

## 5. Teil Sonderformen

### § 20 Initial Coin Offerings (ICOs)

<b>I. Einführung und wirtschaftliche Bedeutung</b> .....	20.1	<b>2. Prospektpflicht nach WpPG und ProspektVO</b> .....	20.66
<b>II. Begriff und technischer Hintergrund</b>		a) Öffentliches Angebot innerhalb der EU .....	20.67
<b>1. Begriff</b> .....	20.3	b) Wertpapiere .....	20.70
<b>2. Blockchain/Distributed Ledger Technology</b> .....	20.5	aa) Formelle Anforderungen .....	20.71
<b>3. Wallet</b> .....	20.12	bb) Materielle Anforderungen	20.74
<b>4. Smart Contracts</b> .....	20.16	(1) Investment Token ....	20.75
<b>5. Coins und Token</b>		(2) Utility Token .....	20.78
a) Allgemeines .....	20.21	(3) Currency Token ....	20.80
b) Typen von Token .....	20.26	c) Ausnahmen von der Prospektpflicht .....	20.81
aa) Investment Token .....	20.27	d) Inhalt des Prospekts und Rechtsfolgen .....	20.86
bb) Utility Token .....	20.29	<b>3. Prospektpflicht nach dem VermAnlG</b>	
cc) Currency Token .....	20.32	a) Anwendbarkeit .....	20.91
dd) Mischformen .....	20.33	b) Vermögensanlage .....	20.93
ee) Non-Fungible Token ....	20.34	c) Ausnahmen von der Prospektpflicht .....	20.96
ff) Charity Token .....	20.35	d) Inhalt des Prospekts und Haftung .....	20.99
<b>III. Typischer Ablauf, Chancen und Risiken eines ICO</b>		<b>4. Regulierung nach dem KAGB</b> ...	20.101
<b>1. Typischer Ablauf eines ICO</b> .....	20.36	<b>5. Das Sonderrecht des eWpG</b> .....	20.109
a) White Paper .....	20.37	<b>6. ICOs und die MAR</b> .....	20.113
b) Pre-Sale .....	20.38	<b>7. ICOs und die MiCAR</b> .....	20.115
c) Vorbereitung des ICO .....	20.41	<b>8. Geldwäscherecht</b> .....	20.120
d) Eigentlicher ICO .....	20.44	<b>9. Rechtsvergleich (USA)</b> .....	20.124
<b>2. Vor- und Nachteile eines ICO aus Sicht des Emittenten</b> .....	20.50	<b>VI. Ausgewählte Rechtsfragen zum Emittenten und zum Zeichnungsvertrag</b>	
<b>3. Vorteile und Risiken eines ICO aus Sicht der Investoren</b> .....	20.52	<b>1. Rechtsform des Emittenten</b> .....	20.129
<b>4. Weitere Entwicklung</b> .....	20.58	<b>2. Vertragsschluss, Einbeziehung der Emissionsbedingungen und Formfragen</b> .....	20.131
<b>IV. Zivilrechtliche Einordnung der Token</b>		<b>3. Inhaltskontrolle; anwendbares Recht</b> .....	20.135
<b>1. Anwendbares Recht</b> .....	20.59	<b>4. Weitere Finanzierungsrunden, nachträgliche Änderung, Liquidation</b> .....	20.138
<b>2. Currency Token</b> .....	20.60		
<b>3. Utility Token</b> .....	20.61		
<b>4. Investment Token</b> .....	20.62		
<b>5. Übertragung und gutgläubiger Erwerb</b> .....	20.63		
<b>V. Aufsichtsrecht und Regulatorik</b>			
<b>1. Überblick</b> .....	20.64		

<p><b>VII. Ausgewählte Rechtsfragen zu einzelnen Arten von Investment Token</b> . . . . . 20.141</p> <p><b>1. Eigenkapital</b></p> <p>    a) Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) . . . . . 20.142</p> <p>    b) Aktiengesellschaft (AG) . . . . . 20.147</p> <p>    c) Personengesellschaften, insbesondere Sonderfall „The DAO“ . . . . . 20.148</p> <p>    d) Limited Liability Wrapper . . . . . 20.152</p> <p><b>2. Fremdkapital</b> . . . . . 20.155</p> <p>    a) Rangrücktritt . . . . . 20.156</p> <p>    b) Regulatorische Anforderungen . . . . . 20.157</p> <p><b>3. Genussrechte</b> . . . . . 20.160</p> <p><b>VIII. Grundzüge der Besteuerung in Deutschland</b></p> <p><b>1. Umsatzsteuer</b> . . . . . 20.163</p>	<p><b>2. Steuerfragen des Emittenten</b></p> <p>    a) Steuerpflicht im Inland . . . . . 20.166</p> <p>    b) Bilanzielle und ertragsteuerliche Behandlung . . . . . 20.169</p> <p><b>3. Bilanzielle und ertragsteuerliche Behandlung beim Investor</b></p> <p>    a) Unbeschränkte Steuerpflicht im Inland . . . . . 20.172</p> <p>        aa) Betriebsvermögen . . . . . 20.173</p> <p>        bb) Privatvermögen . . . . . 20.177</p> <p>    b) Beschränkte Steuerpflicht . . . . . 20.181</p> <p><b>4. Ausgabe von Token an Mitarbeiter und Unterstützer</b> . . . . . 20.182</p> <p><b>5. Sonderfall „Mining“, insbesondere von Bitcoins</b> . . . . . 20.183</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Schrifttum:** *Annunziata*, Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings, ECFR 2020, 129; *Arendt/Friedberg*, Was lange währt, wird endlich... BMF äußert sich zur Ertragsbesteuerung von Kryptowerten, RD 2022, 273; *Arndt*, Bitcoin-Eigentum, 2022; *Atici*, Bitcoin und Blockchain: A Threat or Opportunity for the Financial System, Eur. J. Econ. Bus. Stud. 4 (2018), 103; *Auffenberg*, Bitcoin als Rechnungseinheiten – Eine kritische Auseinandersetzung mit der aktuellen Verwaltungspraxis der BaFin, NVwZ 2015, 1184; *Bachmann*, Das Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts, NJW 2021, 3073; *Bauerfeind/Hille*, Ein Blick auf das Finanzmarktdigitalisierungsgesetz, ZRP 2024, 9; *Baur*, Die gesellschaftsrechtliche Außenhaftung für die Verbindlichkeiten von Decentralized Autonomous Organizations, 2021; *Behmel/Zickgraf*, Zivil- und gesellschaftsrechtliche Aspekte von Initial Coin Offerings (ICOs), ZfPW 2019, 66; *Behringer*, Management: Regulierungsansätze für Kryptowerte weltweit, ZRFC 2023, 7; *Berger*, Nachhaltig – Pro & Contra: Nachhaltigkeit von Bitcoins – Wie nachhaltig ist die Kryptowährung tatsächlich?, KlimaRZ 2023, 163; *Bergt*, Token als Wertrechte – Token Offerings und dezentrale Handelsplätze, 2020; *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, Initial Coin Offerings: Kryptowährungen als Wertpapier oder Vermögensanlage?, WM 2018, 2218; *Biberacher*, Kryptotoken und Geldwäsche, 2023; *Bieg/Borchardt/Frind* (Hrsg.), Unternehmenssanierung und Betriebsfortführung, 2021; *Birne*, Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-Token, 2023; *Bokari*, Die Blockchain-Kapitalgesellschaft, 2023; *Borkert*, Crowdfunding goes Blockchain, Teil 1: Einordnung und rechtliche Rahmenbedingungen von Tokensales, insb. Initial Coin Offerings, ITRB 2018, 39; Teil 2: Gesellschaftsrechtliche und regulatorische Aspekte bei der Unternehmensfinanzierung mittels Initial Coin Offerings, ITRB 2018, 91; *Braegelmann/Kaulartz* (Hrsg.), Rechtshandbuch Smart Contracts, 2019; *Breidenbach/Glatz* (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, 2. Aufl. 2021; *Breithaupt/Ottersbach* (Hrsg.), Kompendium Gesellschaftsrecht, 2020; *Buhl*, Die dingliche Zuordnung von Kryptowerten im Kollisionsrecht, RD 2024, 74; *Buck-Heeb*, Whitepaper-Haftung nach MiCAR, BKR 2023, 689; *Bunjes* (Hrsg.), UStG, 22. Aufl. 2023; *Casper*, Das Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZHR 187 (2023), 5; *Casper/Richter*, Die elektronische Schuldverschreibung – eine Sache?, ZBB 2022, 65; *Chatard/Mann*, Initial Coin Offerings und Token-Handel im funktionalen Rechtsvergleich, NZG 2019, 567; *Cohney/Hoffman/Sklaroff/Wishnick*, Coin-Operated Capitalism, Colum. L. Rev. 119 (2019), 591; *Corbet* (Hrsg.), Understanding Cryptocurrency Fraud, 2022; *d’Avoine/Hamacher*, Kryptowährungen im Insolvenzverfahren – Sicherung, Behandlung, Verwertung und mehr, ZIP 2022, 6; *Denga*, Die e-Aktie, AG 2024, 137; *Denga*, Non-Fungible Token im Bank- und Kapitalmarktrecht, BKR 2022, 288; *Denga*, Transaktionsgebühren der Blockchain, ZBB 2022, 298; *Drögemüller*, Blockchain-Netzwerke und Krypto-Token im Internationalen Privatrecht, 2023; *Egermann/Kraft/Schirmer*, Belegschaftsaktienprogramme gemäß § 3 Nr. 39 EStG idF des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, DStR 2024, 1; *Eichmeier*, Zur Anwendung sachenrechtlicher Vorschriften

## I. Einführung und wirtschaftliche Bedeutung

- 20.1 ICOs haben im letzten Jahrzehnt eine **erhebliche wirtschaftliche Bedeutung** erlangt. Der erste ICO wurde im Jahr 2013 von Mastercoin<sup>1</sup> durchgeführt, gefolgt von dem ICO von Ethereum in 2014<sup>2</sup>. Bereits im Jahr 2016 wurden über ICOs Mittel in einem geschätzten Umfang von ca. 257 Mio. US-Dollar eingesammelt, im ersten „Boomjahr“<sup>3</sup> 2017 geschätzte 6,4 Mrd. und im Jahr 2018 sogar rund 21 Mrd. US-Dollar. 2019 ging das Volumen dann auf 1,5 Mrd. US-Dollar zurück, ehe es in 2020 nur noch 20,5 Mio. US-Dollar betrug<sup>4</sup>. Zugleich handelt es sich seit jeher um eine **globale Erscheinung**: Nach einer Studie aus dem Jahr 2019 ließ sich zwar in ca. 5 % der Fälle das Herkunftsland nicht ermitteln, die verbleibenden ICOs kamen aber aus allen Kontinenten inklusive Afrika und dem pazifischen Raum, ca. 30 % der ICOs stammten aus Europa<sup>5</sup>. Gerade den Staaten des globalen Südens wird in diesem Bereich ein erhebliches Entwicklungspotenzial zugeschrieben<sup>6</sup>.
- 20.2 Um dieses Phänomen herum hat sich eine **gesamte Infrastruktur** entwickelt: Es existieren zahlreiche Internet-Plattformen, die ICOs auflisten<sup>7</sup>, etliche „Kryptobörsen“<sup>8</sup> für den Handel mit den begebenen „Token“ (Rz. 20.21 ff.) sowie Rechtsanwälte und andere Dienstleister, die sich schwerpunktmäßig mit den zugehörigen Rechtsfragen befassen<sup>9</sup>. Auch das rechtswissenschaftliche Schrifttum bordet seit einiger Zeit geradezu über<sup>10</sup>. Was **Kryptobörsen** im Besonderen betrifft, sind diese freilich in letzter Zeit aufgrund von Betrugsskandalen in Verruf geraten<sup>11</sup>, die etwa in der medienwirksamen Verurteilung des FTX-Gründers *Sam Bankman-Fried* einen Höhepunkt fanden<sup>12</sup>. In Deutschland ist die Anzahl an Kryptobörsen noch gering, wobei zuletzt vor allem die Handelsplattform „Bison“ im Fokus stand, die von der Börse Stuttgart – als traditioneller Wertpapierbörse – unterhalten wird<sup>13</sup>.

1 Später umbenannt in „Omni“.

2 *Spindler/Hubert* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 27 Rz. 54; *Gurrea-Martínez/Remolina*, The Law and Finance of Initial Coin Offerings, 2018, S. 12; *Rajapakse/Huang/Morita*, Law and Practice of Crowdfunding and Peer-to-Peer Lending in Australia, China and Japan, 2022, S. 132.

3 *Siedler* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 7 Rz. 98.

4 Zahlen nach *Guggenberger* in Hoeren/Sieber/Holznapel, Hdb. Multimedia-Recht, Teil 13.7 Rz. 31 m.w.N.; vgl. auch *Hahn/Wilkens*, ZBB 2019, 10, 11; *Weitnauer* in Weitnauer, Hdb. Venture Capital, Teil D Rz. 107; *Spindler/Hubert* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 27 Rz. 52.

5 *Zetzsche/Buckley/Arner/Föhr*, Harv. Int'l L.J. 60 (2019), 267, 284 ff.

6 Eingehend *Wilhelm*, RiA 22 (2019), 3 ff.

7 S. etwa <https://coinmarketcap.com> (zuletzt abgerufen am 15.2.2024).

8 Beispielsweise Bitfinex, Coinbase oder Poloniex; s. nur *Wolf*, Initial Coin Offerings, 2020, S. 46; *Kaulartz* in Maume/Maute/Fromberger, Law of Crypto Assets, 2022, § 17 Rz. 12; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, § 34 Rz. 1053 f.; *Gajo*, AG 2018, R90.

9 Für einen knappen Überblick über das inzwischen entstandene „Ökosystem“ bei ICOs etwa *Grimm/Kreuter*, AG 2023, 177 Rz. 9 ff.

10 Vgl. exemplarisch dazu nur das Schrifttumsverzeichnis am Anfang dieses Kapitels.

11 Zu den jüngsten Verwerfungen etwa von *Rosenstiel*, RD 2023, 445 ff.

12 Dazu nur *Frohn*, WirtschaftsWoche-Online v. 3.11.2023, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/kryptoboerse-pyramide-des-betrugs-ftx-gruender-sam-bankman-fried-im-milliardenprozess-schuldig-gesprochen/29417938.html> (zuletzt abgerufen am 15.2.2024).

13 S. unter <https://bisonapp.com> (zuletzt abgerufen am 15.2.2024); dazu etwa *Patz*, BKR 2019, 435; *Kaulartz* in Maume/Maute/Fromberger, Law of Crypto Assets, 2022, § 17 Rz. 12 f.

## II. Begriff und technischer Hintergrund

### 1. Begriff

Der Begriff **ICO**, kurz für „Initial Coin Offering“, leitet sich ab von IPO, Initial Public Offering. Beiden Verfahren ist gemein, dass sie der Unternehmensfinanzierung dienen<sup>14</sup>. Im Gegensatz zu einem IPO werden bei einem ICO allerdings keine Aktien ausgegeben, sondern durch Kryptographie<sup>15</sup> gesicherte „Token“. Der Vorgang wurde daher verschiedentlich auch als „Initial Token Offering“ oder – wohl aus Gründen der Sorge vor einer Prospektpflicht – als „Token Generation Event“ bezeichnet<sup>16</sup>, wobei sich diese Begriffe allerdings nicht durchsetzen. Werden die Token direkt über eine Kryptobörse (Rz. 20.2) platziert, spricht man leicht abgewandelt von einem **IEO** („Initial Exchange Offering“)<sup>17</sup>. Weitere Varianten umfassen **STOs** („Security Token Offerings“), bei denen die ausgegebenen Token immer wertpapierähnliche Rechte (Rz. 20.74 ff.) gewähren<sup>18</sup>, oder sog. **Airdrops**, bei denen die Token zur Stimulation von Nachfrage zunächst in begrenztem Umfang kostenlos am Markt verteilt werden<sup>19</sup>. 20.3

Ein Initial Coin Offering wurde oft definiert als ein unregulierter Prozess, bei welchem Mittel für ein Investitionsprojekt über eine elektronische Währung (Rz. 20.32) akquiriert werden<sup>20</sup>. Abgesehen davon, dass von einer fehlenden Regulierung bei ICOs schon seit Langem nicht mehr zu sprechen ist, erscheint diese Formulierung insofern unglücklich, als sie die Frage der Regulierung zum Teil der Definition erklärt: Ob ein gewisses Verhalten – hier: die Ausgabe von „Coins“ – reguliert ist oder nicht, kann erheblichen Abgrenzungsfragen unterliegen (s. Rz. 20.64 ff.). Besser ist daher eine frühe Umschreibung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin): „Ein Initial Coin Offering (ICO) ist eine *Methode, mit Hilfe* 20.4

14 Wie hier oder ähnlich etwa *Weitnauer*, BKR 2018, 231; *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2019, 2118; *Ribak*, Wertpapierrecht der Security Token Offerings, 2023, S. 83 ff.; *Linardatos*, Autonome und vernetzte Aktanten im Zivilrecht, 2021, S. 43 f.; s. auch schon *Wilhelm*, Modulares Organisationsrecht, 2023, S. 578 m.w.N.

15 Zu Begriff und Funktionsweise etwa *Illies/Lochter/Stein* in Taeger/Pohle, Computerrechts-Handbuch, 15. Teil (Kryptografie) Rz. 1 ff., 17 ff.; *Grieger/von Poser/Kremer*, ZfDR 2021, 394, 397 f.

16 S. etwa *Siedler* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 7 Rz. 96; *Pielke*, Besteuerung von Kryptowährungen, 2018, S. 5; *Bergt*, Token als Wertrechte – Token Offerings und dezentrale Handelsplätze, 2020, S. 129.

17 *Siedler* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 7 Rz. 96; *Spindler/Hubert* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 27 Rz. 58 ff.; *Dell’Erba* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 29 Rz. 21.

18 Zum Begriff STO einstweilen nur *Spindler/Hubert* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 27 Rz. 68; *Grieger/von Poser/Kremer*, ZfDR 2021, 394, 409.

19 *Dell’Erba* in Möslein/Omlor, FinTech-Handbuch, § 29 Rz. 17; BMF, Schreiben v. 10.5.2022 – IV C 1 - S 2256/19/10003 :001, DOK 2022/0493899, BStBl. I 2022, 668 = DStR 2022, 992 Rz. 29.

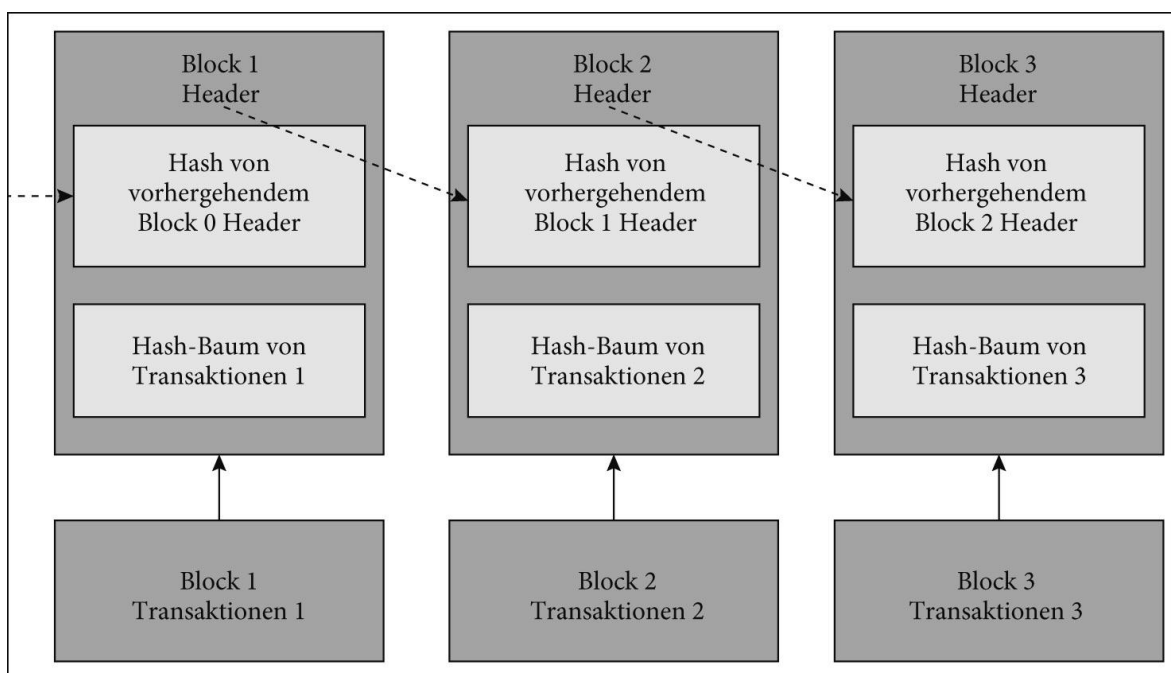
20 Vgl. etwa die Definition bei *C. Mulligan*, Blockchain will kill the traditional firm, 16.10.2017 (abrufbar unter <https://www.imperial.ac.uk/business-school/ib-knowledge/finance/blockchain-will-kill-the-traditional-firm/>): „An ICO is an unregulated means by which funds are raised for a new cryptocurrency venture. They have so far been used by startups to bypass the rigorous and regulated capital-raising process required by venture capitalists or banks.“; ähnlich: „unregulated issuances of cryptocurrencies where investors can raise money in bitcoin or other [cryptocurrencies]“ (<https://beta.techcrunch.com/2017/05/23/wtf-is-an-ico/>, zuletzt abgerufen am 15.2.2024); ebenfalls ähnlich noch *Glatz* in Breidenbach/Glatz, Rechtshandbuch Legal Tech, 1. Aufl., S. 79 Rz. 2: „neue, unregulierte Form der Schwarmfinanzierung“.

von sog. ‚Token‘ Kapital aufzunehmen.“<sup>21</sup>. Für das Verständnis des Phänomens ist zunächst ein gewisser Hintergrund an technischen Begriffen unerlässlich<sup>22</sup>.

## 2. Blockchain/Distributed Ledger Technology

20.5 ICOs zeichnen sich seit jeher dadurch aus, dass sie in aller Regel auf einer sog. Blockchain („Blockkette“) abgewickelt werden. Dabei handelt es sich um eine kontinuierlich erweiterbare Liste von Datensätzen, genannt „Blöcke“, die mittels kryptographischer Verfahren miteinander „verkettet“ sind<sup>23</sup>. Jeder Block enthält dabei typischerweise einen sog. Hash (Streuwert) des jeweils vorausgegangenen Blocks<sup>24</sup>, einen Zeitstempel und Transaktionsdaten<sup>25</sup>. Die älteste noch in Betrieb befindliche Blockchain ist die Blockchain der Kryptowährung Bitcoin. Die folgende vereinfachte Darstellung zeigt das Prinzip einer Blockchain:

Vereinfachte Darstellung der Bitcoin-Blockchain<sup>26</sup>



21 BaFin, Hinweisschreiben vom 20.2.2018, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 5, ähnlich *Vogel/Müller/Luthiger/Ljubicic*, AG 2017, R333: „eine Art digitales, auf der Distributed Ledger Technology (DLT) beruhendes Crowdfunding“.

22 Bemerkenswert anschaulich zum Ganzen etwa BMF, Schreiben v. 10.5.2022 – IV C 1 - S 2256/19/10003:001, DOK 2022/0493899, BStBl. I 2022, 668 = DStR 2022, 992 Rz. 1–29.

23 Eingehend zum Verfahren *Kuntz*, AcP 220 (2020), 51, 57 ff.; *Ribak*, Wertpapierrecht der Security Token Offerings, 2023, S. 25 ff. m.w.N.; s. auch *Eckhold/F. Schäfer* in *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, Hdb. Kapitalanlagerecht, § 17 Rz. 4; *Grieger/von Poser/Kremer*, ZfDR 2021, 394, 396 ff.; *Wilhelm*, Modulares Organisationsrecht, 2023, S. 575.

24 Dabei handelt es sich um eine Art digitalen Fingerabdruck, der sich bei jeder Änderung der zugrundeliegenden Daten ändert; eingehend zum Verfahren *Kuntz*, AcP 220 (2020), 51, 57 ff.; s. auch *Eckhold/F. Schäfer* in *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, Hdb. Kapitalanlagerecht, § 17 Rz. 4; *Wilhelm*, Modulares Organisationsrecht, 2023, S. 575 m.w.N.

25 *Schrey/Thalhofer*, NJW 2017, 1431, 1432; *Schlund/Pongratz*, DStR 2018, 598; s. auch *Eckhold/F. Schäfer* in *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, Hdb. Kapitalanlagerecht, § 17 Rz. 4.

26 Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Blockchain> (zuletzt abgerufen am 15.2.2024).

## § 33 Comfort Letter

<p><b>I. Die Bedeutung und Funktion des Comfort Letter</b> ..... 33.2</p> <p><b>1. US-amerikanischer AICPA Standard AU-C Section 920 (vormals SAS 72) vor dem Hintergrund der Rechtslage in den USA</b> .. 33.5</p> <p><b>2. Funktion des Comfort Letter in Deutschland</b> ..... 33.10</p> <p><b>II. IDW Prüfungsstandard: Grundsätze für die Erteilung eines Comfort Letter (IDW PS 910)</b> .... 33.13</p> <p><b>1. Rechtliche Einordnung</b> ..... 33.14</p> <p><b>2. Anwendungsbereich und Aufbau des Prüfungsstandards</b> ..... 33.15</p> <p><b>3. Form und Aufbau des Comfort Letter</b> ..... 33.17</p> <p><b>4. Beauftragung des Wirtschaftsprüfers</b> ..... 33.18</p> <p><b>5. Rechtsnatur eines Comfort Letter und Haftung</b> ..... 33.22</p> <p><b>6. Vollständigkeitserklärung</b> ..... 33.23</p> <p><b>7. Behandlung von Konzernsachverhalten</b> ..... 33.24</p> <p><b>III. Inhaltliche Anforderungen an den Comfort Letter nach IDW PS 910</b></p> <p><b>1. Adressaten</b> ..... 33.25</p> <p><b>2. Aussage zu geprüften Abschlüssen</b> . 33.26</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Untersuchungshandlungen nach Erteilung des Bestätigungsvermerks ..... 33.27</p>	<p>b) Kritisches Lesen der Anhänge .. 33.32</p> <p>c) Praktische Fragen ..... 33.33</p> <p><b>3. Aussage zur Folgeperiode</b> ..... 33.36</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Aussage zu ungeprüften Abschlüssen ..... 33.37</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Aussage zu dem Zeitraum zwischen dem letzten Abschluss und dem Datum der Prospekterstellung</p> <p style="padding-left: 40px;">aa) Untersuchungshandlungen zur Aktualisierung der Erkenntnisse ..... 33.40</p> <p style="padding-left: 40px;">bb) 135-Tage-Regel ..... 33.41</p> <p style="padding-left: 20px;">c) Platzierung im ersten Quartal nach Geschäftsjahresende ..... 33.45</p> <p style="padding-left: 20px;">d) Praktische Fragen ..... 33.47</p> <p><b>4. Pro-Forma-Finanzinformationen und Complex Financial Histories</b> .. 33.49</p> <p><b>5. Formeller Zahlenabgleich</b> ..... 33.53</p> <p><b>6. Aussagen zu Gewinnprognosen und -schätzungen</b> ..... 33.54</p> <p><b>7. Verwendungszweck und Grundlage des Comfort Letter</b> ..... 33.55</p> <p><b>8. Rechtswahlklausel und Gerichtsstand</b> ..... 33.56</p> <p><b>IV. Bring Down Comfort Letter</b> ..... 33.58</p> <p><b>V. Praxis bei internationalen Wertpapieremissionen</b> ..... 33.59</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Schrifttum:** *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Teilbd. 7, 6. Aufl. 2000; *American Institute of Certified Public Accountants*, AICPA Professional Standards, Audit & Assurance, June 2023; *Ahr/Loitz/Seidel*, Informationsvermittlung durch Quartalsberichterstattung – wachsender Trend zur Quartalsmitteilung, BB 2017, 1451; *Bosch*, Expertenhaftung gegenüber Dritten – Überlegungen aus der Sicht der Bankpraxis, ZHR 163 (1999), 274; *Canaris*, Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten, ZHR 163 (1999), 206; *Castellon/Von Diessl*, SAS 72 letters – Seeking comfort, Practical Law Publishing, PLC May 2013, 31; *Döpfner*, Analyse. Der Comfort Letter nach dem Standard des AICPA. Bedeutung für deutsche Emittenten und Vergleich zu IDW PS 910, WPg 2016, 884; *Döpfner/Tatavoussian* in IDW, Assurance (WPH Edition), 2. Aufl. 2021, Kap. X 6. Comfort Letter; *Doleczik*, Erstellung von Finanzinformationen bei IPOs – Praxisfragen unter besonderer Berücksichtigung der Anforderungen beim Comfort Letter, CFL 2010, 466; *Ebke/Siegel*, Comfort Letters, Börsengänge und Haftung: Überlegungen aus Sicht des deutschen und US-amerikanischen Rechts, WM 2001, Sonderbeil. 2; *Ensthaler* (Hrsg.), Gemeinschaftskommentar zum Handelsgesetzbuch mit UN-Kaufrecht, 8. Aufl. 2015; *Eschenfelder*, Wirtschaftsprüferhaftung, 2. Aufl. 2023; *Gillesen/Krämer*, § 10 Due Diligence und Prospekthaftung, in Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch

### III. Inhaltliche Anforderungen an den Comfort Letter nach IDW PS 910

#### 1. Adressaten

Adressat eines Comfort Letter ist nach IDW PS 910 neben den **Emissionsbanken** der **Emit- tent**. Hintergrund hierfür ist, dass der Wirtschaftsprüfer im Auftrag des Emittenten tätig wird<sup>112</sup>. Darüber hinaus wird der Comfort Letter an die Emissionsbanken adressiert<sup>113</sup>. 33.25

#### 2. Aussage zu geprüften Abschlüssen

Wird ein geprüfter Abschluss in einem Prospekt abgedruckt, der zum Zeitpunkt seiner Veröffentlichung richtig und vollständig sein muss<sup>114</sup>, kann dieser ohne weitere Erläuterung aufgrund der Stichtagsbezogenheit des Testats irreführend sein. Insbesondere wenn seit Aufstellung des Abschlusses und Testatserteilung bereits ein längerer Zeitraum verstrichen ist, können **wertaufhellende Ereignisse** zu neuen Erkenntnissen über die Verhältnisse des Unternehmens zum Abschlussstichtag geführt haben. Diese machen zwar den Abschluss zum Zeitpunkt seiner Erstellung nicht nachträglich unrichtig und führen auch nicht dazu, dass ein ursprünglich richtiges Testat vom Wirtschaftsprüfer zu widerrufen wäre (s. Rz. 33.11). Jedoch ist für eine zutreffende Darstellung der wirtschaftlichen Lage des Emittenten zum Abschlussstichtag die unkommentierte Wiedergabe eines geprüften Abschlusses im Prospekt möglicherweise nicht mehr ausreichend<sup>115</sup>. 33.26

#### a) Untersuchungshandlungen nach Erteilung des Bestätigungsvermerks

Im Gegensatz zu Comfort Letters nach AU-C Section 920 sieht IDW PS 910 daher die Möglichkeit vor, dass der Abschlussprüfer bestimmte **zusätzliche Untersuchungshandlungen im Hinblick auf den letzten geprüften Abschluss** vornimmt und auf dieser Grundlage eine aktuelle Aussage zu dem letzten geprüften Abschluss trifft<sup>116</sup>. Die Ergebnisse der Untersuchungshandlungen sollen die Prospektverantwortlichen in die Lage versetzen, etwaige neue Erkenntnisse nach Testatserteilung im Prospekt adäquat darzustellen. Bei den vorgesehenen Prozeduren handelt es sich **nicht** um eine **erneute Abschlussprüfung**<sup>117</sup>. Eine solche erfolgt nicht, da 33.27

112 IDW PS 910, Rz. 12, 22. Auch ein Comfort Letter nach AU-C Section 920 ist an den Emittenten als Auftraggeber des Wirtschaftsprüfers gerichtet (AICPA Professional Standards, AU-C Section 920.A27). Die in AU-C Section 920 gewählte Bezeichnung „Letter for Underwriters“ zeigt jedoch deutlicher als IDW PS 910, dass die Abgabe des Comfort Letter in erster Linie zugunsten der Underwriter im Hinblick auf deren Due Diligence Defense erfolgt.

113 Zu den rechtlichen Auswirkungen näher oben Abschnitt „Rechtsnatur des Comfort Letter und Haftung“, Rz. 33.22.

114 Zu den Nachtragspflichten Rz. 35.107 ff.

115 Zur Vermeidung von Missverständnissen kann ein ergänzender Hinweis zu den im Prospekt abgedruckten Abschlüssen erforderlich sein, vgl. auch OLG Frankfurt a.M. v. 17.3.1999 – 21 U 260/97 – *MHM Mode*, ZIP 1999, 1005 f.; *Heidelberg* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 12 WpPG Rz. 7; vgl. auch *Schanz*, Börseneinführung, § 8 Rz. 52.

116 IDW PS 910, Tz. 40 ff.; hierzu auch *Doleczik*, CFL 2010, 466, 474. Eine ähnliche Zielrichtung verfolgen auch die im Fall einer Privatplatzierung nach Rule 144A in den USA für seit dem 15.6.2018 zugänglich gemachte Angebotsdokumente vorzunehmenden Untersuchungshandlungen nach dem US-amerikanischen Standard SAS No. 133 (AU-C Section 945) (s. dazu Rz. 33.9), die nach Art und Umfang den Untersuchungshandlungen in Bezug auf wertaufhellende Ereignisse gem. dem IDW PS 910 ähnlich sind.

117 IDW PS 910, Tz. 44.

sie einen unverhältnismäßigen Aufwand bedeuten würde. Da der letzte geprüfte Abschluss bereits einer Abschlussprüfung unterworfen wurde, ist eine erneute Prüfung grundsätzlich auch nicht erforderlich.

- 33.28 Das Ziel der Untersuchungshandlungen nach Erteilung des Bestätigungsvermerks („*post audit review procedures*“) besteht also darin, mit vertretbarem Zeitaufwand wertaufhellende Ereignisse, die nach Erteilung des Bestätigungsvermerks dem Emittenten<sup>118</sup> bekannt geworden sind und die bei rechtzeitiger Kenntniserlangung zu einem inhaltlich anderen Testat geführt hätten (sog. **bestätigungsvermerksrelevante Ereignisse**), festzustellen<sup>119</sup>.
- 33.29 IDW PS 910 enthält hierzu einen **Katalog** der von dem Abschlussprüfer der Gesellschaft durchzuführenden **Untersuchungshandlungen**, die vor allem Befragungen der Unternehmensleitung und geeigneter Mitarbeiter des Emittenten sowie das Lesen von Protokollen über Sitzungen der Gesellschaftsorgane oder von Berichten des Vorstands an den Aufsichtsrat und aktuellen Zwischenabschlüssen und Berichten (Quartals- und Monatsberichte) beinhalten. Darüber hinaus sind aktuelle Zwischenabschlüsse und Berichte mit dem letzten Jahres-/Konzernabschluss sowie den entsprechenden Vorjahreszwischenabschlüssen zur Feststellung von ungewöhnlichen Posten und Abweichungen zu vergleichen<sup>120</sup>. Ausdrücklich **ausgenommen** ist die Einbeziehung des **Lageberichts** in die Untersuchungshandlungen zur Feststellung bestätigungsvermerksrelevanter Ereignisse, da er in seinem Prognoseteil ständigen Veränderungen unterworfen ist und damit zum Zeitpunkt der Abgabe eines Comfort Letter ganz anders ausfallen kann<sup>121</sup>. Gem. § 264 Abs. 1 HGB oder § 114 Abs. 2 Nr. 2 WpHG zu erstellende Lageberichte/ Konzernlageberichte nach § 289 HGB bzw. § 315 HGB<sup>122</sup>, die im Rahmen der Abschlussprüfung auch einer Prüfung im Hinblick auf die Übereinstimmung mit den maßgebenden Rechnungslegungsgrundsätzen in allen wesentlichen Belangen unterzogen werden<sup>123</sup>, gehören bislang nicht zu in den Mindestinformationen, die nach Anhang 1 Punkt 18.1.5 der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980<sup>124</sup>

118 In IDW PS 910, Tz. 40 wird allein auf die Kenntnis der Gesellschaft abgestellt. Daraus folgt, dass der Abschlussprüfer keine spezifischen Untersuchungen im Hinblick auf etwaige anderweitig bekannte Ereignisse durchführen muss. Dies schließt es jedoch nicht aus, dass er auf Ereignisse, von denen er im Rahmen der ohnehin durchgeführten Untersuchungshandlungen Kenntnis erlangt hat, hinweisen muss (vgl. § 323 Abs. 1 Satz 3 HGB). Eine entsprechende Klarstellung in IDW PS 910 wäre hier wünschenswert.

119 IDW PS 910, Tz. 40, 42, 43. Vgl. auch *Kunold*, NZG 2003, 320, 321; *Meyer*, WM 2003, 1745, 1750; *Schruff*, WPg 2004, 449, 459.

120 IDW PS 910, Tz. 45, 46.

121 IDW PS 910, Tz. 44. Eine laufende Konkretisierung des Lageberichts wird von den Wirtschaftsprüfern (jedenfalls bislang) nicht für möglich gehalten.

122 Die gesetzlichen Anforderungen an einen Konzernlagebericht sind in den §§ 315–315d HGB geregelt. Sie werden durch den vom Deutschen Rechnungslegungs Standard Committee e.V. (DRSC) am 14.9.2012 verabschiedeten Deutschen Rechnungslegungs Standard Nr. 20 (DRS 20) – Konzernlagebericht (BAnz AT 4.12.2012 B1) konkretisiert, zuletzt überarbeitet am 16.6.2023 (BAnz AT 27.7.2023 B3).

123 Zur Prüfung von Lageberichten s.IDW Prüfungsstandard: Prüfung des Lageberichts im Rahmen der Abschlussprüfung (IDW PS 350 n.F. (10.2021)) v. 29.10.2021, IDW Life 1/2022, 45 ff.; IDW, Fragen und Antworten: Zur Prüfung des Lageberichts nach IDW PS 350 n.F. (F & A zu IDW PS 350 n.F.) v. 26.8.2019, IDW Life 11/2019, 728 ff.; IDW Arbeitskreis „Lageberichtsprüfung“, Neuerungen in der (Konzern-)Lageberichtsprüfung nach IDW PS 350 n.F., WPg 2018, 850.

124 Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission v. 14.3.2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffent-

in einen Prospekt aufzunehmen sind<sup>125</sup>. Eine freiwillige Aufnahme des Lageberichts in den Prospekt ist möglich, in der Praxis jedoch nicht üblich, da der im Lagebericht enthaltene Prognosebericht (Darstellung der zukünftigen Entwicklung) im Zeitpunkt der Prospekterstellung oft nicht mehr aktuell ist und der Lagebericht hinsichtlich Art und Umfang der Darstellung nicht im Hinblick auf die Aufnahme in einen Wertpapierprospekt erstellt wird, so dass auch entsprechende Prospekthafungsrisiken bestehen<sup>126</sup>. Vor diesem Hintergrund erscheint es problematisch, dass nach dem **EU Listing Act**<sup>127</sup> (s. hierzu auch Rz. 35.7a), der neben anderen Neuregelungen auch eine Verordnung zur Änderung u.a. der ProspektVO beinhaltet<sup>128</sup>, bei Prospekten für Dividendenwerte die **Aufnahme von (Konzern-)Lageberichten**, die künftig auch einen **Nachhaltigkeitsbericht** enthalten werden<sup>129</sup>, **zwingend vorgeschrieben**

lichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission (ABl. EU Nr. L 166 v. 21.6.2019, S. 26), geändert durch Delegierte Verordnung (EU) 2020/1273 v. 4.6.2020 zur Änderung und Berichtigung der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist (ABl. EU Nr. L 300 v. 14.9.2020, S. 6), im Folgenden **DelVO 2019/980**.

- 125 *Kunold* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, Anhang 1 DelVO 2019/980 Rz. 184; *Picard/Poss* in Berrar/Meyer/Schnorbus/Singhof/Wolf, FK-EU-ProspektVO 2017 und WpPG Anh. 1 Punkt 18.1 VO (EU) 2019/980 Rz. 10; *Alfes/Wienecke* in Holzborn, EU-ProspVO/WpPG, Anhang 1 EUV 2019/980 Rz. 83.
- 126 Hierzu Rz. 35.72a; *Picard/Poss* in Berrar/Meyer/Schnorbus/Singhof/Wolf, FK-EU-ProspektVO 2017 und WpPG Anh. 1 Punkt 18.1 VO (EU) 2019/980 Rz. 10; *Alfes/Wienecke* in Holzborn, EU-ProspVO/WpPG, Anhang 1 EUV 2019/980 Rz. 83; *Sauer/Buchta*, DB 2024, 1327, 1331; *Schlitt* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 4 Rz. 58.
- 127 Bei dem EU Listing Act handelt es sich um ein Gesetzespaket in Form einer Änderungsverordnung (die u.a. die ProspektVO ändern soll), einer Änderungsrichtlinie und einer neuen Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie, das im Nachgang zu der am 1.2.2024 zwischen Europäischem Parlament und dem Rat im Trilog-Verfahren erzielten vorläufigen Einigung am 24.4.2024 vom Europäischen Parlament in erster Lesung gebilligt wurde. Die finalen Sprachfassungen sind noch zu erstellen, und das Gesetzespaket bedarf einer erneuten Zustimmung des Europäischen Parlaments im Rahmen des Berichtigungsverfahrens gem. Art. 241 der Geschäftsordnung des Europäischen Parlaments für die 9. Wahlperiode (November 2023) sowie der förmlichen Annahme durch den Rat der Europäischen Union (Ministerrat). Es wird voraussichtlich bis Ende 2024 in Kraft treten.
- 128 Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments v. 24.4.2024 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates 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 (COM(2022)0762 – C9-0417/2022 – 2022/0411 (COD)), Dokument P9\_TA(2024)0350), im Folgenden **Listing Act VO-E**.
- 129 Art. 19a Abs. 1 Richtlinie 2013/34/EU (**Bilanzrichtlinie**) in der durch die Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, Richtlinie (EU) 2022/2464 vom 14.12.2022, ABl. EU Nr. L 322 v. 16.12.2022, S. 15 (Corporate Sustainability Reporting Directive, im Folgenden **CSRD**) geänderten Fassung. Bereits aufgrund der Richtlinie (EU) 2014/95 (Non-Financial Reporting Directive, NFRD) sind kapitalmarktorientierte große Unternehmen verpflichtet, eine nichtfinanzielle Erklärung in den Lagebericht aufzunehmen (umgesetzt in § 289b Abs. 1 HGB). Dies wird durch die CSRD sowohl durch die umfangreichere Nachhaltigkeitsberichterstattung (in Bezug auf große kapitalmarktorientierte Unternehmen für die Geschäftsjahre, die nach dem 31.12.2023 beginnen) als auch hinsichtlich der berichtspflichtigen Unterneh-

sein wird<sup>130</sup> (s. hierzu auch Rz. 35.72a). Dies gilt umso mehr, als Lageberichte für den gesamten Zeitraum aufzunehmen sind, für den zukünftig auch historische Finanzinformationen im Prospekt enthalten sein müssen (d.h. i.d.R. zwei Geschäftsjahre), also nicht nur für den letzten Berichtszeitraum, sondern auch für den länger zurückliegenden vorletzten Berichtszeitraum. Eine Aufnahme der nicht mehr aktuellen Lageberichte in den Prospekt ohne nähere Erläuterungen kann daher irreführend sein. Die Problematik der fehlenden Aktualität der Lageberichte wurde von ESMA bereits im Zusammenhang mit einer freiwilligen Aufnahme von Lageberichten oder Teilen von Lageberichten, etwa zur Erfüllung der Pflicht, Informationen zur Geschäfts- und Finanzlage (*Operating and Financial Review* – OFR) des Emittenten in den Prospekt aufzunehmen, aufgegriffen. So sind nach ESMA Klarstellungen, die im Hinblick auf den nicht mehr aktuellen Lagebericht wesentlich sind, vorzunehmen und aktualisierte Informationen in den Prospekt aufzunehmen, die als solche zu kennzeichnen sind<sup>131</sup>. Im Rahmen der nach der CSRD neu eingeführten verpflichtenden **Prüfung der Nachhaltigkeitsberichterstattung** ist eine assurance opinion zu erstellen (Art. 34 Abs. 1 Unterabs. 2 lit. aa Bilanzrichtlinie)<sup>132</sup>, die gem. Art. 13 Abs. 1 Unterabs. 2 lit. f ProspektVO n.F. in der Fassung des

---

men (in zeitlich gestaffelter Anwendung u.a. auch auf nicht kapitalmarktorientierte große Unternehmen und diesen gem. § 264a HGB gleichgestellte Personengesellschaften jeweils für die Geschäftsjahre, die nach dem 31.12.2024 beginnen, sowie kapitalmarktorientierte kleine und mittelgroße Unternehmen für die Geschäftsjahre, die nach dem 31.12.2025 beginnen) erweitert (s. § 289b HGB-E des Regierungsentwurfs eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen v. 24.7.2024, **CSRD-RegE**).

130 Erwägungsgrund 26 und Anhang I Teil IV, Anhang II Teil III und im Fall eines EU-Wachstums-emissionsprospekts für Dividendenwerte Anhang VII Teil IX ProspektVO n.F. in der Fassung des Listing Act VO-E.

131 ESMA, Leitlinien zu den Offenlegungspflichten nach der Prospektverordnung, ESMA32-382-1138 v. 4.3.2021, Leitlinie 4, Rz. 26–28.

132 Die **Prüfung der Nachhaltigkeitsberichterstattung** soll dabei **zunächst nur mit begrenzter Prüfungssicherheit** (*limited assurance*) erfolgen, auf deren Grundlage lediglich eine negative Aussage abgegeben werden kann. Hierfür sollen von der Kommission bis zum 1.10.2026 entsprechende Prüfungsstandards angenommen werden. Bis zum 1.10.2028 soll die Kommission Prüfungsstandards für die Erlangung hinreichender Prüfungssicherheit annehmen, dem zunächst eine Bewertung der Frage vorauszugehen hat, ob nach Ablauf der Übergangsregelung eine **Prüfung mit hinreichender Prüfungssicherheit** (*reasonable assurance*) möglich ist, die eine positive Aussage zur Nachhaltigkeitsberichterstattung erlaubt (Art. 26a Richtlinie 2006/43/EG (Abschlussprüferrichtlinie), der durch Art. 3 CSRD eingeführt wurde). Dementsprechend soll gem. Art. 2 des CSRD-RegE die Prüfung der Nachhaltigkeitsberichterstattung mit begrenzter Prüfungssicherheit erfolgen, bis die Kommission Standards für die Prüfung zur Erlangung hinreichender Prüfungssicherheit erlassen hat und diese Standards anzuwenden sind. Zur Prüfung von Nachhaltigkeitsberichten s. *Orth/Meyer*, WPg 2022, 909; *Velte/Stawinoga*, WPg 2022, 1135; *Disser/Vogl*, WPg 2023, 217; *Quick*, WPg 2024, 309. Das IDW hat für die Prüfung von nichtfinanziellen Informationen Entwürfe für die Prüfungsstandards: Inhaltliche Prüfung mit hinreichender Sicherheit der nichtfinanziellen (Konzern-)Berichterstattung außerhalb der Abschlussprüfung (IDW EPS 990 (11.2022)) und Inhaltliche Prüfung mit begrenzter Sicherheit der nichtfinanziellen (Konzern-)Berichterstattung außerhalb der Abschlussprüfung (IDW EPS 991 (11.2022)), beide v. 24.11.2022, IDW Life 1/2023, 46 ff. veröffentlicht, die auf IASE 3000 (Revised) beruhen und für die der HFA des IDW am 15.8.2023 eine Anwendungsempfehlung ausgesprochen hat. Zuvor hatte das IDW bereits den Entwurf des Prüfungsstandards: Inhaltliche Prüfung der nichtfinanziellen (Konzern-) Erklärung im Rahmen der Abschlussprüfung (EPS 352 (08.2022)) v. 17.8.2022, IDW Life 10/2022, 801 ff. in Bezug auf die inhaltliche Prüfung einer im Lagebericht enthaltenen nichtfinanziellen Erklärung

## § 36 Börsenzulassungsverfahren

<p><b>I. Einleitung</b></p> <p>1. Bedeutung des Zulassungsverfahrens für die effiziente Kapitalallokation 36.1</p> <p>2. Spannungsfeld zwischen Flexibilität und Anlegerschutz ..... 36.6</p> <p>3. Begriffsbestimmungen ..... 36.8</p> <p>4. Jüngere Rechtsentwicklung und Aussicht ..... 36.15</p> <p><b>II. Zulassung</b></p> <p>1. Zulassungspflicht ..... 36.25</p> <p>2. Allgemeine Zulassungsvoraussetzungen ..... 36.26</p> <p>3. Produktspezifische Zulassungsvoraussetzungen</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Aktien ..... 36.30</p> <p style="padding-left: 40px;">aa) Emittentenbezogene Voraussetzungen ..... 36.31</p> <p style="padding-left: 40px;">bb) Wertpapierbezogene Voraussetzungen ..... 36.33</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Schuldverschreibungen ..... 36.39</p> <p style="padding-left: 20px;">c) Zulassung sonstiger Wertpapiere – insbesondere Wertpapiere mit Umtausch- oder Bezugsrecht ... 36.42</p> <p>4. Börsenspezifische Zulassungsvoraussetzungen ..... 36.46</p> <p style="padding-left: 20px;">a) General Standard und Prime Standard – Die Teilssegmente der FWB ..... 36.47</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Regionalbörsen ..... 36.52</p> <p>5. Indizes ..... 36.53</p>	<p><b>III. Zulassungsverfahren</b></p> <p>1. Zuständige Behörde und Antragsverfahren</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Geschäftsführung der Börse .... 36.54</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Zulassungsantrag ..... 36.55</p> <p style="padding-left: 20px;">c) Prüfungsverfahren ..... 36.62</p> <p>2. Rechtsstellung der Beteiligten im Zulassungsverfahren ..... 36.65</p> <p>3. Mehrfachzulassung und grenzüberschreitende Zulassung</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Mehrfachzulassung im Inland ..... 36.67</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Grenzüberschreitende Zulassung ..... 36.71</p> <p>4. Zulassungsgebühren ..... 36.72</p> <p><b>IV. Aufnahme der Notierung – Einführung bzw. Einbeziehung</b></p> <p>1. Aufnahme der Notierung (Einführung) ..... 36.76</p> <p>2. Einbeziehung in den regulierten Markt ..... 36.81</p> <p><b>V. Freiverkehr</b></p> <p>1. Allgemeines ..... 36.84</p> <p>2. Einbeziehung in den Freiverkehr .. 36.85</p> <p>3. Scale – Das Segment der FWB für kleinere und mittlere Unternehmen ..... 36.89</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Schrifttum:** *Burger/Ulbrich*, Die neue Architektur der Frankfurter Wertpapierbörse, Sparkasse 2003, 152; *Drinhausen/Eckstein*, Beck'sches Handbuch der AG, 3. Aufl. 2018; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Aufl. 2009; *Gebhardt*, Prime und General Standard: Die Neusegmentierung des Aktienmarktes an der Frankfurter Wertpapierbörse, WM 2003, Sonderbeil. Nr. 2; *Gumpp*, Die Kommissionsvorschläge zum EU Listing Act, BKR 2023, 82; *Hopt/Seibt*, Schuldverschreibungsrecht, 2. Aufl. 2023; *Möllers/Glas/Schauer*, Handlungsoptionen der Börsenbetreiber und Indexanbieter – Lehren aus dem Wirecard-Skandal – Teil I –, WM 2022, 1201; *Möllers/Glas/Schauer*, Handlungsoptionen der Börsenbetreiber und Indexanbieter – Lehren aus dem Wirecard-Skandal – Teil II –, WM 2022, 1253; *Mülbert/Steup*, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität, WM 2005, 1633; *von Oppen/Menhart/Holst*, Die Ermittlung des Platzierungspreises bei einer 10 %-Kapitalerhöhung im beschleunigten Bookbuildingverfahren, WM 2011, 1835; *Schlitt*, Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse, AG 2003, 57; *Schlitt/Schäfer*, Auswirkungen der Umsetzung der Transparenzrichtlinie und der Finanzmarktrichtlinie auf Aktien- und Equity-Linked-Emissionen, AG 2007, 227; *Schlitt/Singhoff/Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, 251; *Schmidt*, Wertpapier-

Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr<sup>16</sup>. Der Begriff **Downgrading** steht wiederum für den Wechsel von einem Börsenteilsegment in ein (Teil-)Segment mit geringeren Anforderungen (z.B. in Bezug auf den Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse vom Prime Standard in den General Standard)<sup>17</sup>. Abzugrenzen sind Downlisting und Downgrading vom sog. **Delisting**, d.h. dem Widerruf der Börsenzulassung im regulierten Markt (vgl. § 39 BörsG) bzw. der Kündigung der Freiverkehr-Einbeziehung (s. z.B. § 27 bzw. 30 AGB Freiverkehr; ausführlich zum Delisting § 39).

#### 4. Jüngere Rechtsentwicklung und Aussicht

- 36.15 Die Vorschriften für das Börsenzulassungsverfahren ergeben sich insbesondere aus dem BörsG, dem WpPG und der Börsenzulassungsverordnung. Aufgrund des direkten Verweises in § 32 BörsG sind zudem Art. 35 der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 und im Übrigen die ProspektVO und die Delegierte Verordnung (EU) 2017/568 als unmittelbar anwendbares europäisches Recht zu beachten<sup>18</sup>.
- 36.16 Wesentliche Änderungen der Vorschriften für das Börsenzulassungsverfahren haben sich aus der europäischen Gesetzgebung ergeben<sup>19</sup>.
- 36.17 Mit der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG durch das **Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz** vom 22.6.2005<sup>20</sup> und das eigens geschaffene WpPG wurde der Börsenzulassungsprospekt aus dem Zulassungsverfahren herausgenommen. Der Börsenzulassungsprospekt ist in den relevanten Fällen zwar weiterhin Zulassungsvoraussetzung, seitdem aber nunmehr von einer Stelle – in Deutschland durch die BaFin – im Rahmen des Prospektbilligungsverfahrens nach Maßgabe des WpPG und der europäischen Vorgaben zu prüfen (s. dazu Rz. 35.93 ff.)<sup>21</sup>.
- 36.18 In Umsetzung der sich aus der MiFID I<sup>22</sup> ergebenden Vorgaben wurde mit dem **Finanzmarkt-richtlinie-Umsetzungsgesetz** (FRUG)<sup>23</sup> vom 16.7.2007 das Zulassungsverfahren schließlich in wesentlichen Punkten geändert: Zum einen wurden die bis dahin gesetzlich geregelten Marktsegmente des amtlichen und des geregelten Marktes zum **regulierten Markt** zusammengefasst, der nunmehr in den §§ 32 ff. BörsG geregelt ist (und im Wesentlichen den §§ 30 ff. BörsG a.F. in der Fassung des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes entsprechen). Zum an-

---

16 Koch, 18. Aufl. 2023, § 119 AktG Rz. 30.

17 Hierzu jeweils Heidelberg in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 18.

18 Krug in Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, 2. Aufl. 2023, Rz. 6.146.

19 Siehe Heidelberg in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 4 ff. mit einer Darstellung der Rechtsquellen und Historie bis zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 22.6.2005; ebenso Krug in Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, 2. Aufl. 2023, Rz. 6.147.

20 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, BGBl. I 2005, 1698 ff.

21 Hierzu Groß, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG Rz. 2 ff.; Heidelberg in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 10.

22 Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente, neu gefasst durch die Richtlinie 2014/65/EU (Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II)), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349 ff.

23 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission, in Kraft seit dem 1.11.2007, BGBl. I 2007, 1330 ff.

deren würde die Zuständigkeit für die Zulassungsentscheidung von der (abgeschafften) Zulassungsstelle auf die Geschäftsführung der jeweiligen Börse verlagert<sup>24</sup>.

Die nach dem FRUG wirksam gewordenen Änderungen des BörsG<sup>25</sup> betrafen die Börsenzulassungsregeln nur am Rande<sup>26</sup>. So wurde mit dem Investmentänderungsgesetz vom 21.12.2007<sup>27</sup> der aufgrund investimentrechtlicher Änderungen ansonsten leerlaufende Bezug auf Prospekte im Sinne von § 102 InvG a.F. gestrichen. Mit dem AIFM-Umsetzungsgesetz vom 4.7.2013<sup>28</sup> wurde § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG an das neue KAGB angepasst. Das Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG) vom 30.6.2016<sup>29</sup> ergänzte § 32 Abs. 2 BörsG um einen neuen Satz 4. Danach kann die Geschäftsführung der Börse von einem Emittenten die Übermittlung von Referenzdaten in Bezug auf zuzulassende Wertpapiere verlangen, soweit dies zur Erfüllung der Anforderungen aus Art. 4 der EU-Marktmissbrauchsverordnung Nr. 596/2014 (MAR)<sup>30</sup> erforderlich ist. Das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz vom 23.6.2017 (2. FiMaNoG)<sup>31</sup> brachte keine weiteren Änderungen mit sich. Insbesondere wurde der Verweis auf die MiFID I-Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1287/2006 in § 32 Abs. 3 Nr. 1 BörsG nicht an die im Zuge der MiFID II erlassenen Vorschriften angepasst<sup>32</sup>. 36.19

Mit der am 20.7.2017 in Kraft getretenen **ProspektVO**<sup>33</sup>, die in weiten Teilen jedoch erst seit dem 21.7.2019 gilt, wurde das Prospektrecht auf europäischer Ebene umfassend reformiert. Die ProspektVO sieht u.a. Ausnahmen für das Erfordernis eines Prospekts beim öffentlichen Angebot oder bei der Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt vor, die sich wiederum auf die Zulassungsvoraussetzungen auswirken (s. Rz. 36.27 ff.). 36.20

Im Zusammenhang mit der ProspektVO wurde mit dem Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8.7.2019<sup>34</sup> § 32 36.21

24 *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 13.

25 S. hierzu *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl 2022, Vorbem. BörsG Rz. 26 ff. und *Kumpan* in Hopt, Handelsgesetzbuch, 43. Aufl. 2024, Einleitung BörsG Rz. 12.

26 Hierzu auch *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 14.

27 Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften, BGBl. I 2007, 3089 ff.

28 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, BGBl. I, 2013, 1981 ff.

29 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, BGBl. I 2016, 1514 ff.

30 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1 ff. Art. 4 Abs. 1 MAR verpflichtet die Betreiber geregelter Märkte jedes Finanzinstrument zu melden, für das ein Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt wird.

31 Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, BGBl. I 2017, 1693 ff.

32 Hierzu *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 14 und 44.

33 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. EU Nr. L 168 v. 30.6.2017, S. 12 ff.

34 Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen, BGBl. I 2019, 1002 ff.

Abs. 3 Nr. 2 BörsG an die Änderungen des Prospektrechts angepasst. Materielle Änderungen der Vorschriften für das Börsenzulassungsverfahren haben sich hieraus indes nicht ergeben<sup>35</sup>.

- 36.22 Weitere Änderungen der Vorschriften für das Börsenzulassungsverfahren ergeben sich im Zusammenhang mit dem sog. **Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG)**<sup>36</sup>.
- 36.22a So wurde durch das ZuFinG in § 32 BörsG ein neuer Abs. 2a eingefügt. Hierdurch wird die Möglichkeit geschaffen, dass in den Börsenordnungen die zwingend gemeinsam angeordnete Antragstellung des Emittenten zusammen mit einem Mitantragsteller i.S.v. § 32 Abs. 2 Satz 1 BörsG<sup>37</sup> auf Teilbereiche des regulierten Markts mit besonderen Pflichten für Emittenten nach § 42 Abs. 1 BörsG (z.B. der Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse) beschränkt wird. Aus Sicht des Gesetzgebers sollen die Börsen mehr Flexibilität erhalten, die Zulassungsvoraussetzungen in Teilbereichen des regulierten Markts unterschiedlich zu regeln. Außerhalb der Teilbereiche des regulierten Markts mit besonderen Pflichten könnte dann die Zulassung von Wertpapieren, die im regulierten Markt an einer Börse gehandelt werden sollen, vom Emittenten alleine beantragt werden. Die Börsen könnten Segmente etablieren, an denen die Zulassung für Emittenten mit geringeren Kosten möglich ist<sup>38</sup> (zur Umsetzung durch die FWB s. Rz. 36.55 ff.).
- 36.23 Zudem wurden mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz erstmals spezifische Regelungen in den §§ 44 ff. BörsG n.F. für sog. Börsenmantelaktiengesellschaften (BMAG) – auch Special Purpose Acquisition Company (SPAC) genannt – geschaffen. Bei der BMAG handelt es sich um eine besondere Ausgestaltung einer Aktiengesellschaft (oder auch einer Societas Europaea – SE), die als Mantelgesellschaft ohne eigenes operatives Geschäft speziell dafür gegründet wird, um mittels eines Börsengangs Kapital einzusammeln und hiermit ein – vor dem Börsengang unbestimmtes – nicht-börsennotiertes Unternehmen zu übernehmen und so mittelbar an die Börse zu bringen<sup>39</sup>. Auch die BMAG muss jedoch sämtliche allgemeinen Vorschriften für die Zulassung zur Börse erfüllen. Allerdings soll die Börsengeschäftsführung im Hinblick auf das gesetzlich geregelte Geschäftsmodell der BMAG nach § 3 Abs. 2 BörsZulV vom Erfordernis eines dreijährigen Bestehens absehen können<sup>40</sup>.
- 36.24 Schließlich haben sich der Europäische Rat und das Europäische Parlament im Rahmen eines Trilog Verfahrens am 29.1.2024 vorläufig über die Reform des europäischen Kapitalmarktrechts durch den sog. EU Listing Act geeinigt. Am 24.4.2024 billigte das Europäische Parlament den **EU-Listing Act**<sup>41</sup>, derzeit steht noch dessen Annahme durch den Europäischen

---

35 S. Groß, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG Rz. 6. Zu weiteren Änderungen des BörsG ab 2019 s. Kumpan in Hopt, Handelsgesetzbuch, 43. Aufl. 2024, Einleitung BörsG Rz. 12 f.

36 Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), BGBl. I 2023, I Nr. 354 vom 14.12.2023.

37 Ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierinstitut oder ein nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 KWG tätiges Unternehmen.

38 S. Entwurf der Bundesregierung eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (RegE Zukunftsfinanzierungsgesetz) vom 16.8.2023, S. 114. Abrufbar unter [https://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/Gesetzgebung/RegE/RegE\\_Zukunftsfinanzierungsgesetz.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/Gesetzgebung/RegE/RegE_Zukunftsfinanzierungsgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2) (zuletzt abgerufen am 3. Mai 2024).

39 S. RegE Zukunftsfinanzierungsgesetz vom 16.8.2023, S. 114.

40 S. RegE Zukunftsfinanzierungsgesetz vom 16.8.2023, S. 116.

41 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises. Die vom Europäischen Parlament am 24. April 2024 angenommene Fassung ist

Rat aus. Der EU-Listing Act umfasst Änderungen der ProspektVO<sup>42</sup>, der MAR, der Europäischen Finanzmarktverordnung (MiFIR)<sup>43</sup> und der MiFID II und die Aufhebung der Börsenzulassungsrichtlinie<sup>44</sup>. Ziel ist es insbesondere, die europäischen Kapitalmärkte attraktiver zu machen und für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern. Die im Zuge des EU Listing Act geplanten Änderungen der ProspektVO sehen erhebliche Erleichterungen für die Prospektspflicht vor<sup>45</sup>, insbesondere für Sekundäremissionen bereits börsennotierter Unternehmen, die sich wiederum auf die Prospektvorlagepflicht als Zulassungsvoraussetzung auswirken (s. auch Rz. 36.27 ff.).

## II. Zulassung

### 1. Zulassungspflicht

Alle Wertpapiere, die im regulierten Markt gehandelt werden sollen, unterliegen grundsätzlich einer **Zulassungspflicht** nach § 32 BörsG (Verbot mit Erlaubnisvorbehalt)<sup>46</sup> oder müssen gem. § 33 BörsG in den regulierten Markt einbezogen werden (§ 32 Abs. 1 Alt. 2 BörsG). Die Zulassungspflicht gilt auch, wenn Wertpapiere, die bislang schon in den Freiverkehr einbezogen sind, im regulierten Markt zugelassen werden sollen (sog. **Segmentwechsel**); **ausgenommen** von der Zulassungspflicht sind derzeit nur staatliche Schuldverschreibungen nach § 37 BörsG sowie Aktien aus einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (sog. **Berichtigungsaktien**) in- und ausländischer Emittenten<sup>47</sup>. Erfasst von der Zulassung wird das Wertpapier, nicht etwa das Unternehmen. Mit der antragsbedürftigen Zulassung wird die Erlaubnis erteilt, im regulierten Markt die Börseneinrichtungen für den Handel in den zugelassenen Wertpapieren zu benutzen<sup>48</sup>. Die Entscheidung hierüber trifft gem. § 32 Abs. 1 BörsG die Geschäftsführung der jeweiligen Wertpapierbörse. Bei dieser Entscheidung handelt es sich um einen Verwaltungsakt<sup>49</sup>. Mit Erteilung der Zulassung können die Wertpapiere auf allen Handelsplattformen der jeweiligen Börse gehandelt werden. 36.25

### 2. Allgemeine Zulassungsvoraussetzungen

Die **Zulassungsvoraussetzungen** ergeben sich aus den § 32 Abs. 3, § 34 BörsG i.V.m. der BörsZulV. Zugelassen werden können nur **Wertpapiere**, wobei zur Konkretisierung des bör- 36.26

abrufbar unter [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0350\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0350_EN.pdf) (zuletzt abgerufen am 3.5.2024).

42 Die ProspektVO in der Fassung des Listing Act (wie am 24.4.2024 vom Europäischen Parlament angenommen) nachfolgend „ProspektVO-E“.

43 Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84 ff.

44 Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EU Nr. L 184 v. 6.7.2001, S. 1 ff.

45 Hierzu z.B. *Gumpp*, BKR 2023, 82, 84 f.

46 *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 16 m.w.N.

47 Für deutsche Aktiengesellschaften ergibt sich das unmittelbar aus § 33 Abs. 4 EGAktG, s. dazu im Übrigen *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 16 m.w.N.

48 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG Rz. 7.

49 *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 63, *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG Rz. 7.