

# Inhaltsübersicht

<b>A. Einleitung</b>	27
I. Einführung und Begründung der Thematik	27
II. Gang der Untersuchung	29
<b>B. Grundlagen</b>	32
I. Terminologie	32
II. Motive und Interessenlage beim Delisting	35
III. Verfassungsrechtliche Grundlagen	45
IV. Entwicklung der Regulierung des Delistings durch den Gesetzgeber	63
<b>C. Wert und Wertermittlung</b>	66
I. Einleitung	66
II. Die Unterscheidung von Verkehrs- und Fundamentalwert	67
III. Börsenkurs als Ausdruck des Verkehrswertes	81
IV. Börsenkurs auch als Ausdruck des Fundamentalwertes	95
V. Fazit	119
<b>D. Schutztrias beim Delisting</b>	122
I. Schutzgut	122
II. Drei mögliche Wertkonzepte für die Abfindung	129
III. Wertermittlung	132
IV. Konsequenzen	133
V. Fazit	137
<b>E. Schutzkonzeption des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG</b>	139
I. Handelbarkeit als Schutzgut	139
II. Fundamentalwert als maßgebliches Wertkonzept	143
III. Fundamentalwert als Wertkonzept zwingt nicht zu Mitgliedschaft als Schutzgut	192
IV. Fazit	193
<b>F. Delisting unter Wert</b>	194
I. Abhängigkeit von der Schutztrias	194
II. Fundamentalwert	194
III. Verkehrswert	211
IV. Fazit	213
<b>G. Unzureichender Schutz de lege lata</b>	215
I. Kein Schutz über § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG	215
II. Keine ungeschriebenen Ausnahmen neben § 39 Abs. 3 S. 3, 4 BörsG	231
III. Ineffektiver Rechtsschutz	282

IV.	Keine weiteren Abhilfemöglichkeiten .....	292
V.	Fazit .....	328
<b>H.</b>	<b>Der Fall <i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes ...</b>	<b>329</b>
I.	Einleitung .....	329
II.	Sachverhalt .....	329
III.	Würdigung .....	337
IV.	Übertragung der Erkenntnisse zum Delisting unter Wert auf den konkreten Fall .....	339
V.	Analyse der Ergebnisse mit Blick auf die bestehende Rechtslage .....	349
<b>I.</b>	<b>Delisting unter Wert de lege ferenda .....</b>	<b>351</b>
I.	Notwendigkeit einer Regelung .....	351
II.	Vorbilder in anderen Rechtsordnungen .....	354
III.	Schutzzumfang – Wertkonzept .....	369
IV.	Art und Weise – Wertermittlungsmethode .....	371
V.	Änderung des Betrachtungszeitraums .....	402
VI.	Rechtsschutz .....	405
VII.	Vorwurf faktisch gesellschaftsrechtlicher Lösung nicht haltbar .....	413
VIII.	Konkreter Regelungsvorschlag für die Neufassung .....	414
<b>J.</b>	<b>Fazit .....</b>	<b>419</b>
I.	Grundlagen .....	419
II.	Wert und Wertermittlung .....	419
III.	Schutztrias .....	420
IV.	Schutzkonzeption des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG .....	421
V.	Delisting unter Wert .....	423
VI.	Unzureichender Schutz de lege lata .....	424
VII.	<i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes .....	428
VIII.	Delisting unter Wert de lege ferenda .....	428
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>431</b>
	<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>464</b>

## Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b>	27
I. Einführung und Begründung der Thematik	27
II. Gang der Untersuchung	29
<b>B. Grundlagen</b>	32
I. Terminologie	32
1. Einzelne Fallgruppen	32
a) Unterscheidung hinsichtlich des Ausmaßes	32
b) Unterscheidung hinsichtlich der Art und Weise	33
c) Unterscheidung hinsichtlich der Freiwilligkeit	33
d) Unterscheidung hinsichtlich des Marktsegments	33
2. Eingrenzung: Nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG abfindungs- pflichtige Delistings	34
II. Motive und Interessenlage beim Delisting	35
1. Delisting allgemein	35
a) Motive für ein Delisting	36
aa) Kostenreduktion	36
bb) Entfall der Finanzierungsfunktion	36
cc) Sanierung	37
dd) Strategische Gründe	37
ee) Fazit	37
b) Interessen der Aktionäre	38
aa) Verlust von Fungibilität bzw. Liquidität	38
bb) Informationseinbußen	39
cc) Wegfall der Bewertungsfunktion	40
dd) Kontrollverlust	40
ee) Fazit	40
2. Delisting bei Unterbewertung der Aktie	41
a) Besondere Motive für ein Delisting	41
aa) Mangelnde Marktwahrnehmung	41
bb) Geringe Liquidität	41
cc) Beeinträchtigung der Kapitalaufnahme	42
dd) Gefahr feindlicher Übernahmen	42
ee) Unausgeschöpfte Wertpotentiale	42
b) Interessen der Aktionäre noch stärker betroffen	43
3. Fazit	44

III.	Verfassungsrechtliche Grundlagen .....	45
1.	Die Entwicklung von <i>Macrotron</i> bis <i>Frosta</i> .....	45
a)	Macrotron-Entscheidung des BGH .....	45
aa)	Schutzkonzept .....	45
bb)	Dogmatische Grundlage: Anforderungen des BVerfG an Strukturmaßnahmen .....	46
b)	<i>MVS/Lindner</i> -Entscheidung des BVerfG .....	47
c)	<i>Frosta</i> -Entscheidung des BGH .....	48
aa)	Kernaussagen .....	48
bb)	Problematische Prämissen .....	48
d)	Fazit .....	49
2.	Wirtschaftliche Auszehrung des Aktieneigentums .....	50
a)	Wirtschaftliche Auszehrung bei faktischer Enteignung .....	51
b)	Empirische Untersuchungen .....	52
aa)	Zeitraum nach der <i>Frosta</i> -Entscheidung .....	53
(1)	Ältere Studien .....	53
(2)	Studie von Weimann .....	54
(3)	BMF-Studie von Grant Thornton .....	55
bb)	Zeitraum nach § 39 BörsG n.F. ....	56
(1)	Studie von Weimann .....	56
(2)	Studie von Berninger/Schierreck/van de Vathorst .....	57
(3)	BMF-Studie von Grant Thornton .....	58
(4)	Evaluierung des BMF .....	59
cc)	Vergleich der Studien zu § 39 BörsG n.F. ....	59
c)	Fazit .....	60
aa)	Auch nach neuen Studien keine Auszehrung und damit kein Schutz durch Art. 14 GG .....	60
bb)	Anderer Auffassung lediglich Weimann .....	61
cc)	Sowie Hirte .....	63
IV.	Entwicklung der Regulierung des Delistings durch den Gesetzgeber ..	63
C.	<b>Wert und Wertermittlung</b> .....	66
I.	Einleitung .....	66
II.	Die Unterscheidung von Verkehrs- und Fundamentalwert .....	67
1.	Einleitung .....	67
2.	Die <i>DAT/Altana</i> -Entscheidung des BVerfG als Ausgangspunkt ....	68
3.	Zwei Wertkonzepte .....	69
a)	Verkehrswert .....	70
b)	Fundamentalwert .....	70
c)	Alternative Bezeichnungen .....	71
4.	Aber dennoch oft Gleichsetzung – ein Wertkonzept .....	72
a)	Begriffsjurisprudenz .....	73
b)	Ökonomische Überlegungen .....	74

Inhaltsverzeichnis	13
5. Differenzierung zwischen zwei Wertkonzepten notwendig	75
6. Ambivalentes Bild beim Gesetzgeber	77
a) Gemeiner Wert und Verkehrswert	77
b) Missverständnis von <i>DAT/Altana</i> in § 4 RettungsG	78
c) § 21 EnSiG	79
d) Anderes Verkehrswertverständnis in § 168 KAGB	80
e) Fazit	81
III. Börsenkurs als Ausdruck des Verkehrswertes	81
1. Nein – Verkehrswert hat Richtigkeitselement	82
a) Rechtsprechung	82
b) Literatur	84
2. Ja – Entscheidend ist allein, ob eine Preisbildung vorliegt und der Verkauf möglich war	85
a) BVerfG	85
b) Zivilgerichte	86
c) Literatur	86
3. Stellungnahme	88
a) Bei zwei Wertkonzepten ist das Richtigkeitselement dem Verkehrswert wesensfremd	88
b) Manipulationen, Krisen, Blasen und sonstige Anomalien lassen grundsätzlich die Identität von Börsenkurs und Verkehrswert unberührt	89
c) Fehlende Identität von Börsenkurs und Verkehrswert nur bei Markteng	90
d) Bei Markteng kann per se aber noch ein Verkehrswert vorliegen	91
4. Betrachtungszeitraum	92
5. Fazit	95
IV. Börsenkurs auch als Ausdruck des Fundamentalwertes	95
1. Fundamentalbewertungsmethoden	96
a) Ertragswertverfahren, IDW S 1	97
b) Discounted-Cashflow-Verfahren	98
c) Generelle Probleme	98
2. <i>Efficient Capital Market Hypothesis</i>	100
a) Grundsätzliches	101
b) Wesentliche Prämissen	102
aa) Informationseffizienz	102
bb) Allokationseffizienz	102
c) Grade der Effizienz	103
aa) Schwache Form	103
bb) Mittelstrenge Form	103
cc) Strenge Form	104
3. Börsenkurs nie Ausdruck des Fundamentalwertes	104

a) Empirik .....	104
b) Fehlende Identität des Bewertungsobjekts .....	105
c) Unterschiedliche Informationsgrundlagen .....	106
d) <i>Behavioral Finance</i> .....	107
e) Generelle Erwägungen .....	108
4. Börsenkurs in der Regel nicht Ausdruck des Fundamentalwertes ..	109
5. Börsenkurs stets Ausdruck des Fundamentalwertes .....	110
6. Börsenkurs in der Regel Ausdruck des Fundamentalwertes .....	110
a) Rechtsprechung .....	110
aa) BVerfG .....	111
bb) BGH .....	111
cc) Instanzgerichte .....	112
b) Literatur .....	113
c) Begründung .....	113
d) Ausnahmen .....	115
e) Betrachtungszeitraum .....	116
7. Schlussfolgerungen .....	118
V. Fazit .....	119
1. Zwei Wertkonzepte .....	120
2. Methodenidentität kann nicht mit dogmatischer Identität gleich- gesetzt werden .....	120
<b>D. Schutztrias beim Delisting</b> .....	122
I. Schutzgut .....	122
1. Gesellschaftsrechtliche Lösung .....	122
a) Wirtschaftliche Zwangslage .....	123
b) Unterbewertung .....	123
c) Faktische Strukturmaßnahme .....	124
2. Kapitalmarktrechtliche Lösung .....	125
a) Fehlende wirtschaftliche Zwangslage .....	125
b) Delisting als allgemeines Marktrisiko .....	125
c) Unterbewertung .....	126
d) Keine faktische Strukturmaßnahme .....	126
3. Stellungnahme .....	127
II. Drei mögliche Wertkonzepte für die Abfindung .....	129
1. Fungibilitätsausgleich .....	130
2. Verkehrswert .....	130
3. Fundamentalwert .....	131
III. Wertermittlung .....	132
IV. Konsequenzen .....	133
1. Auf den ersten Blick strenge Dichotomie .....	133
2. Abstellen auf den Handelbarkeitsverlust kann aber mit Abfindung zum Fundamentalwert einhergehen .....	133

3. Eine solche Überschneidung kann jedenfalls aus dem Zusammen- hang von Börsenkurs und Fundamentalwert hergeleitet werden . . . .	135
4. Daher keine strenge Dichotomie . . . . .	136
V. Fazit . . . . .	137
<b>E. Schutzkonzeption des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG . . . . .</b>	<b>139</b>
I. Handelbarkeit als Schutzgut . . . . .	139
1. Wortlaut . . . . .	139
2. Historie . . . . .	140
3. Systematik . . . . .	141
4. Telos . . . . .	141
5. Fazit . . . . .	143
II. Fundamentalwert als maßgebliches Wertkonzept . . . . .	143
1. Gemeinhin wird der Verkehrswert als maßgeblich angesehen . . . .	144
a) Verkehrswert . . . . .	144
b) Fundamentalwert . . . . .	145
2. Auslegung . . . . .	145
a) Wortlaut . . . . .	145
b) Historie . . . . .	146
aa) Prüfbitte des Bundesrates vom 06.03.2015 . . . . .	146
bb) Plenardebatte am 26.03.2015 . . . . .	146
cc) Expertengespräch am 24.04.2015 . . . . .	147
dd) Anhörung am 06.05.2015 . . . . .	147
ee) Formulierungshilfe des BMF vom 17.08.2015 . . . . .	149
ff) Änderungsantrag vom 31.08.2015 . . . . .	150
gg) Anhörung am 07.09.2015 . . . . .	150
hh) Endgültige Beschlussempfehlung vom 30.09.2015 . . . . .	152
ii) Begründung der Beschlussempfehlung . . . . .	152
(1) Allgemeines . . . . .	152
(2) Verweis auf die Handelbarkeit als Absicherung vor verfassungsrechtlicher Determinierung . . . . .	153
(3) Angemessenheitsterminus als Indiz für den Funda- mentalwert . . . . .	155
(4) Explizites Rekurrenieren auf ein Richtigkeitselement . . .	156
jj) Plenardebatte am 30.09.2015 . . . . .	157
(1) Middelberg . . . . .	157
(2) Fechner . . . . .	158
(3) Hirte . . . . .	158
kk) Schlussfolgerungen . . . . .	160
ll) Spätere Änderungen . . . . .	160
mm) Fazit . . . . .	161
(1) Gesetzgeber folgte <i>ECMH</i> . . . . .	161
(2) Unterscheidung zwischen zwei Wertkonzepten . . . . .	161
(3) Neuregelung als Kompromiss . . . . .	161

c) Systematik .....	161
aa) Keine Rückschlüsse aus dem Regelungsstandort im BörsG .....	162
bb) Andere Vorschriften mit Abstellen auf den Börsenkurs .....	162
(1) Vorschriften über den freihändigen Verkauf .....	163
(2) § 4 Abs. 3, 4 RettungsG .....	163
(3) Änderung von § 71 AktG durch das KonTraG .....	165
(4) § 33a AktG .....	165
(5) § 11 BewG .....	165
cc) § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Alt. 2 UmwG .....	166
(1) Logischer Zusammenhang .....	167
(2) Grundsatz wirtschaftlich voller Abfindung bei §§ 29, 30 UmwG .....	168
(3) Fehlende logische Vereinbarkeit, wenn kein Fundamen- talwert bei § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG .....	169
(4) Eindeutiges Indiz für den Fundamentalwert .....	170
dd) Verweis auf § 31 WpÜG .....	171
(1) Umfassender Verweis auf § 31 WpÜG und die WpÜG-AngebVO .....	171
(2) Vorerwerbe, Parallelerwerbe, Nacherwerbe .....	171
(3) Auch bei § 31 WpÜG Fundamentalwert als Wert- konzept .....	172
(4) Vergleichbarkeit von Übernahme und Delisting .....	175
ee) Allgemeines zu § 39 Abs. 3 S. 3, 4 BörsG .....	176
ff) § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG .....	177
(1) § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG als Indiz für den Fundament- wert .....	177
(2) Aus der Selbstbefreiung gem. Art. 17 Abs. 4 MAR ergibt sich nichts anderes .....	179
(3) Zurechnungserfordernis des § 39 Abs. 3 S. 3 Nr. 2 BörsG als Interessenabwägung .....	180
(4) Eingeschränkter Personenkreis bei § 39 Abs. 3 S. 3 Nr. 1 BörsG konsequent .....	182
(5) Bestandskräftige Feststellung des Verstoßes .....	184
(6) Rückausnahme der unwesentlichen Auswirkung trägt der Natur des Fundamentalwerts Rechnung .....	184
(7) Fazit .....	185
gg) § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG .....	186
hh) Fazit .....	188
d) Telos .....	190
3. Fazit .....	190
III. Fundamentalwert als Wertkonzept zwingt nicht zu Mitgliedschaft als Schutzgut .....	192
IV. Fazit .....	193



<b>F. Delisting unter Wert</b>	194
I. Abhängigkeit von der Schutztrias	194
II. Fundamentalwert	194
1. Grundsätzlich: Negative Abweichung der Angebotshöhe nach § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG von einer Fundamentalbewertung	194
2. Verhältnis von Börsenkurs und Fundamentalwert	196
3. Sachliche Kriterien	197
a) Grund: Gefahr der Meistbegünstigung	197
aa) Meistbegünstigungsprinzip	197
bb) Tatsächlicher Hintergrund	198
b) Ausnahmefallgruppen	198
aa) Nur erforderlich, wenn der Börsenkurs in der Regel den Fundamentalwert indizieren soll	198
bb) Ausnahmen im Einzelnen	199
cc) Insbesondere: Sonstige Verzerrungen	199
dd) Sonstige Verzerrungen sind kein Zirkelschluss	200
4. Erheblichkeitsschwelle	201
a) Grund: Gefahr der Meistbegünstigung	202
b) Anwendbarkeit der Bagatellgrenze auch zwischen den Wertermittlungsmethoden	202
aa) Ablehnung	202
bb) Zustimmung	203
cc) Stellungnahme	203
c) Erforderliche Höhe	205
d) Ergebnis	207
aa) Intermethodische Erheblichkeitsschwelle	207
bb) Sollte im Übrigen auch bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen gelten	207
5. Zeitliche Komponente	207
6. Schlussfolgerungen	208
a) Anforderungen	208
b) Delisting unter Wert im Allgemeinen	209
aa) Bei Prämisse von stetiger Identität nie möglich	209
bb) Bei Prämisse von fortwährender Divergenz stets möglich	209
cc) Bei Prämisse von in der Regel vorliegender Divergenz nur Erheblichkeitsschwelle	209
dd) Bei Prämisse von in der Regel vorliegender Identität bedarf es sachlicher Fallgruppe und Erheblichkeitsschwelle	210
c) Delisting unter Wert de lege lata	210
III. Verkehrswert	211
1. Delisting unter Preis	211
2. Allgemein	211
3. De lege lata	212

IV.	Fazit .....	213
1.	Fundamentalwert .....	213
2.	Verkehrswert .....	213
3.	Folgen anderer Begriffsverständnisse .....	214
<b>G.</b>	<b>Unzureichender Schutz de lege lata</b> .....	215
I.	Kein Schutz über § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG .....	215
1.	Streit über den Entscheidungsspielraum .....	215
2.	§ 39 Abs. 2 S. 3 BörsG ist keine abschließende Konkretisierung ..	216
a)	Wortlaut .....	216
b)	Historie .....	217
c)	Systematik .....	219
aa)	Anlegerschutz als übergeordnetes Postulat .....	219
bb)	Umsetzung in den Börsenordnungen .....	219
d)	Telos .....	220
e)	Ergebnis .....	221
3.	Delisting unter Wert kann Anlegerschutz nicht entgegenstehen ....	221
a)	Einleitung .....	221
b)	Fallgruppen entgegenstehenden Anlegerschutzes .....	221
aa)	<i>Venire contra factum proprium</i> .....	221
bb)	<i>Delisting zur Unzeit</i> .....	222
c)	Delisting unter Wert als Widerspruch zum Anlegerschutz ....	223
aa)	Delisting unter Wert als <i>Delisting zur Unzeit</i> .....	223
bb)	Anlegerschutz .....	224
(1)	Wortlaut .....	224
(2)	Historie .....	224
(3)	Systematik .....	225
(4)	Telos .....	225
d)	Aber hinsichtlich der Angebotshöhe keine Prüfung durch die Börsengeschäftsführung .....	225
aa)	Dagegen .....	226
bb)	Dafür .....	226
cc)	Auch keine weiteren Anforderungen an die Angebotshöhe in den BörsO möglich .....	227
e)	Prüfung der Angebotshöhe, nicht aber des Anlegerschutzes durch die BaFin .....	228
f)	Folgen für Fälle eines entgegenstehenden Anlegerschutzes ....	229
aa)	Ambivalentes Bild für ein <i>Delisting zur Unzeit</i> .....	229
bb)	Etwaige Rechtsmissbräuchlichkeit kann nicht auf die Ange- botshöhe gestützt werden .....	230
4.	Fazit .....	230
II.	Keine ungeschriebenen Ausnahmen neben § 39 Abs. 3 S. 3, 4 BörsG .	231
1.	Bereits seit der Neuregelung im Jahr 2015 umstritten .....	232
2.	Methodische Begründung weiterer Ausnahmen .....	233

3. Kein Grundsatz angemessener Gegenleistung bei § 39 Abs. 3	
S. 2 BörsG .....	234
a) Wortlaut .....	234
b) Systematik .....	236
aa) Verweis auf § 31 WpÜG .....	236
(1) Wortlaut, Systematik .....	237
(2) Binnensystematik der WpÜG-AngebVO .....	239
(3) Historie .....	239
(4) Telos .....	242
(5) Zwischenergebnis .....	246
(6) Konsequenzen für § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG .....	246
(7) Fazit .....	248
bb) § 39 Abs. 3 S. 3, 4 BörsG .....	249
(1) Allgemeines .....	249
(2) § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG als weitergehende Regelung zu § 31 WpÜG .....	250
(3) Ausdifferenzierte Ausnahmen bei § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG sprechen gegen den Angemessenheitsgrundsatz .....	250
(4) Verweis auf den ganzen § 31 WpÜG nur bei allgemei- nem Angemessenheitsgrundsatz sinnvoll .....	252
(5) Inkohärente Systematik wird durch die Rückausnahme des § 39 Abs. 3 S. 3 Hs. 2 BörsG bestätigt .....	253
(6) Bild einer Interessenabwägung reicht nicht für die Herleitung ungeschriebener Ausnahmen aus .....	254
(7) Regelung im Gesetz selbst und nicht einer konkretisie- renden Verordnung .....	255
(8) Fazit .....	255
cc) § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Alt. 2 UmwG .....	256
dd) Sonstige Bewertungsvorschriften .....	257
ee) Zwischenergebnis .....	259
c) Historie .....	260
aa) Bewusste Beschränkung der Ausnahmen .....	260
(1) Gegen Generalklausel wie in § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Alt. 2 UmwG .....	261
(2) Hinweis auf fehlende verfassungsrechtliche Determinie- rung als Absicherung .....	262
(3) Neuregelung als Kompromiss .....	263
(4) Rechtssicherheit, Wunsch nach bestandskräftiger Fest- stellung .....	263
(5) Trotz Evaluation keine Erweiterung der Fallgruppen ..	264
(6) Diverse Warnungen vor einem Delisting unter Wert ...	265
(7) Gesetzgeberische Reaktionen auf die Warnungen als bewusst beschränkte Umsetzung .....	267

bb)	Argumente für eine unbewusste Nichtregelung überzeugen nicht . . . . .	269
(1)	Anhebung des Schutzniveaus . . . . .	269
(2)	Ungenauigkeiten bei den Ausnahmen . . . . .	269
(3)	Begrenzung auf den Regelfall in der Beschluss-empfehlungsbegründung . . . . .	271
cc)	Tatsächliche Prämisse des Gesetzgebers eigentlich weitergehend . . . . .	271
dd)	Zwischenergebnis . . . . .	272
d)	Telos . . . . .	273
aa)	Schutzwürdigkeit des Bieters . . . . .	273
bb)	Gefahr ineffizienter Delistings . . . . .	274
cc)	Gefahr der geschickten Wahl des Zeitraums . . . . .	276
dd)	Schutzlosigkeit der Minderheitsaktionäre im Übrigen . . . . .	277
ee)	Zwischenergebnis . . . . .	278
e)	Widersprüchliche Ergebnisse der Auslegungskriterien . . . . .	278
f)	Hier kann das Gesetz nicht klüger sein als der Gesetzgeber . . . . .	279
4.	Rechtsfortbildung . . . . .	281
5.	Ergebnis . . . . .	282
III.	Ineffektiver Rechtsschutz . . . . .	282
1.	Problem der ex-post-Unternehmensbewertung bei § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG . . . . .	283
2.	Kein Bezifferungserfordernis . . . . .	285
a)	Notwendig . . . . .	285
b)	Nicht notwendig . . . . .	287
c)	Differenzierend . . . . .	289
d)	Stellungnahme . . . . .	289
3.	Effektive Verhinderung eines Delistings unter Wert bei § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG erscheint zweifelhaft . . . . .	292
IV.	Keine weiteren Abhilfemöglichkeiten . . . . .	292
1.	Sonderfall des Self-Tender Offer . . . . .	292
a)	Keine teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG . . . . .	293
aa)	Ziel ist immer noch das Delisting und nicht lediglich ein Aktienrückkauf . . . . .	293
bb)	Schutz des § 71 AktG nicht ausreichend . . . . .	294
cc)	Kein Interessengleichlauf . . . . .	295
dd)	Bewusste Entscheidung des Gesetzgebers . . . . .	296
ee)	Fazit . . . . .	296
b)	Keine Anfechtung nach § 243 Abs. 1 AktG . . . . .	296
aa)	Gesamtbetrachtung verbietet sich . . . . .	296
bb)	Streitigkeiten über die Abfindungshöhe sind von der Maßnahme zu trennen . . . . .	297
cc)	Daran ändert auch § 237 Abs. 3 Nr. 2 AktG nichts . . . . .	298

c) Kein Sondervorteil im Sinne des § 243 Abs. 2 AktG .....	299
aa) Allgemeines.....	299
bb) Auch mittelbare Vorteilerlangung ausreichend .....	299
cc) Vorteile des Delistings .....	300
dd) Fehlende Sachwidrigkeit.....	301
d) Fazit .....	302
2. § 53a AktG greift nicht .....	302
a) Nur materielle Ungleichbehandlung denkbar.....	302
b) Eine solche liegt aber ebenfalls nicht vor .....	304
c) Jedenfalls keine sachwidrige Differenzierung .....	305
d) Im Übrigen würde § 53a AktG keine wirksame Abhilfe schaffen	305
3. Delisting unter Wert stellt regelmäßig keine Sorgfaltspflicht-	
verletzung dar .....	306
a) Pflicht zur Nichtausnutzung einer Gesetzeslücke kann sich	
nur aus der Sorgfaltspflicht ieS ergeben .....	306
b) Einschränkung durch die Business Judgement Rule des	
§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG.....	307
aa) Delisting als unternehmerische Entscheidung .....	307
bb) Handeln auf Grundlage angemessener Information .....	308
cc) Zum Wohle der Gesellschaft .....	308
dd) Unternehmerisches Ermessen .....	309
ee) Beim Delisting unter Wert wird der Vorstand vernünftiger-	
weise annehmen dürfen, zum Wohle der Gesellschaft zu	
handeln .....	309
ff) Keine Interessenkonflikte, Handeln in gutem Glauben ....	311
gg) Fazit.....	311
4. § 117 Abs. 1 AktG greift nicht .....	312
a) Benutzung von Einfluss .....	312
b) Kausaler Schaden zweifelhaft .....	313
aa) Bei Angebotsannahme.....	313
bb) Bei Verkauf am Markt.....	313
c) Jedenfalls fehlende Rechtswidrigkeit.....	314
5. § 117 Abs. 2 AktG ist ebenfalls nicht erfüllt .....	315
6. §§ 317, 318 AktG scheitern an fehlender Sorgfaltspflichtverletzung	315
7. Keine Sittenwidrigkeit im Sinne des § 826 BGB .....	317
8. Kein Treuepflichtverstoß .....	318
a) Aktionär gegenüber der Gesellschaft .....	318
b) Großaktionär gegenüber den Minderheitsaktionären .....	319
aa) Treuepflichtverstoß umstritten .....	319
bb) Richtigerweise abzulehnen .....	320
(1) Nur mitgliedschaftliche Belange erfasst .....	320
(2) Diese betrifft das Delisting unter Wert nicht .....	322
(3) Keine Korrektur abschließender gesetzlicher Regelungen	323

(4) Zu einer solchen würde die Annahme einer Treuepflichtverletzung aber führen .....	323
(5) Treuepflichtverletzung selbst bei Einbezug des außer-gesellschaftlichen Fungibilitätsinteresses höchstens bei sonstigen, nicht die Abfindungshöhe betreffenden Umständen denkbar .....	325
c) Gesellschaft gegenüber den Aktionären .....	325
d) Fazit .....	327
9. Daher keine weiteren Abhilfemöglichkeiten .....	328
V. Fazit .....	328
<b>H. Der Fall <i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes ...</b>	<b>329</b>
I. Einleitung .....	329
II. Sachverhalt .....	329
1. Delisting in Form eines Self-Tender Offers .....	329
2. Geschehen im Nachgang der Transaktion .....	331
a) Verhaltene Annahmequote .....	331
b) Vergoldeter Exit für einen Hedge-Fonds .....	332
c) Es gibt ein Leben nach dem Delisting .....	332
d) Diverse Aktionärsklagen .....	333
3. Angebotshöhe im Detail .....	334
a) Negative Kursentwicklung seit dem IPO .....	334
b) Schwankende Kursentwicklung im Sechs-Monats-Zeitraum ...	335
c) Bilanzielle Kennzahlen sprechen für deutlich höheren Funda- mentalwert .....	335
4. Motive für das Delisting der <i>Rocket Internet SE</i> .....	336
III. Würdigung .....	337
1. Beißende Kritik am Börsenrückzug – <i>Rocket Internet</i> als Damm- bruch .....	337
2. Stellungnahme .....	338
a) Ungewöhnlicher Delisting-Kandidat .....	338
b) Angebotshöhe ambivalent .....	338
c) Nachvollziehbare Motive für das Delisting .....	339
IV. Übertragung der Erkenntnisse zum Delisting unter Wert auf den kon- kreten Fall .....	339
1. Delisting unter Wert dürfte vorliegen .....	339
2. Abschließende Regelung des § 39 Abs. 3 BörsG verhindert einen Differenzanspruch .....	341
3. Verstoß gegen § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG ist fernliegend .....	341
4. Keine Sorgfaltspflichtverletzung im Sinne von §§ 93, 116 AktG ersichtlich .....	341
a) Allgemein .....	341
b) Wohl kein schädlicher Interessenkonflikt des unternehmerisch beteiligten Vorstandes .....	342

5. §§ 117, 317, 318 AktG scheiden daher ebenfalls aus .....	343
6. Dies gilt auch für eine Treuepflichtverletzung .....	343
7. §§ 243, 53a AktG, § 826 BGB sind generell nicht einschlägig .....	344
8. Ausnahme des § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG .....	344
a) Delisting-Ablauf als gestreckter Sachverhalt .....	345
b) Frühere Veröffentlichungspflicht nicht auszuschließen .....	345
c) Aber Befreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR .....	346
aa) Berechtigtes Interesse bei drittem Bieter .....	346
bb) Berechtigtes Interesse bei Self-Tender Offer .....	348
cc) Daher Befreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR denkbar .....	348
dd) Vorbehaltlich der Details des Einzelfalls so auch bei <i>Rocket Internet</i> .....	349
V. Analyse der Ergebnisse mit Blick auf die bestehende Rechtslage .....	349
<b>I. Delisting unter Wert de lege ferenda .....</b>	<b>351</b>
I. Notwendigkeit einer Regelung .....	351
1. Aus empirischen Gründen .....	351
a) Zahl der Delistings .....	351
b) Kursverlauf .....	353
2. Weitere Erwägungen .....	353
3. Fazit .....	354
II. Vorbilder in anderen Rechtsordnungen .....	354
1. Pflichtangebotslösung als Sonderweg .....	354
2. Neuregelung des Delistings in Österreich als Blaupause .....	355
a) Anlegerschutz allgemein .....	355
b) Handelbarkeit als Schutzgut .....	356
c) Dennoch Hauptversammlungsbeschluss notwendig .....	356
d) Abfindungsangebot .....	356
e) Kodifizierung einer Fallback-Klausel .....	357
f) Prüfung der Angebotsunterlage vor Veröffentlichung durch einen Sachverständigen und die Übernahmekommission .....	358
g) Nachträgliches Überprüfungsverfahren, Ausschlussquorum .....	359
h) Harmonisierung von <i>regulärem</i> und <i>kaltem Delisting</i> .....	360
i) Würdigung .....	360
aa) Aufwertung des Börsenkurses, Fundamentalwert als entscheidendes Wertkonzept .....	360
bb) Zusätzlicher Fünf-Tages-Durchschnittskurs als inkonse- quente Meistbegünstigung .....	361
cc) Approximative Bewertungsverfahren mit abweichender Bedeutung zu deutscher Bewertungsdebatte .....	362
dd) Flexible Regelung der Unternehmensbewertung für mehr Einzelfallgerechtigkeit .....	363
ee) Erfordernis offensichtlicher Abweichung trägt der Natur der Fundamentalwertermittlung Rechnung .....	363

	ff) Fehlen sachlicher Ausnahmefallgruppen problematisch . . . .	364
	gg) Verzicht auf sachliche Fallgruppen beseitigt die Probleme der ex-post-Unternehmensbewertung . . . . .	365
	hh) In Deutschland Regelung der Angebotshöhe in sachlicher Hinsicht zu eng, in Österreich hingegen zu weit . . . . .	366
	ii) Aber praktikable, bestimmbare Plausibilisierung als wert- voller Ansatzpunkt . . . . .	366
	jj) Fallback-Klausel des § 27e Abs. 7 S. 2 ÜbG bestätigt feh- lendes Angemessenheitspostulat bei § 39 Abs. 3 BörsG . . .	367
	kk) Hauptversammlungserfordernis als Systembruch . . . . .	367
	ll) Bericht des unabhängigen Prüfers mindert Probleme einer ex-post-Unternehmensbewertung . . . . .	367
	3. Fazit . . . . .	368
III.	Schutzzumfang – Wertkonzept . . . . .	369
IV.	Art und Weise – Wertermittlungsmethode . . . . .	371
	1. Einleitung . . . . .	371
	2. Berücksichtigung der gegenläufigen Interessen . . . . .	371
	3. Regulierungsmodell . . . . .	372
	a) Generalklausel nicht sinnvoll . . . . .	372
	b) Generalklauselhaftes Regel-Ausnahme-Schema mit ähnlichen Problemen verbunden . . . . .	374
	c) Strenges Regel-Ausnahme-Schema als geringstes Übel . . . . .	375
	d) Bereinigter Börsenkurs ist keine Alternative . . . . .	376
	e) Ebenso wenig ein pauschaler Ausgleich . . . . .	376
	f) Zwischenergebnis . . . . .	377
	4. Gestaltung des Ausnahmetatbestandes . . . . .	377
	a) Qualitative und quantitative Kriterien denkbar . . . . .	377
	b) Eigentlich Kombination beider geboten . . . . .	378
	c) Sachliche Kriterien aber mit diversen Problemen behaftet . . . . .	378
	d) Kombination beider aber auch nicht generalklauselhaft sinnvoll	379
	e) Quantitative Kriterien vorzuziehen . . . . .	379
	f) Konsequenzen . . . . .	380
	g) Konkretisierung offensichtlicher Abweichung . . . . .	380
	aa) Liquidationswert als Untergrenze . . . . .	381
	(1) Richtigerweise grundsätzlich zu berücksichtigen . . . . .	381
	(2) Zusammenhang mit dem Buchwert . . . . .	382
	bb) Multiplikatoren zur Plausibilisierung . . . . .	385
	(1) Problem der Relativität . . . . .	385
	(2) Durchführung im Einzelfall . . . . .	387
	(3) Mögliche Multiplikatoren . . . . .	388
	(4) Vorteile . . . . .	389
	(5) Nachteile . . . . .	389
	(6) Verbreitung . . . . .	390
	(7) Fazit . . . . .	391



cc)	Vereinfachtes Ertragswertverfahren nicht tauglich . . . . .	391
(1)	Ermittlung . . . . .	392
(2)	Kritik . . . . .	392
dd)	Vereinfachte indikative Wertfindung ebenfalls nicht sinnvoll . . . . .	395
ee)	Zwischenergebnis . . . . .	396
h)	Alternativ: Qualitative und quantitative Kriterien . . . . .	396
aa)	Sachliche Fallgruppen allgemein . . . . .	396
bb)	Bestimmung sonstiger Anomalien im Detail . . . . .	397
(1)	VDAX als Indikator für erhöhte Volatilität . . . . .	397
(2)	Betrachtung des Kursverlaufs . . . . .	399
(3)	Relative Betrachtung im Marktkontext . . . . .	400
cc)	Quantitative Kriterien . . . . .	401
5.	Fazit . . . . .	401
V.	Änderung des Betrachtungszeitraums . . . . .	402
1.	Wahl des Zeitraums als Dilemma . . . . .	403
2.	Durchschnittsbetrachtung durchaus sinnvoll begründbar . . . . .	403
3.	Weitere Lösungsvorschläge überzeugen nicht . . . . .	404
4.	Ergebnis . . . . .	405
VI.	Rechtsschutz . . . . .	405
1.	Einleitung . . . . .	405
2.	Prima facie nicht zwingend Regimewechsel erforderlich . . . . .	406
3.	Österreich als Vorbild für ein Überprüfungsverfahren . . . . .	406
a)	Ex-ante-Prüfung durch unabhängigen Sachverständigen . . . . .	406
b)	Nachprüfungsverfahren ex-post . . . . .	407
aa)	Zuständige Stelle . . . . .	408
bb)	Beteiligte, Antragsberechtigung . . . . .	409
cc)	Ausschlussquorum . . . . .	410
dd)	Bindungswirkung . . . . .	411
ee)	Frist . . . . .	411
ff)	Kosten . . . . .	411
gg)	Amtsermittlungsgrundsatz . . . . .	412
hh)	Besser eigenständige Kodifizierung als Inkorporierung in das SpruchG . . . . .	412
VII.	Vorwurf faktisch gesellschaftsrechtlicher Lösung nicht haltbar . . . . .	413
VIII.	Konkreter Regelungsvorschlag für die Neufassung . . . . .	414
1.	§ 39 BörsG – Widerruf der Zulassung bei Wertpapieren . . . . .	414
2.	§ 39a BörsG – Unabhängiger Sachverständiger . . . . .	416
3.	§ 39b BörsG – Nachprüfungsverfahren . . . . .	417
4.	§ 16 Abs. 4 UmwG – Harmonisierung mit § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Alt. 2 UmwG . . . . .	418

**J. Fazit** ..... 419

    I. Grundlagen ..... 419

    II. Wert und Wertermittlung ..... 419

    III. Schutztrias ..... 420

    IV. Schutzkonzeption des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG ..... 421

    V. Delisting unter Wert ..... 423

    VI. Unzureichender Schutz de lege lata ..... 424

    VII. *Rocket Internet* als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes ..... 428

    VIII. Delisting unter Wert de lege ferenda ..... 428

**Literaturverzeichnis** ..... 431

**Stichwortverzeichnis** ..... 464