtsfolge der Zulassung, einer öffentlich-rechtlichen Erlaubnis, ist es nämlich, dass die Einrichtungen der Börse für Geschäfte in den zugelassenen Wertpapieren benutzt werden dürfen (§ 32 Abs. 1 BörsG).<sup>4</sup> Solange diese Zulassung wirksam ist, sind die betreffenden Wertpapiere an der Börse handelbar. Deshalb würde dann eine erneute Zulassung, da die erste Zulassung die aus § 32 BörsG ablesbaren Rechtswirkungen bereits bewirkt hat, ins Leere gehen. Mithin ist zu untersuchen, ob die Zulassung der ursprünglich die Mitgliedschaft in der KGaA verbriefenden Aktien durch den Formwechsel in eine AG ihre Wirksamkeit verliert, mithin die Erlaubnis, diese Aktien im regulierten Markt zu handeln, erlischt, weshalb dann hierfür eine neue Zulassung erforderlich werden würde.

Anlass für eine Untersuchung der vorstehend formulierten Frage besteht, weil es in jüngster Zeit gesetzgeberische Initiativen für eine Änderung des Aktienrechts gegeben hat, die

---

<sup>1</sup> Gem. § 243 Abs. 1 S. 1 UmwG, § 218 Abs. 1 S. 1 UmwG muss in dem von der Hauptversammlung der KGaA zu fassenden Umwandlungsbeschluss die Satzung der aus der Umwandlung hervorgehenden AG festgestellt werden.

<sup>2</sup> Vgl. BT-Drs. 16/2498, 41; BR-Drs. 194/15, 68.

<sup>3</sup> Zur Behandlung dieser Frage in der Börsenpraxis vgl. Groß KapMarktR VO (EU) 2017/1129 Art. 3 Rn. 8. Die vorliegende Abhandlung ist aus einer Anfrage aus der Praxis hervorgegangen.

<sup>4</sup> Schwark/Zimmer/Heidelberg BörsG § 32 Rn. 17; Schäfer/Hamann/Gebhardt, 2. Aufl. 1. Lfg., 01/2006, BörsG § 30 Rn. 22.

geeignet sind, die Kriterien für eine Fortgeltung oder einen Wegfall der Zulassung bei einem Formwechsel von einer KGaA in eine AG deutlicher hervortreten zu lassen. Sowohl die EU-Kommission als auch die Bundesregierung haben nämlich angestoßen, Mehrstimmrechte, die in Deutschland erst vor 25 Jahren abgeschafft worden sind (vgl. § 12 Abs. 2 AktG, § 5 EG AktG), unter gewissen Voraussetzungen (wieder<sup>5</sup>) zuzulassen.<sup>6</sup> Hervorzuheben ist dabei, dass Art. 2 lit. b des Vorschlags der EU-Kommission für eine Mehrstimmrechts-Richtlinie (Com (2022) 761 final) Mehrstimmrechtsaktien als Aktien einer gesonderten Gattung<sup>7</sup> („distinct and separate class“) einstuft.<sup>8</sup> Auch in der Diskussion um das Zukunftsfinanzierungsgesetz v. 11.12.2023 (BGBl. 2023 I Nr. 354), das Aktiengesellschaften in einem bestimmten Rahmen die Etablierung von Mehrstimmrechtsaktien wieder ermöglicht,<sup>9</sup> spielt die Frage nach der Einordnung dieser Aktien in das Gefüge der Vorschrift in § 11 AktG eine wichtige Rolle.<sup>10</sup> Die Klassifizierung bestimmter Aktien als Aktien einer gesonderten Gattung ist für die Frage nach der Wirkung eines Rechtsformwechsels von einer KGaA in eine AG bedeutsam, weil sich erweisen wird, dass insbesondere die verschiedenen Ausprägungen des Stimmrechts von Aktien ein wesentliches Kriterium für die Bildung von Aktiegattungen sind und weil eine Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt einer Börse bei dem vorgenannten Formwechsel nur dann entfallen kann, wenn die Aktien infolge des Wechsels zu solchen einer anderen Gattung werden.

## II. Die Zulassung von Aktien als begünstigender Dauerverwaltungsakt

Bevor nun erörtert werden kann, ob eine Zulassung von Wertpapieren, insbesondere von Aktien zum Handel im regulierten Markt an einer Börse durch einen Formwechsel des Emittenten ihre Wirksamkeit verliert, ist die rechtliche Qualität einer nach § 32 Abs. 1 BörsG erteilten Zulassung zu beschreiben. Allgemein anerkannt ist, dass die Zulassung eine öffentlich-rechtliche Einzelfallentscheidung und damit ein Verwaltungsakt ist,<sup>11</sup> der ein Anstaltsbenutzungsverhältnis zwischen der Börse und dem Emittenten begründet.<sup>12</sup> Er ist ein gebundener Verwaltungsakt, weil er erlassen werden muss, wenn die in § 32 Abs. 3 BörsG geregelten Voraussetzungen erfüllt sind.<sup>13</sup> Zudem wird im Schrifttum zu Recht hervorgehoben, dass dieser Verwaltungsakt begünstigender Natur ist.<sup>14</sup> Denn er gibt dem Emittenten die Erlaubnis, seine Aktien im regulierten Markt handeln zu lassen,<sup>15</sup> mithin ein Recht, wie es

<sup>5</sup> EU-rechtlich waren sie nie verboten.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu Denninger DB 2022, 2329; Herzog/Gebhard ZIP 2022, 1893; Mock/Mohamed NZG 2022, 1275; Hammen Der Konzern 2023, 289.

<sup>7</sup> Harnos, Listing Act: Entwurf der Mehrstimmrechtsaktien-RL, blog.otto-schmidt.de, Blog Gesellschaftsrecht.

<sup>8</sup> “Multiple-vote-shares’ means shares belonging to a distinct and separate class and that carry higher voting rights than another class of shares with voting rights on matters to be decided at the general meeting of shareholders“.

<sup>9</sup> BT-Drs. 20/8292, 107; BT-Drs. 20/9363, 122 (Finanzausschuss); BR-Drs. 587/23.

<sup>10</sup> Nach § 5 Abs. 1 EG AktG fortbestehende Mehrstimmrechtsaktien bilden eine eigene Gattung (MüKoAktG/Heider, 5. Aufl. 2019, AktG § 12 Rn. 38).

<sup>11</sup> Schwark/Zimmer/Heidelberg BörsG § 32 Rn. 17.

<sup>12</sup> Hammen ZBB 2016, 398 (399); Kümpel/Hammen, Börsenrecht, 2. Aufl. 2003, 197.

<sup>13</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt, 2. Aufl., BörsG § 30 Rn. 46; Kümpel/Hammen, Börsenrecht, 2. Aufl. 2003, 194.

<sup>14</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 30 Rn. 3; Hammen ZBB 2016, 398 (399).

<sup>15</sup> Zur Frage, was genau zugelassen wird (Urkunde/n oder die in ihr verbrieften Einzelrechte) bzw. gehandelt werden kann (Miteigentumsrechte nach Bruchteilen an der Globalurkunde oder an dem Sammelbestand, vgl. §§ 6, 9a DepotG), vgl. Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 30 Rn. 19.

begünstigende Verwaltungsakte nach ihrer Definition in § 48 Abs. 1 S. 2 VwVfG<sup>16</sup> ausgezeichnet. Der begünstigenden Wirkung der Zulassung steht es nicht entgegen, dass die Zulassung auch Pflichten (sog. Zulassungsfolgepflichten) begründet. Denn diese Pflichten sind ungeachtet ihrer Bezeichnung im Gesetz als solche (vgl. § 32 Abs. 4 BörsG, § 39 Abs. 1 BörsG) keine echten Rechtspflichten, weil ihre Erfüllung nicht von der Verwaltungsbehörde erzwungen werden kann. Vielmehr sind sie als Obliegenheiten zu klassifizieren, deren ausbleibende Erfüllung rechtliche Nachteile anderer Art, in concreto den Widerruf der Zulassung gem. § 39 Abs. 1 BörsG nach sich ziehen kann.

Schließlich ist die nach § 32 BörsG erfolgende Zulassung ein „Verwaltungsakt mit Dauerwirkung“ (vgl. den Sprachgebrauch in der Überschrift von § 48 SGB X).<sup>17</sup> Die Dauerwirkung eines solchen Verwaltungsakts, der übrigens als solcher im VwVfG an keiner Stelle erwähnt wird, liegt nach Aussage des Gesetzgebers vor, „wenn sich der Verwaltungsakt nicht in einem einmaligen Gebot oder Verbot oder in einer einmaligen Gestaltung der Rechtslage erschöpft, sondern ein auf Dauer berechnetes oder in seinem Bestand von ihm abhängiges Rechtsverhältnis begründet.“<sup>18</sup> Diese Beschreibung passt auf die Zulassung, wie bereits der Wortlaut einiger Bestimmungen des Börsengesetzes zeigt (§ 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG: Börsenhandel „zeitweilig“ gefährdet; § 39 Abs. 1 BörsG: Börsenhandel „auf Dauer“ nicht mehr gewährleistet), ohne weiteres.

### III. Verlust der Wirksamkeit der Zulassung

#### 1. Tatbestände eines Verlustes der Wirksamkeit einer Zulassung im Überblick

Ein begünstigender Verwaltungsakt wie eine Zulassung nach § 32 Abs. 1 BörsG begründet, wenn er bestandskräftig geworden ist, zugunsten desjenigen, dem gegenüber er wirksam wird, eine gesicherte Rechtsposition, die nicht im Belieben derjenigen Behörde, die den Verwaltungsakt erlassen hat, oder derjenigen staatlichen Einrichtung steht, der gegenüber sie begründet worden ist. Das auf verfassungsrechtlicher Grundlage beruhende Bedürfnis nach Rechtssicherheit als eine Ausprägung des Rechtsstaatsprinzips<sup>19</sup> lässt die Wirksamkeit des Verwaltungsakts nur dann enden, wenn sie aufgrund eines gesetzlichen Tatbestands nachträglich entfällt. Die Gründe für den Entfall der Wirksamkeit eines Verwaltungsakts sind in § 43 VwVfG<sup>20</sup> abschließend aufgelistet. Nach § 43 Abs. 2 VwVfG verliert ein Verwaltungsakt seine Wirksamkeit, wenn er zurückgenommen, widerrufen oder anderweitig aufgehoben wird oder wenn er – was vorliegend von vornherein ausscheidet – durch Zeitablauf oder aber wenn er auf andere Weise erledigt ist. Für den Widerruf der Zulassung bei Wertpapieren gibt es eine zusätzlich anwendbare Spezialvorschrift in § 39 BörsG. Die Vorschrift in § 43 Abs. 2 VwVfG spricht Tatbestände an, bei denen der Wegfall der Wirksamkeit auf einer Entscheidung der Verwaltungsbehörde beruht, und solche, bei denen eine solche Entscheidung entbehrlich ist. Bedenkt man, dass die Zulassung bei den Umwandlungen einer börsennotierten KGaA in eine AG regelmäßig rechtmäßig erfolgt ist, kommt eine Rücknahme nach § 48 VwVfG (Rücknahme eines rechtswidrigen belastenden oder begünstigenden Verwaltungsakts) nicht in Betracht. Da die Zulassung ein begünstigender Verwaltungsakt ist, gilt dasselbe für einen Widerruf nach § 49 Abs. 1 VwVfG (Rücknahme eines rechtmäßigen nicht begünstigenden Verwaltungsakts).

<sup>16</sup> Unmittelbar einschlägig sind die Vorschriften des VwVfG des Bundeslandes, in dem die betreffende Börse ihren Sitz hat.

<sup>17</sup> Vgl. Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 30 Rn. 8: Die Zulassung begründet ein dauerhaftes öffentlich-rechtliches Rechtsverhältnis zwischen der Börse und dem Emittenten der Wertpapiere.

<sup>18</sup> BT-Drs. 8/2934, 34.

<sup>19</sup> Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 9 zu § 43 Abs. 2 VwVfG.

<sup>20</sup> Und in einer Reihe von Spezialvorschriften; im vorliegenden Zusammenhang bedeutsam § 39 Abs. 1 BörsG, § 48 SGB X.

## 2. Widerruf einer Zulassung nach § 49 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 VwVfG

Nach der neben dem sogleich zu behandelnden Spezialtatbestand in § 39 Abs. 1 BörsG anwendbaren („außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes“) Vorschrift in § 49 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 VwVfG kann ein begünstigender Verwaltungsakt wie die Zulassung aus § 32 BörsG widerrufen werden, wenn die Behörde auf Grund nachträglich eingetretener Tatsachen berechtigt wäre, den Verwaltungsakt nicht zu erlassen, und wenn ohne den Widerruf das öffentliche Interesse gefährdet wäre. Dieser Tatbestand verdient, auch wenn er für den in Rede stehenden Formwechsel nicht einschlägig ist, besondere Aufmerksamkeit. Denn es beschreibt die Bestimmung in § 49 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 VwVfG als eine Spezialvorschrift für das Unwirksamwerden begünstigender Dauerverwaltungsakte wie der Zulassung aus § 32 Abs. 1 BörsG Grenzen, die dann auch bei der Auslegung anderer Unwirksamkeitstatbestände allgemeinerer Art, nämlich vornehmlich desjenigen in § 43 Abs. 2 letzte Alt. VwVfG zu beachten sind.

Ein Rechtsformwechsel von einer KGaA in eine AG gibt der Geschäftsführung der Börse nicht die Berechtigung, die Zulassung der Aktien der umgewandelten Gesellschaft nach § 49 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 VwVfG zu widerrufen. Zwar ist der Umstand, dass die zugelassenen Aktien nunmehr solche einer AG sind, eine nachträglich eingetretene Tatsache im Sinne dieser Vorschrift, indes keine, die einen Widerruf rechtfertigen könnte. Denn weil der Emittent, also das Regelungssubjekt, wie noch gezeigt werden wird, ungeachtet des Rechtsformwechsels derselbe bleibt, ebenso wie die Aktien der AG, nämlich das Regelungsobjekt, mit dem der umgewandelten KGaA identisch sind, bestünde für die Behörde kein Anlass, anders als bei der Zulassung der Aktien der KGaA zu entscheiden.

## 3. Widerruf der Zulassung nach § 39 Abs. 1 Alt. 1 BörsG

Neben den allgemeinen Tatbeständen des VwVfG erlaubt die spezialgesetzliche Vorschrift in § 39 Abs. 1 BörsG der Verwaltungsbehörde, der Geschäftsführung der Börse, den Widerruf einer Zulassung von Wertpapieren.<sup>21</sup> Voraussetzung für einen solchen Widerruf ist es, dass ein ordnungsgemäßer Börsenhandel in den Papieren auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist (§ 39 Abs. 1 Alt. 1 BörsG). Gründe, die einen Wegfall der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels bewirken, können durchaus emittentenbezogener Art sein.<sup>22</sup> Freilich müssen sich solche Gründe, sollen sie einen Widerruf der Zulassung rechtfertigen können, auf den Börsenhandel selbst beziehen. Beispielsweise ist der Börsenhandel in einem Wertpapier nach einer in der börsenrechtlichen Lit. vertretenen (angreifbaren) Auffassung gefährdet, wenn eine hinreichende Liquidität des betreffenden Papiers nicht mehr vorhanden ist.<sup>23</sup> Einen solchen Grund kann der Rechtsformwechsel als solcher nicht bilden, weil die Liquidität der Papiere des rechtsformwechselnden Emittenten durch den Wechsel selbst kaum tangiert werden dürfte. Widerrufen werden kann die Zulassung aber auch, wenn der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung nicht erfüllt (§ 39 Abs. 1 Alt. 2 BörsG). Indes ist auch diese Tatbestandsvariante nicht einschlägig, weil ein Rechtsformwechsel nicht gegen Zulassungsfolgpflichten verstößt.

<sup>21</sup> Der Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten nach § 39 Abs. 2 BörsG scheidet im vorliegenden Zusammenhang ohne weiteres aus.

<sup>22</sup> Schwark/Zimmer/Beck, 4. Aufl. 2010, BörsG § 25 Rn. 5.

<sup>23</sup> Schwark/Zimmer/Beck, 4. Aufl. 2010, BörsG § 39 Rn. 9; aA Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 38 Rn. 11; Schwark/Zimmer/Kumpan BörsG § 25 Rn. 7. – Zur Frage, ob bei einem Squeeze-out, wenn sich also alle Aktien in der Hand eines Aktionärs befinden, die Zulassung widerrufen werden muss oder ipso iure entfällt, vgl. Grunewald ZIP 2004, 542; Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 38 Rn. 29.

#### 4. Wegfall der Wirksamkeit der Zulassung wegen Erledigung auf andere Weise

Nach dem neben dem Spezialtatbestand in § 39 Abs. 1 BörsG („außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes“) ebenfalls anwendbaren Tatbestand in § 43 Abs. 2 letzte Alt. VwVfG verliert ein begünstigender Verwaltungsakt seine Wirksamkeit, wenn er „auf andere Weise erledigt ist“. Aus der Fülle der Fallgruppen einer solchen Erledigung (u. a. Verzicht, inhaltliche Überholung, Zweckerreichung)<sup>24</sup> sind im vorliegenden Zusammenhang deren drei in den Blick zu nehmen. Zu untersuchen ist, ob ein Rechtsformwechsel von einer KGaA in eine AG zu einer Erledigung wegen Wegfalls des Regelungsobjekts (→ III.4.a), wegen Wegfall des Regelungsobjekts (→ III.4.b) oder wegen einer Änderung der Sach- und Rechtslage führt (→ III.4.c).

##### a) Wegfall des Regelungsobjekts

Da es die KGaA nach dem Rechtsformwechsel als KGaA nicht mehr gibt, ist im Rahmen von § 43 Abs. 2 letzte Alt. VwVfG in einem ersten Schritt an ein Unwirksamwerden der Zulassung von Aktien dieser Gesellschaft wegen eines Wegfalls des Regelungsobjekts, also des Adressaten des Verwaltungsakts, mithin – bei der Zulassung – des Emittenten zu denken. Und in der Tat hat das BVerwG die Wirksamkeit eines durch Verwaltungsakts begründeten Wegerechts als entfallen beurteilt, weil sich mit dem Erlöschen der juristischen Person, der dieses Recht zugestanden hatte, im Wege der Aufnahme durch Übertragung ihres Vermögens als Ganzes auf eine andere juristische Person der Verwaltungsakt „auf andere Weise“ erledigt hatte.<sup>25</sup>

Nun wird in der börsenrechtlichen Spezialliteratur im Ansatz zu Recht vorgetragen, erlösche der Emittent, erledige sich die Zulassung mit diesem Untergang automatisch; dann aber wird als ein Beispiel hierfür der Formwechsel angeführt.<sup>26</sup> Sollte hiermit der Formwechsel gemeint sein, so wie er in §§ 190 ff. UmwG geregelt ist und wie er bei einem Wechsel der Rechtsform einer KGaA in eine AG praktiziert wird, muss dieser Auffassung widersprochen werden. Denn bei einem umwandlungsrechtlichen Formwechsel bewirkt die Eintragung der neuen Rechtsform in das Register, dass der formwechselnde Rechtsträger in der in dem Umwandlungsbeschluss bestimmten Rechtsform „weiter“ „besteht“ (§ 202 Abs. 1 Nr. 1 UmwG). Hiernach bleibt der formwechselnde Rechtsträger – im vorliegenden Zusammenhang: die KGaA – identisch;<sup>27</sup> es ändert sich lediglich das auf ihn anwendbare Rechtsregime. Berechtigter und verpflichtet ist mithin – auch bezüglich seiner Stellung im börsenrechtlichen Anstaltsnutzungsverhältnis – auch dann, wenn aus der KGaA eine AG geworden ist, derselbe Rechtsträger.<sup>28</sup>

Hierdurch unterscheidet sich diese Art der Umwandlung beispielsweise von einer Verschmelzung im Weg der Aufnahme durch Übertragung des Vermögens eines Rechtsträgers als Ganzes auf den übernehmenden Rechtsträger (§ 2 Nr. 1 UmwG) bzw. von einer Spaltung zur Aufnahme (vgl. § 123 UmwG), bei denen jeweils der übertragende Rechtsträger „erlischt“ (§ 20 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG, § 131 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG), weshalb es in sol-

<sup>24</sup> Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 209 ff.

<sup>25</sup> BVerwGE 152, 87 Rn. 3, 14; Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 209; Mann/Sennekamp/Uechtritz/Leisner-Egensperger VwVfG § 43 Rn. 65.

<sup>26</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 38 Rn. 31; vgl. auch Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Groß, 4. Aufl. 2020, BörsG § 39 Rn. 12 Fn. 42: „Der Emittent existiert ... nach dem Formwechsel nicht mehr“.

<sup>27</sup> Sehr deutlich ist diese Identität in Art. 37 SE-VO für die Umwandlung einer AG in eine SE beschrieben: „Die Umwandlung einer Aktiengesellschaft in eine SE“ hat „weder die Auflösung der Gesellschaft noch die Gründung einer neuen juristischen Person zur Folge“.

<sup>28</sup> Vgl. Kallmeyer/Meister/Klöcher/Berger UmwG § 202 Rn. 13; Lutter/Hoger, 6. Aufl. 2019, UmwG § 202 Rn. 7.



chen Fällen, wenn diese Rechtsträger über eine Zulassung gem. § 32 BörsG verfügen, die Zulassung mit dem Erlöschen der Rechtsträger schon wegen Wegfalls des Regelungsobjekts „auf andere Weise“ erledigt ist,<sup>29</sup> und zwar gleichgültig, ob der aufnehmende Rechtsträger gleichfalls eine börsennotierte AG oder eine nicht börsennotierte AG oder eine Gesellschaft anderer Rechtsform ist.<sup>30</sup> Mithin ist der Rechtsformwechsel von einer KGaA in eine AG nicht geeignet, die Zulassung der Wertpapiere dieses Rechtsträgers zum Handel im regulierten Markt wegen eines Wegfalls des Regelungsobjekts als „auf andere Weise“ erledigt zu behandeln.

### b) Wegfall des Regelungsobjekts

Erledigung „auf andere Weise“ tritt nicht nur bei Wegfall des Regelungsobjekts, sondern auch bei Entfall des Regelungsobjekts eines Verwaltungsakts ein.<sup>31</sup> So ist es zB in der verwaltungsgerichtlichen Rspr. anerkannt, dass eine Baugenehmigung erlischt, wenn das betreffende Gebäude abgerissen wird.<sup>32</sup> Fälle des Wegfalls des Regelungsobjekts im Bereich der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt gehen nicht selten, aber keineswegs stets mit einem Wegfall des Regelungsobjekts einher. Ein Beispiel für die letztgenannte Konstellation jenseits des Umwandlungsrechts ist es, wenn eine Schuldverschreibung mit der Folge vollständig zurückgezahlt wird, dass die Zulassung erledigt ist.<sup>33</sup> Deshalb ist zu fragen, ob der Formwechsel von einer KGaA in eine AG wenn nicht schon zu einem Wegfall des Regelungsobjekts, dann doch wenigstens zu einem Wegfall des Regelungsobjekts der Zulassung führt. Den Gegenstand, auf den sich die in der Zulassung enthaltene Erlaubnis bezieht, die Handelseinrichtungen der Börse zu nutzen, bilden Wertpapiere, im vorliegenden Zusammenhang die Aktien einer ursprünglich vorhandenen KGaA. Aktien sind Wertpapiere, die die Mitgliedschaft in einer KGaA oder in einer AG verbrieft. Hiernach verlieren Aktienurkunden, die bis dahin zum Börsenhandel im regulierten Markt zugelassen waren, ihre Eigenschaft als Wertpapiere, wenn die Mitgliedschaft in der betreffenden Gesellschaft erlischt. Zivilrechtlich betrachtet wird der Handel mit den Urkunden als Verbriefungen von Mitgliedschaften unmöglich (vgl. § 275 Abs. 1 BGB),<sup>34</sup> weshalb die Erlaubnis, die Papiere im regulierten Markt handeln zu lassen, gegenstandslos wird und damit erledigt ist.<sup>35</sup>

Ein solcher Fall liegt zB vor, wenn die emittierende AG in der Folge eines Insolvenzverfahrens<sup>36</sup> im Handelsregister gelöscht wird (vgl. § 273 Abs. 1 S. 2 AktG).<sup>37</sup> Vergleichbare Fälle gibt es aber auch auf dem Felde des Umwandlungsrechts, zu dem ja auch der Rechtsformwechsel gehört. Hierher zählt – um nur diese Konstellation noch einmal aufzugreifen – die Verschmelzung im Wege der Aufnahme durch Übertragung des Vermögens eines Rechtsträ-

<sup>29</sup> IE auch Groß KapMarktR BörsG § 39 Rn. 4, ProspVO Art. 3 Rn. 8; Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Poelzig ProspVO Art. 3 Rn. 32, wobei freilich in solchen Fällen, anders als es gelegentlich ausgeführt wird (Marsch-Barner/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Eckhold Rn. 63.92), nicht der Wegfall des Regelungsobjekts, sondern bereits derjenige des Regelungsobjekts im Vordergrund steht.

<sup>30</sup> Vgl. Grunewald ZIP 2004, 542.

<sup>31</sup> Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 212; Mann/Sennekamp/Uechtritz/Leisner-Egensperger VwVfG § 43 Rn. 67.

<sup>32</sup> OVG Münster BeckRS 2015, 42849; Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 212.

<sup>33</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 38 Rn. 31.

<sup>34</sup> Vgl. Hadding FS E. Schwark, 2009, 697 (700).

<sup>35</sup> Zur Erledigung eines Verwaltungsakts, wenn er wegen nachträglicher Unmöglichkeit gegenstandslos wird, vgl. VGH Kassel NVwZ-RR 2008, 108 (109); Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 212a.

<sup>36</sup> Insolvenz als solche ist kein Grund für einen Widerruf nach § 39 Abs. 1 BörsG, Hopt/Kumpan, 42. Aufl. 2023, BörsG § 39 Rn. 1.

<sup>37</sup> Vgl. Hadding FS E. Schwark, 2009, 697; Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 38 Rn. 29.



gers als Ganzes. Mit dem schon beschriebenen Erlöschen des übertragenden Rechtsträgers (§ 20 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG) entfallen auch die Anteile an ihm.<sup>38</sup> Zwar gilt bei einer solchen Verschmelzung der Grundsatz der Gesamtrechtsnachfolge (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG), nach dem, ohne dass eine Einzelübertragung nötig wäre, grundsätzlich alle Rechte und Pflichten des übertragenden Rechtsträgers auf den übernehmenden Rechtsträger übergehen. Das gilt im Ausgangspunkt auch für öffentlich-rechtliche Rechtspositionen, etwa für eine öffentlich-rechtliche Erlaubnis.<sup>39</sup> Bei einer Zulassung gem. § 32 Abs. 1 BörsG scheidet ein solcher Übergang indes aus. Denn wenn die Anteile an dem übertragenden Rechtsträger mit diesem untergehen, mithin Aktien dieses übertragenden Rechtsträgers ihre Eigenschaft als Wertpapiere verlieren, wäre ein Übergang der Zulassung dieser Aktien auf den übernehmenden Rechtsträger sinnentleert. Deshalb ist die Zulassung in solchen Fällen nicht nur wegen Wegfalls des Regelungsobjekts, sondern zudem auch wegen Wegfalls des Regelungsobjekts „auf andere Weise“ erledigt.<sup>40</sup>

Zu einem Wegfall der Zulassung von Wertpapieren kommt es nun nicht aber bloß dann, wenn die Mitgliedschaft in einer börsennotierten Gesellschaft mit der Folge erlischt, dass die Aktienurkunden ihre Wertpapiereigenschaft verlieren, sondern auch dann, wenn die Mitgliedschaft in der Gesellschaft zwar erhalten bleibt, sie aber nun nicht mehr börsenhandelbar verbrieft ist. Ein Beispiel hierfür ist der Rechtsformwechsel einer börsennotierten Aktiengesellschaft in eine GmbH. Ein solcher Wechsel bewirkt, dass der formwechselnde Rechtsträger, die AG, in der durch den Umwandlungsbeschluss bestimmten Rechtsform – derjenigen der GmbH – weiter besteht (§ 202 Abs. 1 Nr. 1 UmwG). Dementsprechend sind die Anteilsinhaber des Rechtsträgers an diesem nach den für die neue Rechtsform geltenden Vorschriften beteiligt (§ 202 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG). Hiernach existieren deren Beteiligungen trotz der Änderung der Rechtsform nach dem hier geltenden Grundsatz der Kontinuität der Mitgliedschaft fort. Das Formwechselrecht geht von einer Identität der Beteiligungen aus.<sup>41</sup> Es kommt mithin nicht zu einem Erlöschen der Beteiligungen mit einer darauf folgenden neuen Entstehung. Vielmehr bleibt ein und dieselbe Beteiligung bestehen.<sup>42</sup> Freilich kommt es auch hier zu einer Erledigung der Zulassung aus § 32 Abs. BörsG.<sup>43</sup> Ungeachtet des Fortbestands der Beteiligung führt nämlich der Austausch des Normensystems dazu, dass die Aktien der formumwandelnden AG ihre Eigenschaft verlieren, Wertpapiere zu sein, die im regulierten Markt einer Börse gehandelt werden können. Die GmbH-Anteile, in die die Aktien gesetzlich umgewandelt werden, können diese Lücke nicht füllen, weil solche Anteile einer Verbriefung, die zu ihrer Handelbarkeit an der Börse führen könnte, nicht zugänglich sind.<sup>44</sup> Börsenrechtlich betrachtet liegt hier ein Cold Delisting vor, bei dem es hier wie bei der vorstehend geschilderten Verschmelzung zu einem Erlöschen der Börsenzulassung ipso jure kommt.<sup>45</sup>

Anders liegen die Dinge, wenn man nun den Rechtsformwechsel von einer KGaA in eine AG in den Blick nimmt. Es wurde bereits erläutert, dass bei einem solchen Wechsel anders als bei einer Verschmelzung im Wege der Aufnahme der Rechtsträger – die ihre Rechtsform umwandelnde KGaA – identisch, freilich nunmehr unter dem Rechtsregime

<sup>38</sup> Kallmeyer/Marsch-Barner/Oppenhoff UmwG § 20 Rn. 28.

<sup>39</sup> Kallmeyer/Marsch-Barner/Oppenhoff UmwG § 20 Rn. 4, 26; Lutter/Grunewald, 6. Aufl. 2019, UmwG § 20 Rn. 12.

<sup>40</sup> Marsch-Barner/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Eckhold Rn. 63.92; Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Groß BörsG § 39 Rn. 13.

<sup>41</sup> Kallmeyer/Meister/Klöcker/Berger UmwG § 202 Rn. 28; Lutter/Hoger UmwG § 202 Rn. 13.

<sup>42</sup> Kallmeyer/Meister/Klöcker/Berger UmwG § 202 Rn. 35.

<sup>43</sup> Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Groß BörsG § 39 Rn. 12; Marsch-Barner/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Eckhold Rn. 63.92.

<sup>44</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 30 Rn. 14.

<sup>45</sup> Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach BörsG § 39 Rn. 42.

der AG fortbesteht. Nicht anders verhält es sich mit den Anteilen der Kommanditaktionäre an der KGaA. Da die KGaA durch den Rechtsformwechsel keineswegs erlischt, bleiben auch die genannten Anteile an ihr erhalten;<sup>46</sup> Gesellschaften, an denen niemand Anteile hält, also Gesellschaften ohne Gesellschafter gibt es nicht. Deshalb spricht die Vorschrift für den Formwechsel in § 202 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG anders als die verschmelzungsrechtliche Bestimmung in § 20 Abs. 1 Nr. 3 S. 1 UmwG, nach welcher die Anteilshaber des übertragenden Rechtsträgers Anteilshaber des übernehmenden Rechtsträgers „werden“, davon, dass die Anteilshaber des formwechselnden Rechtsträgers (hier: die Kommanditaktionäre<sup>47</sup>) an dem Rechtsträger nach den für die neue Rechtsform des Trägers geltenden Regelungen beteiligt „sind“. Danach gilt, was schon zu einem Formwechsel von einer AG in eine GmbH ausgeführt worden ist, auch hier: Der Formwechsel führt nicht zu einem Erlöschen der Beteiligungen an der KGaA. Vielmehr bestehen diese Beteiligungen infolge des Formwechsels an der AG „identisch“ fort.

Da die Anteile an der ursprünglich als KGaA bestehenden Gesellschaft infolge des Rechtsformwechsels nicht erlöschen, sondern an der AG identisch fortbestehen, verlieren auch die diesbezüglichen Aktienurkunden ihre Eigenschaft als Wertpapiere nicht. Vielmehr bleiben sie dieselben, weil sie weiterhin dieselben Gesellschaftsanteile, nämlich aktienrechtlich organisierte Mitgliedschaftsrechte verbriefen. Weil auch das Rechtssubjekt, dem die Zulassung aus § 32 Abs. 1 BörsG erteilt worden ist, identisch fortexistiert, erledigt sich diese Zulassung weder wegen Wegfalls des Regelungssubjekts, noch wegen Wegfall des Regelungsobjekts.

### c) Änderung der Sach- und Rechtslage

Freilich bleibt zu erörtern, ob die Zulassung erlischt, weil das Regelungsobjekt (die Aktien), obgleich es nicht weggefallen ist, durch den Formwechsel inhaltlich so verändert wird, dass es nicht mehr als dasjenige betrachtet werden kann, für das die Zulassung erteilt worden ist. Diese Frage ist erlaubt, weil es neben dem Wegfall des Regelungssubjekts und des Regelungsobjekts weitere Umstände gibt, die einen (begünstigenden) Verwaltungsakt „auf andere Weise“ erledigt sein lassen. Diskutiert wird nämlich, ob und inwieweit auch Änderungen der Sach- und Rechtslage zur Erledigung eines Verwaltungsakts führen können.<sup>48</sup> Deshalb ist zu fragen, ob ein Formwechsel von einer KGaA in eine AG eine die Wirksamkeit der Zulassung entfallend lassende Änderung der Sach- und Rechtslage bilden kann. Dabei ist es wichtig zu betonen, dass es in dieser Variante einer Erledigung eines Verwaltungsakts gem. § 43 Abs. 2 letzte Alt. VwVfG nicht um den Wechsel an sich, also um Änderungen der Rechtsform des Emittenten als solche geht, die unzweifelhaft nicht unerheblich sind, sondern darum, ob diese Änderungen auch eine wesentliche Änderung der Sach- und Rechtslage bezüglich des Gegenstands der Zulassung, also der zugelassenen Aktien und der in ihnen verbrieften Rechte nach sich ziehen. Denn die Zulassung gem. § 32 Abs. 1 BörsG hat ausschließlich diese Wertpapiere, nicht aber den Emittenten selbst zum Gegenstand.<sup>49</sup> Dass Umwandlungen des Emittenten Änderungen der Sach- und Rechtslage bei den von ihm begebenen Wertpapieren bewirken können, aber keineswegs zwingend müssen, belegt die Rechtslage börsenzugelassener Schuldverschreibungen einer börsennotierten AG, die im Wege der Aufnahme durch Übertragung des Vermögens auf eine GmbH verschmolzen wird. Während die Aktien des Emittenten mit diesem mit der Folge untergehen, dass ihre

<sup>46</sup> Missverständlich Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Groß BörsG § 39 Rn. 12: Der Formwechsel bewirke, dass die Aktien „als Mitgliedschaft“ in der ihre Form wechselnden Gesellschaft nicht mehr existierten.

<sup>47</sup> Die Komplementäre scheiden aus der Gesellschaft aus (§ 247 Abs. 2 UmwG).

<sup>48</sup> Vgl. Stelkens/Bonk/Sachs VwVfG § 43 Rn. 209ff.; Obermayer/Funke-Kaiser/Baumeister, 5. Aufl. 2018, VwVfG § 43 Rn. 28.

<sup>49</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt BörsG § 30 Rn. 9.