

Investor Rights Briefing

AKTIONÄRSRECHTE · FINANCIAL REPORTING · BONDS & RESTRUCTURING · CROSS-BORDER

Investor Rights entstehen vor dem Schaden – nicht danach.

Kapitalmarktrechtliche Risiken werden von Investoren häufig erst analysiert, wenn Kursverluste, Restrukturierungen oder Haftungsfälle drohen. Unser BRIEFING erläutert,

warum Informations-, Kontroll- und Organisationsrechte früher ansetzen – und welche Konsequenzen daraus für Investoren, Aktionäre und Anleihegläubiger folgen.

IN DIESER AUSGABE

LEAD ANALYSIS	AktG-Reform zum Beschlussmängelrecht: Rechtssicherheit ohne Entrechtung	S. 2-3
	Wie weit darf die AktG-Reform Fehlerfolgen flexibilisieren, ohne Minderheitenrechte zu entwerten?	
CASE LAW	Aktionärsrechte: Deckungsvergleich und Fragerecht in der Hauptversammlung	S. 4-5
	BGH zum VW-Komplex; OLG München zur Gestaltung des Frageportals.	
LEAD ANALYSIS	Investor Rights: Bilanzkontrolle als Frühwarnsystem	S. 6-7
	Was Zalando, Gerresheimer und Jungheinrich über Kennzahlen, Prüfersignale und Timing zeigen.	
CASE LAW	Wirecard: Prüfer-Handakten und Anlegerrehtedurchsetzung	S. 8-9
	BGH zum Zugang zur Tatsachengrundlage, BGH zum Rang in der Emittenteninsolvenz; OLG Celle zum Gerichtsstand.	
LEAD ANALYSIS	SchVG: Anleihe-Rechte nicht ohne Plan abgeben	S. 10-11
	Sechs Fragen, die Anleihegläubiger vor jeder Abstimmung beantworten sollten.	
CASE LAW	SchVG: Gemeinsamer Vertreter – Eignung, Vergütung, Auskunft	S. 12
	BGH zur Bestellung des gV; LG München I zum Anspruch auf die Daten der Mitanihegläubiger.	
CASE LAW	StaRUG und Mittelverwendungskontrolle	S. 13-14
	BGH: Ungesicherte Drittbeiträge tragen keine Sanierung; formale Kontrolle ist keine Haftungsbefreiung.	
LEAD ANALYSIS	Polen und Ukraine: Enforcement vor dem Investment	S. 15-16
	Was ein Titel im CEE-Raum wert ist – und welche Mechanismen Investoren vorher vereinbaren sollten.	

AktG-Reform zum Beschlussmängelrecht: Rechtssicherheit ohne Entrechtung

Deutschland will mehr Bürger und institutionelles Kapital für die Aktie gewinnen. Gleichzeitig fordert der CDU/CSU-SPD Koalitionsvertrag, Rechtsfolgen fehlerhafter Hauptversammlungsbeschlüsse zu begrenzen.

Beides lässt sich vereinbaren — aber nur, wenn die AktG-Reform zwischen Bagatellen und schweren Rechtsverletzungen unterscheidet. Ein Referentenentwurf liegt noch nicht vor; aber die Reform ist vom BMJ angekündigt.

Der VW-Fall ist die Probe aufs Exempel

Mehr als 99 % Zustimmung klingen nach einem eindeutigen Aktionärsvotum. Rechtmäßig wird ein HV-Beschluss dadurch noch nicht.

Das hat der BGH im Volkswagen-Komplex am 30. September 2025 deutlich gemacht. Gegenstand waren die 2021 gefassten HV-Zustimmungsbeschlüsse zu Haftungsvergleichen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern und zu einem Deckungsvergleich mit D&O-Versicherern im Zusammenhang mit dem Dieselskandal.

Der BGH erklärte den Zustimmungsbeschluss zum Deckungsvergleich für nichtig. In der TO war nicht hinreichend offengelegt worden, dass der Vergleich zugleich einen Verzicht gegenüber einer Vielzahl weiterer amtierender und ehemaliger Organmitglieder enthielt. Hinsichtlich der Haftungsvergleiche hielt auch die Beurteilung des Fragerechts rechtlicher Prüfung nicht stand: Auskünfte zur Vermögenslage der in Anspruch genommenen Vorstandsmitglieder waren für eine informierte Aktionärsentscheidung erforderlich, s. CASE LAW S. 4 und S. 5.

PRAXIS · VOLKSWAGEN

Die SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. war Streithelferin der Kläger im VW-Verfahren; unser Partner Dr. Marc Liebscher gehört ihrem Vorstand an. Nach neuen Beschlüssen der HV 2026 hat die SdK erneut Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage erhoben.

Die BGH-Entscheidung zeigt, was Beschlussmängelrecht im Kern leistet: Es schützt nicht eine bestimmte Abstimmungsquote. Es schützt die rechtmäßige Willensbildung der Aktionäre auf der HV. Das muss die AktG-Reform bewahren.

Die Frage lautet deshalb nicht, ob ein Informations- oder Verfahrensfehler das Abstimmungsergebnis rechnerisch verändert hätte. Die vorgelagerte Frage lautet: **Konnte der Aktionär auf einer rechtlich ausreichenden Informationsgrundlage darüber entscheiden, ob er einem weitreichenden Rechtsverzicht zustimmen will?**

Gerade bei Publikumsgesellschaften lässt sich Minderheitenschutz nicht auf die Chance reduzieren, eine Abstimmung zu gewinnen. Wer nur 0,1 Prozent der Stimmen hält, kann eine 99 %-Mehrheit nicht verhindern. Er kann aber verlangen, dass diese Mehrheit unter Einhaltung der gesetzlichen Informations-, Teilnahme- und Verfahrensrechte zustande kommt.

AktG-Reformbedarf: ja. Rechtsverlust: nein.

Das aktienrechtliche Beschlussmängelrecht ist nicht sakrosankt. Es enthält Wertungswidersprüche und teilweise unverhältnismäßige Rechtsfolgen. Ein formaler Fehler kann zur vollständigen rückwirkenden Beseitigung eines Beschlusses führen, obwohl das Gewicht des Fehlers gering ist. Umgekehrt können materiell schwerwiegende Eingriffe in Aktionärsrechte unter Tatbeständen fallen, deren praktische Durchsetzung erheblich schwieriger ist. Eine Reform der Rechtsfolgenseite ist deshalb auch aus Aktionärssicht sinnvoll.

Falsch wäre es, aus dem bestehenden Alles-oder-Nichts-Prinzip ein System zu machen, in dem Rechtsverletzungen zwar festgestellt werden, für die Wirksamkeit des Beschlusses aber regelmäßig folgenlos bleiben.

Rechtssicherheit entsteht nicht dadurch, dass man Minderheitenrechte beseitigt. Sie entsteht dadurch, dass man ihre Voraussetzungen und Rechtsfolgen präzise definiert.

Dafür braucht eine AktG-Reform aus Investorensicht vier Leitplanken.

1 · RECHTSFOLGEN FLEXIBILISIEREN, SCHWERE VERSTÖSSE KASSIEREN

Nicht jeder Fehler muss zur rückwirkenden Vernichtung eines Beschlusses führen; ein differenzierter Rechtsfolgenkatalog kann sachgerecht sein. Für schwere Verstöße muss die Kassation aber erhalten bleiben – insbesondere dort, wo fundamentale Informations-, Teilnahme- oder Gleichbehandlungsrechte betroffen sind oder der Beschlussinhalt mit zwingendem Recht kollidiert. Ein gerichtliches Ermessen ohne solche Leitplanken würde aus einem verankerten Aktionärsrecht eine hilflose Bitte um richterliche Abwägung machen.

2 · INFORMATIONSRECHTE STÄRKEN, NICHT IHRE VERLETZUNG ENTWERTEN

Der Volkswagen-Fall illustriert, warum Information keine Formalität ist. Wer über den Verzicht auf möglicherweise erhebliche Ansprüche entscheiden soll, muss wissen, welche Rechte aufgegeben werden, gegenüber wem und aufgrund welcher wirtschaftlichen Bewertung. Reformbedarf besteht deshalb nicht primär darin, Informationsmängel folgenloser zu stellen. Der bessere Ansatz liegt in wirksameren Informationsrechten und einer HV, die echte Rückfragen ermöglicht. Das gilt besonders für die virtuelle HV: Weniger Anfechtungsrisiko erzeugt keine bessere Debatte. Fehlt Interaktivität, muss das Versammlungsformat verbessert werden – nicht der Rechtsschutz gegen unzureichende Information geschwächt.

PUBLIKATIONEN · NZG / BKR / DER AUFSICHTSRAT

Fachaufsätze von unserem Partner Dr. **Marc Liebscher** zur laufenden AktG-Reform des Beschlussmängelrechts:

„Reform des Beschlussmängelrechts – was kommt auf Aufsichtsräte zu?“, Der Aufsichtsrat 2026 (im Druck)

„Die Reform des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts – Förderung der Aktienkultur in Deutschland?“, NZG 2026, 775 ff.,

„Auswirkungen der Reform des aktienrechtl. Beschlussmängelrechts auf SchVG-Inhaberschuldverschreibungen“, BKR 2026, 596 ff.,

„Editorial: Karlsruhe locuta, causa non finita – HV-Beschlüsse im VW-Dieselskandal gehen in die nächste Runde“, NZG 2025, 1353 ff.

3 · DIE EINZELKLAGEBEFUGNIS ERHALTEN

Die Möglichkeit des einzelnen Aktionärs, einen rechtswidrigen Beschluss gerichtlich überprüfen zu lassen, ist kein historisches Relikt, sondern Teil der dezentralen Kontrolle börsennotierter Gesellschaften. Missbräuchliche Klagen müssen verhindert werden – die Antwort darauf sollte am Missbrauch ansetzen, nicht am legitimen Kläger. Quoren oder pauschale Einschränkungen der Klagebefugnis treffen institutionelle und private Minderheitsaktionäre gleichermaßen und reduzieren Kontrolle gerade dort, wo strukturell kein Mehrheitshebel vorhanden ist.

4 · FREIGABEVERFAHREN REFORMIEREN STATT RECHTSSCHUTZ VERDRÄNGEN

Transaktionssicherheit ist ein legitimes Ziel; Gesellschaften müssen Strukturmaßnahmen durchführen können, ohne über Jahre in Rechtsunsicherheit zu bleiben. Das Freigabeverfahren sollte deshalb Bestandteil einer Reform sein. Aus Investorensicht darf es aber nicht dazu führen, dass wirtschaftliche Vollzugsinteressen praktisch jede Rechtsverletzung überwiegen. Ein effizientes Verfahren benötigt klarere Maßstäbe, schnellere Entscheidungen und wirksamen Rechtsschutz auf beiden Seiten.

GESETZGEBUNG · BMJ

Unser Partner Dr. Marc Liebscher begleitet die Reformdiskussion als Mitglied einer 9-köpfigen Expertenrunde des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJ).

INVESTOR IMPLICATION

Für Investoren ist die geplante AktG-Reform keine abstrakte aktienrechtliche Debatte. Ihre Ausgestaltung entscheidet darüber, wie Aktionäre ihre Informations- und Kontrollrechte künftig wirksam durchsetzen können. Aktionäre sollten eine HV nicht nur als Abstimmungstermin betrachten. Entscheidend sind die Qualität der Einberufung und der Beschlussvorschläge, die Informationsgrundlage, die Beantwortung wesentlicher Fragen sowie die rechtzeitige Dokumentation möglicher Rechtsverletzungen. Denn Investor Rights beginnen nicht erst mit einer Klage. Sie beginnen mit der Frage, ob eine Entscheidung rechtmäßig vorbereitet und auf informierter Grundlage getroffen worden ist.

LIEBSCHER VIEW

Aktionärsschutz ist kein Hemmnis für die AktG-Reform – er ist ihr Maßstab.

Das Beschlussmängelrecht sollte Rechtssicherheit durch präzisere Tatbestände und differenziertere Rechtsfolgen schaffen. Was es nicht tun sollte: den Aktionär zum stillen Dulden rechtswidriger HV-Beschlüsse zwingen.

HV-Beschlussanfechtung: 99 %ige Zustimmung heilt keinen Einberufungsmangel

BGH, Urt. v. 30.09.2025 – II ZR 154/23 · Vorinstanz: OLG Celle, 29.11.2023 – 9 U 93/22 · NJW 2026, 160 · ZIP 2025, 2618

KERNAUSSAGE

Die Angabe der wesentlichen Vertragsinhalte nach § 124 Abs. 2 Satz 3 AktG und freiwillige Zusatzangaben ersetzen nicht die Angabe des Beschlussgegenstands in der HV-Einberufung; eine pauschale

Bezugnahme genügt nicht. Der Zustimmungsbeschluss zum Deckungsvergleich ist deshalb für nichtig erklärt. Über die Haftungsvergleiche entscheidet das Berufungsgericht erneut.

DER FALL

Die beklagte Volkswagen AG hatte im Zuge der Aufarbeitung der Motorsteuerungs-Manipulationen Haftungsvergleiche mit zwei ehemaligen Organmitgliedern und mit den D&O-Versicherern einen Deckungsvergleich über rund 270 Millionen Euro geschlossen. Sie verpflichtete sich zudem, versicherte Personen künftig dauerhaft nicht in Anspruch zu nehmen; Ansprüche, bei denen seit Entstehung noch keine drei Jahre abgelaufen waren, blieben nach § 93 Abs. 4 S. 3 AktG ausgenommen.

In der virtuellen Hauptversammlung vom 22. Juli 2021 wurden die Vorschläge nach Beantwortung von 640 vorab eingereichten Fragen mit jeweils über 99 % angenommen; die Kläger erklärten Widerspruch zur Niederschrift.

DIE ENTSCHEIDUNG

Der BGH differenziert. Der Beschluss über den Deckungsvergleich ist für nichtig erklärt, weil sein Gegenstand – insbesondere der weitreichende Verzicht auf künftige Inanspruchnahme – in der Einberufung nicht ordnungsgemäß bezeichnet war. Eine Kurzbeschreibung, der abgedruckte Vertragswortlaut und ein Bericht der Verwaltung ersetzen das nicht. Die Mehrheit spielt dafür keine Rolle.

Die Haftungsvergleiche sind zurückverwiesen. Weil die Vergleichspartner zugleich Aktionäre waren, stellte sich die Frage der verdeckten Ausschüttung;

maßgeblich ist der Drittvergleich – hätte ein gewissenhafter Geschäftsleiter das Geschäft auch mit einem Nichtgesellschafter geschlossen. Eine umfassende Inhaltskontrolle der Angemessenheit findet dagegen nicht statt, nur eine Missbrauchskontrolle. Zur Dreijahresfrist gilt: Entstanden ist der Anspruch mit der Pflichtverletzung und der ersten Schadensposition, auch für Folgeschäden.

WAS DARAUS FOLGT

- **Die Tagesordnung muss den Kern nennen.** Wesentliche Vertragsinhalte gehören bei der HV-Einladung in den Beschlussgegenstand, nicht in Anlagen.
- **Mehrheit heilt keinen Verfahrensmangel.** Über 99 Prozent Zustimmung ersetzen weder Einberufung noch Informationsrechte der Minderheit.
- **Organvergleiche mit Aktionären sind heikel.** Ist der Partner zugleich Aktionär, ist der Drittvergleich zu führen – sonst droht der Vorwurf verdeckter Ausschüttung.
- **Angriffspunkt ist das Verfahren.** Für den Beschlussinhalt gilt nur Missbrauchskontrolle.

EINORDNUNG

Die Entscheidung macht HV-Verfahrensrechte zu einem Teil der Deal-Governance. Bei großvolumigen Vergleichen müssen Investoren erkennen können, worüber sie abstimmen. Hohe Zustimmungsquoten senken dieses Schutzbedürfnis nicht.

HINWEIS

Die SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. war Streithelferin der Kläger im VW-Verfahren; unser Partner Dr. Marc Liebscher gehört ihrem Vorstand an. Nach neuen Beschlüssen der HV 2026 hat die SdK erneut Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage erhoben.

CASE LAW VIRTUELLE HAUPTVERSAMMLUNG

Aktionärsrechte: Verletzung des Fragerechts durch (De-)Funktion des HV-Frageportals

OLG München, Beschl. v. 18.05.2026 – 23 U 3938/23 · Vorinstanz: LG München I, 07.09.2023 – 5 HK O 3385/22 · NZG 2026, 1004 · MDR 2026, 999

Kernaussage

Eine AG, die die Copy-und-Paste-Funktion im Frageportal ihrer virtuellen Hauptversammlung bewusst deaktiviert, verletzt das Aktionärs-Fragerecht. Derselbe Mangel schlägt aber auf die von Aktionären

begehrte positive Beschlussfeststellung durch: Nicht klagende Aktionäre können ihn per Nebenintervention noch in zweiter Instanz einwenden.

Der Fall

In der virtuellen Hauptversammlung vom 18. März 2022 mussten Fragen vorab über ein Internetportal eingereicht werden. Die Copy-und-Paste-Funktion war deaktiviert, worauf nur im Portal selbst hingewiesen wurde. Zwei Aktionäre fochten die Ablehnungsbeschlüsse an – es ging um Sonderprüfer, um Ansprüche nach § 147 AktG samt Besonderem Vertreter und um ein Verfahren nach § 148 AktG – und verlangten festzustellen, dass die Beschlüsse mit gegenteiligem Inhalt gefasst worden seien.

Das Landgericht gab den Anfechtungsklagen statt, wies die positiven Beschlussfeststellungsklagen aber ab. Nur dagegen richtete sich die Berufung; die Großaktionärin trat in zweiter Instanz auf Seiten der Gesellschaft bei.

Die Entscheidung

Das OLG München bestätigt den Mangel: Die Gestaltung verstieß gegen § 1 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 COVMG in Verbindung mit § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG. Der Anfechtungsausschluss des § 1 Abs. 7 COVMG greift nicht, weil die Deaktivierung gezielt veranlasst wurde, um umfangreiche Fragenkataloge kurz vor Fristablauf zu verhindern – und damit auch sachgerechte lange Fragen unterbunden wurden.

Genau daran scheitert die Berufung. Die Beschlüsse, deren Feststellung die Kläger begehren, wären mit demselben Mangel behaftet. Diesen Grund hat die Nebenintervenientin wirksam geltend gemacht: Nicht klagende Aktionäre können ihn mit entgegengesetz-

tem Ziel auch noch in zweiter Instanz einwenden, ohne die Anfechtungsfrist zu wahren. Über die Zurückweisung einer Nebenintervention darf im Verfahren nach § 522 Abs. 2 ZPO durch Beschluss entschieden werden. Die Berufung wurde zurückgewiesen.

Was daraus folgt

- **Anfechtungserfolg ist nicht Beschlusserfolg.** Wer einen Ablehnungsbeschluss zu Fall bringt, hat den gewünschten Beschluss noch nicht.
- **Der Mangel wirkt in beide Richtungen.** Derselbe Fehler, der die Anfechtung trägt, kann die positive Feststellung verhindern – vorgetragen von der Gegenseite.
- **Die Gegenseite kann spät eintreten.** Nicht klagende Aktionäre können sich noch in der Berufungsinstanz beteiligen; die Anfechtungsfrist schützt davor nicht.
- **Auf § 118a AktG übertragbar.** Der Fall spielt zwar unter pandemierechtlichem Sonderrecht (COVMG), ist aber auch für die virtuelle HV nach neuem Recht relevant, § 118a AktG.

Einordnung

Für aktivistische Minderheiten ist das eine Warnung: Der Weg führt nur zum Ziel, wenn die begehrten Beschlüsse selbst mangelfrei zustande gekommen wären. Spiegelbildlich kann ein eigener Verfahrensfehler der Gesellschaft die Minderheit dauerhaft blockieren.

Investor Rights: Bilanzkontrolle als Frühwarnsystem

Bilanzrisiken beginnen für Investoren nicht mit einer Fehlerfeststellung der Bafin. Management-Kennzahlen, Anhangangaben, ungewöhnliche Transaktionen, Key Audit Matters und der Zeitpunkt von

Wertminderungen können eine Signalkette bilden, lange bevor eine Aufsichtsbehörde zu einem Ergebnis gelangt. Die Fälle Zalando, Gerresheimer und Jungheinrich zeigen drei Dimensionen desselben Problems.

Zalando: Die Information liegt in der Signalkette

Die Bafin hat bekannt gemacht, dass sie am 19. Juni 2026 eine Prüfung des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2025 und des zugehörigen Lageberichts eingeleitet hat. Nach der veröffentlichten Begründung bestehen konkrete Anhaltspunkte dafür, dass im Konzernanhang Angaben zu einer Transaktion mit einem nahestehenden Unternehmen im Zusammenhang mit dem Erwerb der ABOUT YOU Holding SE möglicherweise fehlerhaft unterlassen wurden.

Die Einleitung einer Bafin-Prüfung ist keine Fehlerfeststellung. Sie benennt eine Rechnungslegungsfrage, bei der die Aufsicht konkrete Anhaltspunkte für einen möglichen Verstoß sieht – nicht mehr.

Unabhängig davon und rechtlich davon zu trennen stand im Vorfeld der Hauptversammlung am 12. Mai 2026 die Darstellung der operativen Profitabilität zur Diskussion. Zalando bereinigt sein EBIT unter anderem um aktienbasierte Vergütungsaufwendungen und verwendet die bereinigte Kennzahl zugleich als Managementgröße. Der Einwand: Aufwendungen, die dauerhaft und integraler Bestandteil der Vergütung sind, sollten aus Investorensicht nicht den Charakter eines Sondereffekts erhalten.

Dabei ist eine Unterscheidung wichtig: **Das Adjusted EBIT ist keine IFRS-Bilanzposition.** Kritik an einer Steuerungskennzahl ist deshalb nicht der Vorwurf eines

fehlerhaften Konzernabschlusses. Relevant ist sie gleichwohl, weil zwischen den geprüften IFRS-Zahlen und den Kennzahlen, mit denen das Management seine Performance erklärt und gegebenenfalls seine Vergütung steuert, eine Wahrnehmungslücke entstehen kann.

PRAXIS · HAUPTVERSAMMLUNG ZALANDO

Dr. **Marc Liebscher** hatte im Vorfeld der Zalando-HV 2026 zwei strukturelle Governance-Fragen bei Vorstand und IR-Abteilung adressiert: die Bereinigung des EBIT um aktienbasierte Vergütung sowie die Transparenz und Interessenkonstellation rund um die ABOUT-YOU-Transaktion; beides vor Bekanntmachung der aufsichtsrechtlichen Prüfung und von ihr rechtlich unabhängig.

Die beiden Vorgänge dürfen nicht vermengt werden. Die Aufsicht prüft nicht die Kritik an einer Steuerungskennzahl, sondern eine konkrete Rechnungslegungsfrage im Anhang. Interessant ist deshalb nicht die Behauptung, frühere Governance-Kritik sei aufsichtsrechtlich „bestätigt“. Interessant ist, dass unterschiedliche Informationen auf ein gemeinsames Risikofeld zeigen können: **Wie vollständig, konsistent und interessenkonfliktfrei wird die wirtschaftliche Lage gegenüber Investoren dargestellt?**

Für Investoren liegt die Bedeutung dieser FISG-Reform in zeitlicher Vorverlagerung der Information. Ein Investor, der mit der eigenen Analyse erst auf abschließende Bafin-Fehlerbekanntmachung wartet, beginnt zu spät.

REGULIERUNG · FISG

Dass der Kapitalmarkt von einer Bafin-Prüfung überhaupt erfährt, ist Teil der Reaktion auf den Wirecard-Skandal. Seit dem Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) kann die Bafin bei Anhaltspunkten eine Rechnungslegungsprüfung selbst einleiten und soll Einleitung und Grund bekannt machen; weitere Verfahrensschritte kann sie veröffentlichen. Erst am Ende steht ggf. die Feststellung eines Rechnungslegungsfehlers nach § 109 WpHG.

Dr. **Marc Liebscher** hat die FISG-Reform als Sachverständiger des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages beraten.

Gerresheimer: Ein Key Audit Matter ist eine Risikokarte

Die Bafin hat ihre Prüfung des Konzernabschlusses 2024 ausgeweitet und zusätzlich eine Anlassprüfung des Halbjahresfinanzberichts 2025 eingeleitet. Im Raum stehen Fragen zu Wertminderungen, Risikodarstellungen und der Umsatzrealisierung aus Bill-and-Hold-Verträgen. Gerresheimer hat seine eigenen Untersuchungen inzwischen abgeschlossen, fehlerhafte Buchungen korrigiert und angekündigt, künftig auf diese Praxis zu verzichten.

Bemerkenswert ist etwas anderes: Der Abschlussprüfer hatte die Werthaltigkeit bestimmter Technologien und Geschäftswerte bereits zuvor im Bestätigungsvermerk als besonders wichtigen Prüfungssachverhalt – **Key Audit Matter** – hervorgehoben.

Ein Key Audit Matter beweist keinen Bilanzierungsfehler und verlangt vom Prüfer keine Prognose späterer wirtschaftlicher Entwicklungen. Er markiert aber einen Bereich, der wegen Komplexität, Schätzungsunsicherheit oder Prüfungsaufwand erhöhte Aufmerksamkeit verlangt hat. Für einen Investor ist ein Key Audit Matter deshalb **eine Risikokarte**.

Wird die Werthaltigkeit von Vermögenswerten wesentlich durch Managementprognosen zu Cashflows, Wachstum oder Diskontierung bestimmt, sollten Investoren diese Annahmen im Folgejahr weiterverfolgen. Kommt es sodann zu erheblichen Wertberichtigungen, stellt sich nicht automatisch eine Haftungsfrage – sehr wohl aber eine Analysefrage: **Was hat sich wann verändert?**

Jungheinrich: Bilanzierung ist auch Timing

Die Bafin hat im Juli 2026 eine Anlassprüfung des verkürzten Abschlusses zum 30. Juni 2025 und des Zwischenlageberichts eingeleitet. Im Mittelpunkt steht, ob die geplante Veräußerung des Russlandgeschäfts bereits zu diesem Stichtag einen Wertminderungsbedarf insbesondere bei Mietgeräten und Vorräten ausgelöst hatte. Das Unternehmen erklärt, die Wertminderung im

Juli 2025 vollständig erfasst zu haben; die Prüfung betreffe ausschließlich den **Zeitpunkt** der bilanziellen Erfassung.

Für Investoren ist dieser Unterschied nicht akademisch. Zwischen dem 30. Juni und wenigen Wochen später werden Aktien gekauft und verkauft, Portfolios bewertet und Investitionsentscheidungen getroffen. Die relevante Frage lautet deshalb nicht nur, ob der Aufwand irgendwann vollständig erfasst wurde, sondern: **Welches wirtschaftliche Bild hätte der Kapitalmarkt zu welchem Zeitpunkt erhalten müssen?**

VON DER PRÜFUNG ZUM ANSPRUCH

Eine Fehlerfeststellung nach § 109 WpHG ist selbst kein Anspruch auf Schadensersatz. Anlegeransprüche richten sich nach den allgemeinen Vorschriften; die Bafin-Feststellung kann für deren Nachweis aber erhebliche Bedeutung haben. Wie schwierig der Zugang zur Tatsachengrundlage ist, zeigt die Entscheidung zu den Handakten des Abschlussprüfers (S. 8) – und wo solche Ansprüche im Insolvenzfall stehen, die Wirecard-Doppelseite (S. 9).

INVESTOR CHECK:

5 FRAGEN AN FINANZBERICHTERSTATTUNG

01 Management-KPIs – Welche Aufwendungen werden aus Adjusted EBIT oder EBITDA herausgerechnet? Sind sie wirklich außergewöhnlich oder wiederkehrende wirtschaftliche Kosten?

02 Incentives – Werden dieselben Kennzahlen für die Vergütung verwendet? Entstehen Anreize, Performancedarstellung und Vergütungssystem in dieselbe Richtung zu optimieren?

03 Anhang und Related Parties – Welche wesentlichen Informationen stehen erst im Anhang? Gibt es Geschäfte mit nahestehenden Personen oder Governance-Konstellationen, die besondere Transparenz verlangen?

04 Auditor Signals – Welche Key Audit Matters nennt der Prüfer? Welche Bewertungsmodelle, Cashflow-Prognosen und Ermessensentscheidungen hat er als prüfungsintensiv identifiziert?

05 Timeline – Wann entstand das Risiko, wann wusste das Management davon, wann wurde der Kapitalmarkt informiert, und wann wurde die Entwicklung bilanziell sichtbar?

LIEBSCHER VIEW

Bilanzkontrolle ist für Investoren kein Ex-post-Sanktionsverfahren. Sie ist Teil eines Frühwarnsystems. Bilanzierung ist also nicht nur eine Frage des Betrags, sondern auch des Zeitpunkts.

Eine laufende Bafin-Prüfung beweist ebenso wenig einen Fehler wie ein Key Audit Matter eine Pflichtverletzung. Der Mehrwert liegt in der Verknüpfung der Signale – Kennzahlen, Anreize, Anhangangaben, Prüfungsschwerpunkte, Wertberichtigungen und deren zeitlicher Ablauf. Investoren müssen Bilanzfragen VOR Eintritt des Schadens analysieren, sonst übersehen sie relevante Risikosignale.

WIRECARD: Insolvenzverwalter erhält Zugang zu Prüfer-Handakten

BGH, Urt. v. 11.12.2025 – III ZR 438/23 · Vorinstanz: OLG Stuttgart, 12.12.2023 – 12 U 216/22 · ZIP 2026, 426 · WM 2026, 182

KERNAUSSAGE

Der Abschlussprüfungsvertrag ist Werkvertrag mit Geschäftsbesorgungscharakter. Daraus folgen Auskunfts- und Rechenschaftspflichten nach § 666 i.V.m. § 675 Abs. 1 BGB, die der Insolvenzverwal-

ter nach § 80 Abs. 1 InsO geltend macht – auch für eine forensische Sonderuntersuchung. Grenze ist die Verjährung: Sie beginnt mit Beendigung des Auftrags, unabhängig von Kenntnis.

DER FALL

Der Kläger ist Verwalter in den Insolvenzverfahren zweier WIRECARD-Gesellschaften. Die beklagte WP-Gesellschaft EY war seit 2009 Abschlussprüferin; für 2014 bis 2018 erteilte sie uneingeschränkte Bestätigungsvermerke, für 2019 versagte sie den Vermerk.

Zusätzlich war EY ab September 2016 mit einer forensischen Sonderuntersuchung beauftragt, die 2018 auf Betreiben des Vorstands abgebrochen wurde. Der Verwalter beabsichtigt, EY haftbar zu machen und verlangte Auskunft über den Inhalt der Handakten 2014 bis 2019, Einsicht in diese und in die Handakte der Sonderuntersuchung, Antworten zum Konzernabschluss 2016 und die Unterlassung einer Vernichtung.

DIE ENTSCHEIDUNG

Der BGH gibt dem Insolvenzverwalter überwiegend Recht. Die Prüfungsverträge sind Werkverträge mit Geschäftsbesorgungscharakter; der Prüfer unterliegt den Pflichten aus § 666 Fall 2 und Fall 3 BGB i.V.m. § 675 Abs. 1 BGB. Auch die Sonderuntersuchung folgt diesen Regeln, Umfang und Grenzen sind dokumentbezogen zu bestimmen.

Praxisrelevant ist die Verjährung. Der Rechenschaftsanspruch entsteht erst mit Beendigung des Auftrags, und mit ihr beginnt die 3jährige Frist; auf Kenntnis kommt es nicht an. Für die Prüfungen 2014 und 2015 waren die Ansprüche deshalb verjährt. Für die 2018

abgebrochene Sonderuntersuchung begann die Frist 2018 und endete Ende 2021; sie wurde durch eine Klageerweiterung im Oktober 2021 rechtzeitig gehemmt.

WAS DARAUS FOLGT

- **Kein eigenes Anlegerrecht.** Anspruchsinhaber ist die geprüfte Gesellschaft, in der Insolvenz ihr Verwalter. Aktionäre erhalten keinen Handaktenzugang.
- **Verjährung ist der Engpass.** Die Frist läuft ab Auftragsende, nicht ab Kenntnis vom Schaden. Wer erst nach dem Zusammenbruch fragt, droht für frühe Prüfungsjahre zu spät zu kommen.
- **Sonderuntersuchungen sind erfasst.** Auch forensische Mandate unterliegen der Rechenschaftspflicht, mit eigenem Verjährungsbeginn.
- **„Handakte“ heißt nicht Vollzugriff.** Der Umfang ist dokumentbezogen zu prüfen; Geheimhaltungs- und Eigeninteressen des Prüfers können ihn begrenzen.

EINORDNUNG

Die Entscheidung verbreitert die Tatsachengrundlage für Haftungsentscheidungen der Gesellschaft – und zeigt, wie schnell Informationsrechte gegen Abschlussprüfer verfallen, während Aufarbeitung noch läuft. Aktionäre müssen daher von Emittenten bzw. Verwalter zügige Rechtsdurchsetzung einfordern.

HINWEIS · WIRECARD-KAPMUG

Unser Partner Dr. Marc Liebscher ist Prozessbevollmächtigter des Musterklägers im Kapitalanleger-Musterverfahren in Sachen WIRECARD, BayObLG - 101 Kap 1/22.

Zwei Wege gegen die Emittentin und ihren Prüfer

KERNAUSSAGE

Zwei WIRECARD-Entscheidungen ordnen die Durchsetzung von Anlegerrechten ein. Der BGH stellt klar, dass kapitalmarktrechtliche Schadensersatzforderungen von Aktionären in der Insolvenz nicht den Rang einfacher Insolvenzforderungen nach § 38 InsO genießen. Das OLG Celle behandelt

(entgegen BayObLG – 101 Kap 1/22) den Bestätigungsvermerk auch nach dem bis Juli 2024 geltenden Recht als mögliche öffentliche Kapitalmarktinformation – Folge ist ein ausschließlicher Gerichtsstand am Emittenten-Sitz.

Aktionärsschäden treten hinter die einfachen Insolvenzforderungen zurück

BGH, Urt. v. 13.11.2025 – IX ZR 127/24 · Vorinstanz: OLG München, 17.09.2024 – 5 U 7318/22e (NZI 2024, 969) · ZIP 2025, 2959 · WM 2025, 2190

Eine Kapitalanlagegesellschaft hatte zwischen 2015 und Juni 2020 Wirecard-Aktien am Sekundärmarkt gekauft und zum großen Teil wieder verkauft. Sie meldete Schadensersatzansprüche über rd. 10 Mio. EUR als einfache Insolvenzforderungen nach § 38 InsO zur Tabelle an; bestritten wurde die Anmeldung vom Insolvenzverwalter und von der gemeinsamen Vertreterin der Anleihegläubiger.

Der Senat hebt das auf. Der Rang folgt nicht allein aus dem Bestehen eines zivilrechtlichen Anspruchs; maßgeblich ist die Nähe zur Eigenkapitalbeteiligung. Der Anspruch knüpft an den Aktienwerb an und betrifft die falsche Preisbildung für Eigenkapital, nicht eine davon losgelöste Drittgläubigerforderung. Dass Aktien vor Eröffnung veräußert wurden, ändert daran nichts. Welche Stufe des Nachrangs gilt, blieb offen: Die darauf gerichtete Widerklage des Verwalters war unzulässig.

WAS DARAUS FOLGT

- **Recovery neu bewerten.** Der Anspruch nimmt nicht im Rang der einfachen Insolvenzforderungen an der Masse teil – für die Bewertung in der Regel nahe null.
- **Stufe des Nachrangs offen.** Überschussverteilung nach § 199 S. 2 InsO oder Nachrang entspr. § 39 InsO.
- **Anleihe und Aktie kollidieren.** Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger hat die Aktionärsforderungen bestritten.

Bestätigungsvermerk kann öffentliche Kapitalmarktinformation sein

OLG Celle, Urt. v. 02.03.2026 – 20 U 3/26 · Vorinstanz: LG Hildesheim, 11.03.2025 – 3 O 402/23 · NZG 2026, 657 · ZIP 2026, 1060 · WM 2026, 784

Ein Wirecard-Aktionär verlangte von zwei Wirtschaftsprüfern Schadensersatz wegen der von ihnen unterzeichneten Bestätigungsvermerke für 2018. Die Vorinstanz wies die Klage nicht inhaltlich, sondern wegen fehlender örtlicher Zuständigkeit ab.

Das OLG Celle bestätigt im Ergebnis: Ein Bestätigungsvermerk ist nach seiner Auffassung eine öffentliche Kapitalmarktinformation, wenn er für viele Anleger bestimmt und gesetzlich offenzulegen ist; unerheblich sei, dass ihn die geprüfte Gesellschaft und nicht der Prüfer veröffentlicht. Damit greift § 32b ZPO. Der Senat weicht vom BayObLG ab, das stärker darauf abstellt, wem die Unterrichtung des Kapitalmarkts zuzurechnen ist. Die Revision ist nicht zugelassen.

WAS DARAUS FOLGT

- **Klageort früh prüfen.** Folgt das Gericht der Linie des OLG Celle, eröffnet der Wohnsitz des Anlegers keinen zusätzlichen Gerichtsstand; die Emittentin muss nicht mitverklagt werden.
- **KapMuG und Gerichtsstand trennen.** Ob Anspruch in Musterverfahren gehört und welches Gericht für Einzelklage zuständig ist, sind unterschiedliche Fragen.
- **Verweisung vorsorglich beantragen.** Im entschiedenen Fall noch in der Berufung möglich, aber mit zusätzlichen Kosten.

VERFAHRENSSTAND ZUM 15.08.2026

BGH – IX ZR 127/24: Verfassungsbeschwerde ist angekündigt.
OLG Celle – 20 U 3/26: Revision ist nicht zugelassen. Im Wirecard-Musterverfahren ist die Streitfrage nicht abschließend geklärt: BayObLG v. 28.02.2025 – 101 Kap 1/22 hat öffentliche Kapitalmarktinformation verneint, Rechtsbeschwerde beim BGH anhängig (III ZB 7/25).

Anleihehaber: Rechte nicht ohne Plan abgeben

Restrukturierungen verlangen Kompromisse. Für Anleihegläubiger ist entscheidend, wann aus einem sinnvollen Sanierungsbeitrag ein einseitiger Rechtsverzicht wird. Wer über Negativverpflichtungen, Kündigungsrechte oder die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters abstimmt, verändert den

wirtschaftlichen Wert und die Durchsetzbarkeit seiner Forderung. Deshalb gilt vor jeder Abstimmung: Erst Rechte und Alternativen bewerten, dann Gegenleistung und Finanzierung prüfen – und erst danach abstimmen.

1 · WELCHE RECHTE GEBEN WIR AUF?

Eine Negativverpflichtung kann verhindern, dass andere Finanzierer künftig besser besichert werden. Kündigungsrechte schaffen im Krisenfall Verhandlungsmacht. Covenants, Rang, Sicherheiten und Informationsrechte bestimmen, wie ein Investor auf eine weitere Verschlechterung reagieren kann.

Die erste Frage lautet deshalb nicht: Wie hoch ist der Haircut? Sondern: **Welche Rechtsposition wird verändert – und welchen Wert hat sie im Downside-Szenario?** Wird eine Negativverpflichtung ausgesetzt, um neue Aval- oder Kreditlinien zu ermöglichen, kann das für die Sanierung sinnvoll sein. Für Anleihegläubiger bedeutet es zugleich, dass andere Finanzierungen durch Sicherheiten gestärkt werden können – und der eigene Rang relativ schlechter wird.

2 · WAS BEKOMMEN BONDHOLDER DAFÜR?

Wer Rechte aufgibt, sollte wissen, welche Gegenleistung und welcher zusätzliche Recovery-Wert entstehen. Zu prüfen sind nicht nur Zinsen und Fälligkeiten, sondern Sicherheiten, Rang, Covenants, Informationsrechte und das Regime bei einem erneuten Default.

Vor allem muss die Alternative gerechnet werden: **Wie steht der Gläubiger mit dem vorgeschlagenen Plan gegenüber dem realistischen Insolvenz- oder Liquidationsszenario?** Häufig ist die erste Gegenleistung nichts als Zeit. Das kann genügen – aber nur, wenn diese Zeit an eine überprüfbare Bedingung geknüpft wird. Sanierungsfähigkeit und durchfinanzierter Sanierungsplan sind nicht dasselbe.

3 · WAS DER MEHRHEITSBESCHLUSS BEWIRKT

Anders als bei einer individuellen Vereinbarung entscheidet über Änderungen der Anleihebedingungen die Mehrheit – und der Beschluss bindet auch die Gläubiger, die dagegen gestimmt oder gar nicht teilgenommen haben. Wesentliche Änderungen wie die Herabsetzung der Hauptforderung, die Änderung der Fälligkeit, der Verzicht auf Sicherheiten oder die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters verlangen dafür eine qualifizierte Mehrheit von mindestens 75 Prozent der teilnehmenden Stimmrechte.

Daraus folgt eine praktische Konsequenz, die häufig übersehen wird: **Wer nicht teilnimmt, stimmt nicht mit Nein – er überlässt die Entscheidung den Anwesenden.** Bei niedriger Beteiligung entscheidet ein kleiner Teil des ausstehenden Kapitals über die Rechte aller. Wer eine Position wirksam verteidigen will, muss deshalb beides organisieren: die eigene Teilnahme und die Ansprache anderer Gläubiger.

PRAXIS · ABO ENERGY, ANLEIHE 2024/2029

Nach erheblichen Ergebnisverschlechterungen bat die Emittentin ihre Anleihegläubiger Anfang 2026 um Beiträge: Aussetzung der Negativverpflichtung, Verzicht auf Kündigungsrechte, Bestellung eines gemeinsamen Vertreters. Der Verlauf zeigt vier Mechanismen:

Quorum. Die Abstimmung ohne Versammlung erreichte die Stimmenmehrheit, verfehlte aber das Quorum von 50 % – rund 38 % beteiligten sich. In der zweiten Versammlung genügten 25 %; vertreten waren rund 48 %.

Gegenanträge. Beschlossen wurden mit über 99 % nicht die ursprünglichen Vorschläge, sondern die Gegenanträge der SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.; die Gesellschaft empfahl deren Annahme. Zum gemeinsamen Vertreter wählten die Gläubiger Rechtsanwalt Markus W. Kienle, der dem Vorstand der SdK angehört.

Bedingung. Der gemeinsame Vertreter sollte die Stillhaltevereinbarung nur abschließen, wenn ein Sanierungsgutachter zuvor die Durchfinanzierung bis zum 27.03.2026 bestätigt.

Befristung. Aussetzung der Negativverpflichtung gilt bis 31.12.2026.

4 · WER VERTRITT DIE BONDHOLDER?

Die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters ist keine organisatorische Formalie. Der Vertreter bündelt erhebliche Rechte der Gläubigergesamtheit; in der Insolvenz nimmt er die insolvenzspezifischen Rechte grundsätzlich allein wahr. Auswahl, Mandat, Vergütung, Ausstattung und Interessenkonflikte gehören deshalb zur ökonomischen Analyse, nicht in die Tagesordnung unter „Verschiedenes“.

Der BGH hat diese Governance-Dimension geschärft: Sachkunde allein genügt nicht, der Vertreter muss auch Gewähr bieten, seine Ressourcen im gemeinsamen Interesse der Gläubiger einzusetzen; Vergütung und Haftung dürfen mitgeregt werden (s. Case Law S. 12). Die Konsequenz für die Praxis: nicht nur über einen Namen abstimmen. Track Record, Ressourcen, Vergütungsmodell, Interessenkonflikte, Reporting und Abwicklungsprozesse gehören vor die Wahl.

5 · WIE BELASTBAR IST DIE FINANZIERUNG?

Die wichtigste Zahl eines Restrukturierungsplans ist nicht zwingend die Quote. Häufig wichtiger ist: Woher kommt das Geld? Der BGH hat das für das StaRUG zugespitzt – ist Insolvenzzreife eingetreten, trägt eine freiwillige, nicht hinreichend gesicherte Drittzahlung die erforderliche Erfolgswahrscheinlichkeit nicht (s. Case Law S. 13).

Finanzierungszusagen sind deshalb auf **Verbindlichkeit, Bedingungen, Fälligkeit, Rang und tatsächliche Verfügbarkeit** zu prüfen. Ein attraktiver Haircut nützt wenig, wenn die vorgesehene Liquidität nicht belastbar verfügbar ist. Umgekehrt lässt sich die Zustimmung an eine Bedingung knüpfen – etwa an die gutachterlich bestätigte Durchfinanzierung für den Stillhaltezeitraum. Wer zustimmt, ohne diese Verknüpfung zu verlangen, verschenkt den einzigen Moment, in dem er Verhandlungsmacht hat.

6 · ORGANISATION IST SELBST EIN VERMÖGENSWERT

Mehrheiten, Quoren und mögliche Sperrpositionen sollten früh analysiert werden. Das Schuldverschreibungsgesetz macht die zweite Runde zur entscheidenden: Verfehlt die erste Abstimmung das Quorum, kann in der zweiten Versammlung ein deutlich geringerer Anteil des ausstehenden Kapitals genügen. Wer erst am Abstimmungstag beginnt, andere Gläubiger zu suchen, hat einen Teil seiner Verhandlungsmacht bereits verloren – und ohne die Daten der Mitgläubiger ist Koordination kaum möglich (s. Case Law S. 12).

7 · WAS NACH DER ABSTIMMUNG NOCH MÖGLICH IST

Ein gefasster Beschluss ist nicht unangreifbar. Gegen Beschlüsse der Gläubigerversammlung ist die Anfechtung binnen eines Monats nach Bekanntmachung eröffnet – eine kurze Frist, die faktisch am Versammlungstag beginnt zu laufen. Wer eine Rechtsverletzung geltend machen will, muss deshalb bereits in der Versammlung Widerspruch erklären und dokumentieren: Welche Auskunft wurde verweigert, welcher Antrag wie behandelt, welche Vollmacht beanstandet.

Für die Praxis heißt das: **Die Vorbereitung der Abstimmung und die Dokumentation während der Abstimmung sind derselbe Vorgang.** Wer erst nach der Bekanntmachung prüft, ob sich ein Vorgehen lohnt, hat einen erheblichen Teil der Frist bereits verbraucht.

PRAXIS · BONDHOLDER-VERTRETUNG

Dr. **Marc Liebscher** vertritt Anleihegläubiger in Restrukturierungs- und Insolvenzverfahren und ist in mehreren Verfahren zum gemeinsamen Vertreter bestellt. Er veröffentlicht regelmäßig zum SchVG und zur Bondholder Governance:

„Auswirkungen der Reform des aktienrechtl. Beschlussmängelrechts auf SchVG-Inhaberschuldverschreibungen“, BKR 2026, 596 ff.,

„ABO Energy: Rechte abgeben ohne Plan? Warum Bondholder NEIN sagen müssen“, BondGuide vom 2. Februar 2026.

Dr. **Marc Liebscher** gehört dem Vorstand der SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. an.

LIEBSCHER VIEW

Rechte niemals ohne Plan abgeben.

Restrukturierung kann wirtschaftlich die bessere Alternative sein. Zustimmung ist aber kein Vertrauensvorschuss. Wer auf Kündigungsrechte, Covenants oder Sicherungspositionen verzichtet, sollte vorher wissen, welche Gegenleistung entsteht, wie belastbar die Finanzierung ist und wer die Interessen der Gläubiger anschließend durchsetzt. Bondholder verlieren Wert nicht nur, wenn ihnen Rechte fehlen – sondern auch, wenn vorhandene Rechte zu früh, unkoordiniert oder ohne belastbare Gegenleistung disponiert werden. Investor Rights beginnen nicht mit der Insolvenz, sondern mit Information, Organisation und der Qualität der Entscheidung vor der Abstimmung.

CASE LAW SCHVG · GEMEINSAMER VERTRETER

Anleihegläubiger: Wer den gemeinsamen Vertreter kontrolliert

Kernaussage

Zwei Entscheidungen ziehen die Grenzen der Macht des gemeinsamen Vertreters von Inhaberschuldverschreibungen. Der BGH klärt, wer das Amt übernehmen kann, wie er bezahlt wird und wann das Gericht

die Bestellung aufhebt. Das LG München I gibt dem einzelnen Gläubiger erstmals Anspruch auf die bekannten Daten seiner Mitgläubiger – ein umstrittenes Urteil.

Bestellung, Vergütung, Eignung

BGH, Beschl. v. 16.10.2025 – IX ZB 10/24 · Parallelentscheidung IX ZB 14/24 · Vorinstanz: LG München I, 23.02.2024 – 14 T 660/24 · WM 2025, 2182

Eine insolvente Immobiliengesellschaft hatte eine Anleihe über bis zu 75 Mio. Euro begeben. Nach Insolvenzeröffnung bestellten die Anleihegläubiger eine Schweizer Gesellschaft zur gemeinsamen Vertreterin, regelten deren Vergütung in Anlehnung an das RVG, gedeckelt auf 0,85 % der Schuldverschreibung, sowie eine Haftungsbegrenzung. Ein Gläubiger beantragte noch in der Versammlung die Aufhebung.

Der BGH hob auf und verwies zurück. Für Beschlüsse nach Insolvenzeröffnung gilt die Kontrolle nach § 78 InsO; das Gericht muss das gemeinsame Interesse prüfen und bei konkreten Anhaltspunkten von Amts wegen ermitteln. Die Bestellung ist auch ohne Ermächtigung in den Anleihebedingungen zulässig, ebenso die einer sachkundigen ausländischen juristischen Person; Vergütung und Haftung sind zulässige Annexentscheidungen. Der Korrekturpunkt: Sachkunde allein genügt nicht – Eignung verlangt auch die Gewähr, dass der Vertreter im Interesse der Gläubiger handelt.

WAS DARAUS FOLGT

- **Vertreterwahl ist Governance.** Unabhängigkeit, Track Record, Organisation und Interessenkonflikte gehören vor die Abstimmung.
- **Mehrheitsmacht hat Grenzen.** Auch ein formal zulässiger Beschluss kann aufgehoben werden, wenn die Bestellung die gemeinsamen Gläubigerinteressen deutlich und erheblich gefährdet.
- **Vergütung tätigkeitsbezogen prüfen.** Eine wertabhängige Bemessung nach dem RVG passt jedenfalls in Insolvenz nicht; in Betracht kommt Zeitvergütung.

Auskunft über die Mitgläubiger

LG München I, Urt. v. 02.10.2025 – 6 S 5046/25 · Revision zugelassen · nicht rechtskräftig · Vorinstanz: AG München – 142 C 24870/24 · ZIP 2026, 1185 NZI 2026, 221 · WM 2026, 340

Ein Zeichner von Schuldverschreibungen über 6.000 Euro verlangte vom gemeinsamen Vertreter Namen und Anschriften seiner Mitgläubiger. Der Vertreter lehnte ab: Er nehme nur die gemeinsamen Rechte wahr, verfüge über keine Liste, und Datenschutzrecht stehe entgegen. Das Amtsgericht wies ab.

Das LG München I gibt dem Kläger teilweise Recht und überträgt die Rechtsprechung zum Auskunftsanspruch des Gesellschafters einer Publikumsgesellschaft. Tragend ist der Verdrängungseffekt: Nach § 7 Abs. 2 Satz 3 SchVG wird der einzelne Gläubiger von der Ausübung seiner Rechte verdrängt. Schon zur Kontrolle, ob der Vertreter alle erforderlichen Maßnahmen ergriffen hat, braucht er Namen und Anschriften. Herauszugeben sind der Legitimationsteil des Teilnehmerverzeichnisses (§ 15 Abs. 2 Satz 2 SchVG) und die bekannten Daten jener Gläubiger, die den gV kontaktiert und einer Weitergabe nicht widersprochen haben (§§ 242, 666 BGB).

WAS DARAUS FOLGT

- **Koordination wird möglich.** Bekannte Kontaktdaten und Legitimationsverzeichnis können hinreichen, um eine Versammlung einzuberufen oder Ansprüche zu bündeln.
- **Kein Anspruch auf die vollständige Liste.** Bei frei handelbaren Anleihen kennt nur die Wertpapier-sammelverwahrstelle die Inhaber.
- **Instanz beachten.** Berufungsentscheidung eines Landgerichts mit ausdrücklich zugelassener Revision, nicht gefestigtes Recht.

CASE LAW STARUG · RESTRUKTURIERUNG · SANIERUNG

StaRUG: Ungesicherte Sanierungshoffnung trägt Fortsetzung nicht

BGH, Beschl. v. 23.04.2026 – IX ZB 18/25 · Vorinstanz: LG Düsseldorf, 25.03.2025 – 314c T 4/25 · ZIP 2026, 1669 · WM 2026, 1245

Kernaussage

Zeigt der Schuldner im StaRUG-Verfahren Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung an, ist die Restrukturierungssache aufzuheben; ein Absehen ist Ausnahme und steht im Ermessen des Gerichts. Hängt der

Erfolg von einer freiwilligen, nicht hinreichend gesicherten Zuzahlung eines Dritten ab, ist das Ziel nicht überwiegend wahrscheinlich. Darlegungslast trägt der Schuldner.

Der Fall

Eine Beteiligungsgesellschaft hielt nur Anteile an zwei insolventen Gesellschaften. Im November 2024 zeigte sie ein Restrukturierungsvorhaben nach StaRUG an. Der Planentwurf bildete zwei Gruppen mit je einem Gläubiger: eine Bankforderung aus Drittsicherheiten und eine Beratungsforderung. Für beide sah er eine Quote von 1 Prozent vor, finanziert aus dem Beitrag eines polnischen Unternehmens.

Die Gesellschaft zeigte Zahlungsunfähigkeit an und beantragte, von einer Aufhebung abzusehen. Das Restrukturierungsgericht hob dennoch auf, das LG wies die sofortige Beschwerde zurück.

Die Entscheidung

Die Rechtsbeschwerde bleibt erfolglos. Zunächst räumt der BGH zwei prozessuale Hürden aus: Weder der Wirkungsverlust der Anzeige noch der Ablauf der Sechsmonatsfrist nimmt dem Schuldner das Rechtsschutzinteresse – andernfalls wäre das gesetzliche Rechtsmittel wertlos.

Dem Gericht steht Ermessen zu, trotz angezeigter Insolvenzreife von einer Aufhebung abzusehen. Dabei korrigiert der BGH den Maßstab: Es ist zu fragen, ob die Eröffnung offensichtlich nicht im Gesamtinteresse der Gläubiger liegen würde. Hinzu kam die Größenordnung: Planquote und behauptete Insolvenzquote unterscheiden sich nur um einen Prozentpunkt, die zur Verteilung kommende Summe betrug 6.119,51

Euro – aufzubringen durch einen Drittbeitrag von 42.000 Euro, dokumentiert durch eine nicht unterzeichnete Erklärung. Folgt die Zahlungsunfähigkeit gerade aus der Fälligestellung einer Planforderung, ist der Erfolg nicht überwiegend wahrscheinlich, wenn er von einer freiwilligen, nicht gesicherten Zuzahlung abhängt.

Was daraus folgt

- **Planfinanzierung absichern.** Absichtserklärungen tragen in der akuten Krise nicht; eine nicht unterzeichnete Zusage ist wertlos.
- **Quotenvergleich belegen.** Das Gericht darf die Unsicherheit der Prognose gegen die Fortsetzung wenden.
- **Insolvenzreife verschiebt den Maßstab.** Danach ist die Aufhebung Regel, die Fortführung begründungsbedürftige Ausnahme – mit Darlegungslast beim Schuldner.
- **Fälligestellung wirkt.** Gläubiger können durch Fälligestellung einer Planforderung die Insolvenzreife und damit die Aufhebung auslösen.

Einordnung

Für Gläubiger erhöht die Entscheidung den Druck, Pläne belegbar finanzierbar zu gestalten. Eine niedrige Planquote kann besser sein als eine Insolvenzquote – nicht aber, wenn die Finanzierung auf einer unverbindlichen Zusage ruht.

Veröffentlichungen

Unser Partner Dr. Marc Liebscher ist Mitherausgeber und Co-Autor von: Handbuch Unternehmenssanierung, C.F. Müller Verlag, Heidelberg, 1. Aufl. 2012 u.w.;

Co-Autor von Krise und Insolvenz in: Rechtshandbuch Leitende Angestellte, Geschäftsführer und Vorstände – Arbeitsrecht, Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Verlag C.H.Beck, 2. Aufl. 2023.

Kontrollvertrag: „Formale Kontrolle“ ist keine Haftungsbefreiung

BGH, Urt. v. 18.06.2026 – III ZR 122/25 · Vorinstanz: OLG Hamburg, Beschl. v. 30.04.2025 – 3 U 117/21

KERNAUSSAGE

Ein Mittelverwendungskontrollvertrag kann Schutzwirkung zugunsten der Anleger entfalten, auch wenn er die Kontrolle auf formale Kriterien beschränkt und ein Treuhandverhältnis ausschließt. Maßgeblich ist

die Auslegung des gesamten Vertrags, nicht die Selbstbeschreibung. Der BGH hat eine Schutzwirkung nicht festgestellt, sondern zurückverwiesen.

DER FALL

Die Klägerin beteiligte sich im November 2008 an einem Fonds, dessen Gegenstand der Erwerb und die Verwaltung von Beteiligungen an geschlossenen Schiffsfonds war. Die beklagte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft war Mittelverwendungskontrollleurin und Abschlussprüferin der Fondsgesellschaft und der Anbieterin; der Kontrollvertrag war Bestandteil des Verkaufsprospekts.

Seine Präambel stellte klar, dass kein Treuhandverhältnis begründet werde und nur nach formalen Kriterien kontrolliert werde; der Prospekt wies auf das daraus folgende Risiko einer Fehlverwendung hin. Zugleich verlangte der Vertrag die Mitzeichnung der Kontrollleurin für Verfügungen über das Kontrollkonto, ihre Zustimmung zu Änderungen der Kontovollmachten und Zweitschriften aller Kontoauszüge. Die Klägerin machte geltend, die Konten seien mit Einzelzeichnungsbefugnis der Geschäftsführung eingerichtet worden.

DIE ENTSCHEIDUNG

Der BGH hebt auf und verweist zurück. Das Berufungsgericht hatte eine Schutzwirkung im Wesentlichen deshalb verneint, weil nur formale Kontrollpflichten bestanden. Das greift zu kurz: Der Vertrag ist in seiner Gesamtheit auszulegen. Mitzeichnungsrechte, Kontovollmachten und Berichtswege können für einen Anlegerbezug sprechen, auch wenn die Präambel das Gegenteil behauptet.

Hinzu kommt ein Verfahrensfehler: Das Berufungsgericht hatte der Klägerin keine Gelegenheit zu dem

angekündigten Vortrag gegeben. Dieser ist im Revisionsverfahren zu unterstellen – und aus ihm ergibt sich eine Pflichtverletzung: Die Kontrollleurin habe die ordnungsgemäße Einrichtung der Kontrollkonten nicht ausreichend überwacht und die Anleger nicht darauf hingewiesen, dass die Konten entgegen dem Vertrag Einzelzeichnungsbefugnisse der Geschäftsführung vorsahen. Das Berufungsgericht muss den Vertrag nun insgesamt bewerten.

WAS DARAUS FOLGT

- **Kontrollarchitektur lesen, nicht Überschriften.** Ob der Vertrag „formale Kontrolle“ verspricht, entscheidet nicht über seine Schutzwirkung. Der Vertrag ist in seiner Gesamtheit auszulegen.
- **Kontovollmachten sind ein Frühwarnpunkt.** Verlangt der Vertrag Mitzeichnung, ist zu prüfen, ob das Konto tatsächlich so eingerichtet wurde.
- **Selbstentlastung wirkt nicht automatisch.** Ein Abschluss des Treuhandverhältnisses bindet die Auslegung nicht.
- **Noch keine Haftung.** Schutzwirkung, Pflichtverletzung, Kausalität und Schaden bleiben offen.

EINORDNUNG

Die Entscheidung stärkt Kontrollmechanismen in Fondsstrukturen. Für Investoren heißt das: nicht fragen, ob ein Kontrolleur vorgesehen ist, sondern prüfen, welche Sperren der Vertrag verlangt – und ob sie eingerichtet wurden.

Polen und Ukraine: Warum Enforcement vor dem Investment beginnt

Gerät ein Schuldner in Polen oder in der Ukraine in die Krise, entscheidet über den Wert des Invests oder einer Forderung der Rahmen am Ort des Vermögens. Für Polen gilt das unionsrechtlich harmonisierte Regime der EU-

Insolvenzverordnung. Für die Ukraine gilt es nicht; dort greifen das autonome deutsche internationale Insolvenzrecht der §§ 335 ff. InsO und das, was vor dem Streit vertraglich vereinbart wurde.

Polen: Im EU-Rahmen, mit eigenen Fristen

Das polnische Insolvenzrecht ruht auf zwei Gesetzen – dem Restrukturierungsrecht in Kraft seit 01.01.2016 und dem Konkursrecht vom 28.02.2003. Daneben gilt die EU-Insolvenzverordnung unmittelbar. Für deutsche Investoren und Gläubiger heißt das: Ein in Polen eröffnetes Verfahren ist in Deutschland ohne Anerkennungsverfahren wirksam, und die Zuständigkeit folgt dem Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen des Schuldners (COMI) – nicht dem Sitz einer etwaigen deutschen Muttergesellschaft.

Praktisch relevanter als die Systemfrage sind zwei Details. Erstens die **Anmeldefrist von 30 Tagen**, die im Eröffnungsbeschluss bestimmt wird. Nach Bekanntmachung der Forderungsliste kann binnen zwei Wochen Einspruch erhoben werden; gegen die Entscheidung des Richter-Kommissars ist Beschwerde zum Konkursgericht statthaft; bleibt es bei der Ablehnung, kann der Gläubiger die Forderung nach Verfahrensabschluss gerichtlich geltend machen. Dinglich gesicherte Forderungen und Arbeitnehmerforderungen kommen von Amts wegen auf die Liste. Zweitens das **Landesregister der Verschuldeten** (Krajowy Rejestr Zadłużonych), seit 12.2021 das einheitliche Informationssystem für polnische Insolvenzverfahren und über das europäische System der verbundenen Insolvenzregister durchsuchbar. Wer Forderungen gegen polnische Schuldner hält, kann die Verfahrenseröffnung dort selbst beobachten.

BEDEUTUNG DER NOVELLE VON 2025

Am 25.07.2025 hat Polen ein Umsetzungsgesetz zur Richtlinie (EU) 2019/1023 verabschiedet, in Kraft seit 23.08.2025. Nach Mitteilung an die Kommission gilt nur

das Vergleichsbestätigungsverfahren als präventive Restrukturierung.

Für gesicherte Gläubiger ist eine Änderung einschneidend: **Dinglich gesicherte Gläubiger sind nicht mehr aus dem Vergleich ausgeschlossen**, sondern werden vollständig erfasst. Wer bisher darauf vertraute, dass eine Sicherheit ihn aus dem Restrukturierungsvergleich heraushält, muss neu rechnen.

Hinzu kommt der gruppenübergreifende Cram-down: Der Vergleich gilt auch dann als angenommen, wenn die zustimmenden Gläubiger 50 % der Forderungssumme der Abstimmenden ausmachen und entweder eine Gruppenmehrheit zustimmt, darunter eine Gruppe privilegierter oder gesicherter Gläubiger, oder mindestens eine Gruppe, die im Konkursfall noch eine Befriedigung erhalte. Es gilt der absolute Vorrang. Die Gruppenbildung ist obligatorisch, sobald dinglich gesicherte Gläubiger vorhanden sind.

Polen verfügt damit in wichtigen Punkten über eine dem StaRUG vergleichbare klassenbasierte Cram-down-Mechanik; identisch sind die Systeme nicht. Für Kreditinvestoren verschiebt sich die Arbeit nach vorn: **Seit 2025 entscheidet der Sicherungswert stärker über die Verhandlungsmacht**. Zu prüfen sind ihr Wert im Insolvenzscenario, die Gruppenzuordnung und das Abschneiden des Vergleichs gegenüber dem Alternativscenario. Dafür ist ein Befriedigungstest durchzuführen; ein widersprechender Gläubiger kann sich darauf berufen, dass ihn der Vergleich schlechter stellt als ein Konkursverfahren (deutsche Parallele, s. S. 13).

MÜKO-LÄNDERBERICHT · POLEN

Dr. Marc Liebscher ist Co-Autor von: „Länderbericht Polen“ im „Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung“, Band 4, C.H.Beck, 5. Auflage 2026 (im Druck).

Ukraine: Enforcement muss vor Streit strukturiert werden

Für die Ukraine gilt das Regime der EU-InsVO nicht. Das bedeutet aber nicht Wirkungslosigkeit: Nach § 343 InsO wird die Eröffnung eines ausländischen Insolvenzverfahrens in Deutschland grundsätzlich anerkannt – vorbehaltlich der Zuständigkeits- und Ordre-public-Ausnahmen –, die Wirkungen richten sich nach § 335 InsO nach dem Recht des Eröffnungsstaates, und nach § 352 InsO kann ein in Deutschland anhängiger Rechtsstreit unterbrochen werden. Für die Vollstreckung einzelner ausländischer Entscheidungen kann ein Vollstreckungsurteil erforderlich sein.

Umgekehrt fehlt der Automatismus: Ein deutsches Urteil wird in der Ukraine nicht ohne Weiteres wirksam. Anerkennung und Vollstreckung richten sich nach ukrainischem Recht auf vertraglicher Grundlage oder nach dem Gegenseitigkeitsprinzip. Wer erst nach Eintritt der Krise über Durchsetzung nachdenkt, verhandelt deshalb über Anerkennung – mit ungewissem Ausgang.

Daher sollten tragfähige Mechanismen vor dem Streit vereinbart werden. Dabei sind zwei Ketten zu unterscheiden, die unterschiedlichen Regeln folgen.

COMMERCIAL ENFORCEMENT · PRIVATRECHTLICHES RISIKO

Vertrag › Schiedsklausel › Schiedsspruch › New Yorker Übereinkommen › Vollstreckung ins Vermögen. Deutschland und die Ukraine sind Vertragsstaaten des Übereinkommens von 1958 über die Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Schiedssprüche. Dieser Weg ist von der Anerkennungspraxis für staatliche Urteile unabhängig – entscheidend ist, wo werthaltige Vermögensgegenstände belegen sind.

INVESTMENT PROTECTION · STAATLICHES RISIKO

Geschützte Investition › staatliche Maßnahme › deutsch-ukrainischer Investitionsschutzvertrag › Investor-Staat-Schiedsverfahren. Für qualifizierende deutsche Investitionen kann neben dem Vertragsrecht ein unmittelbarer völkerrechtlicher Anspruchs- und Schiedsweg gegen den Gaststaat eröffnet sein. Nicht jeder Projektausfall ist jedoch ein Investitionsschutzfall: Erforderlich sind eine geschützte Investition, ein geschützter Investor und eine dem Staat zurechenbare Verletzung eines Vertragsstandards.

KRIEGSSCHÄDEN SIND KEIN AUTOMATISMUS

Der Investitionsschutzvertrag enthält eine Klausel zu Schäden infolge von Krieg, bewaffneten Auseinandersetzungen, Notstand oder Aufruhr. Sie garantiert keine pauschale Entschädigung jedes Kriegsschadens, sondern eine Behandlung, die nicht ungünstiger ist als die eigener Investoren hinsichtlich Erstattung, Entschädigung und vergleichbarer Leistungen. Für die rechtliche Einordnung staatlicher Entschädigungs- und Wiederaufbaumaßnahmen kann das erhebliche Bedeutung haben.

PRÜFPUNKT	POLEN	UKRAINE
Gerichtstitel	Brüssel Ia: Anerkennung ohne Exequatur	Anerkennung nach ukrainischem Recht oder Gegenseitigkeit
Insolvenz	EuInsVO, COMI, Register KRZ	§§ 335 ff., 343 InsO auf deutscher Seite
Restrukturierung	Restrukturierungsrecht, Klassen und Cram-down	Nach lokalem Recht, im Einzelfall zu prüfen
Sicherheiten	Seit 2025 vom Vergleich erfasst	Wert hängt an Belegenheit und Verwertbarkeit
Staatliches Risiko	EU-Rechtsrahmen	Investitionsschutzvertrag, Schiedsverfahren

MÜKO-LÄNDERBERICHT · UKRAINE

Dr. Marc Liebscher ist Co-Autor von „Länderbericht Ukraine“ im „Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung“, Band 4, C.H.Beck, 3. Auflage 2016;

IMPRESSUM UND ANBIETERKENNZEICHNUNG

HERAUSGEBER UND VERLEGER

LIEBSCHER Rechtsanwälte Partnerschaftsgesellschaft mbB

Hohenzollerndamm 123, 14199 Berlin · Telefon +49 331 6010 76 10 ·
info@liebscher.com · liebscher.com

REGISTER UND VERTRETUNG

Partnerschaftsregister des Amtsgerichts Charlottenburg, PR 1893 B. Vertretungsberechtigt: Rechtsanwalt Dr. Marc Liebscher, LL.M. (CUA), und Rechtsanwältin Anna Liebscher.

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer gemäß § 27a UStG: DE460137692

REDAKTIONELLE VERANTWORTUNG

Verantwortlich gemäß § 18 Abs. 2 MStV: Dr. Marc Liebscher, LL.M. (CUA), Anschrift wie oben.

BERUFSRECHTLICHE ANGABEN

Berufsbezeichnung Rechtsanwältin bzw. Rechtsanwalt, verliehen in der Bundesrepublik Deutschland.

Zuständige Kammern: Rechtsanwaltskammer Berlin, Littenstraße 9, 10179 Berlin (Dr. Marc Liebscher, PartGmbH); Rechtsanwaltskammer des Landes Brandenburg, Grillendamm 2, 14776 Brandenburg an der Havel (Anna Liebscher).

Maßgebliche Regelungen: BRAO, BORA, RVG, FAO, EuRAG, CCBE-Berufsregeln; abrufbar über brak.de.

BERUFSSHAFTPFLICHTVERSICHERUNG

AXA Versicherung AG, Colonia-Allee 10-20, 51067 Köln.

Räumlicher Geltungsbereich: gesamtes EU-Gebiet und Staaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum.

VERBRAUCHERSTREITBEILEGUNG

LIEBSCHER Rechtsanwälte Partnerschaftsgesellschaft mbB ist nicht gesetzlich verpflichtet, ist jedoch bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor der Schlichtungsstelle der Rechtsanwaltschaft teilzunehmen.

Schlichtungsstelle der Rechtsanwaltschaft, Rauchstraße 26, 10787 Berlin, www.schlichtungsstelle-der-rechtsanwaltschaft.de

REDAKTIONELLER HINWEIS

Allgemeine Information, keine Rechtsberatung im Einzelfall, kein Mandatsverhältnis. Angaben zu laufenden Verfahren bezeichnen den Stand zum Redaktionsschluss, nicht den Ausgang. © 2026 LIEBSCHER Rechtsanwälte PartGmbH, Berlin; unveränderte Weitergabe gestattet.