

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	27
I. Einführung und Begründung der Thematik	27
II. Gang der Untersuchung	29
B. Grundlagen	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
C. Wert und Wertermittlung	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
D. Schutztrias beim Delisting	122
I. Schutzgut	122
II. Drei mögliche Wertkonzepte für die Abfindung	129
III. Wertermittlung	132
IV. Konsequenzen	133
V. Fazit	137
E. Schutzkonzeption des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG	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
F. Delisting unter Wert	194
I. Abhängigkeit von der Schutztrias	194
II. Fundamentalwert	194
III. Verkehrswert	211
IV. Fazit	213
G. Unzureichender Schutz de lege lata	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
H.	Der Fall <i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes ...	329
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
I.	Delisting unter Wert de lege ferenda	351
I.	Notwendigkeit einer Regelung	351
II.	Vorbilder in anderen Rechtsordnungen	354
III.	Schutzumfang – 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
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.	<i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes	428
VIII.	Delisting unter Wert de lege ferenda	428
Literaturverzeichnis	431	
Stichwortverzeichnis	464	

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	27
I. Einführung und Begründung der Thematik	27
II. Gang der Untersuchung	29
B. Grundlagen	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/Schiereck/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. Wert und Wertermittlung		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 Marktengen	90
d) Bei Marktengen 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 gleichgesetzt werden	120
D. Schutztrias beim Delisting	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 Zusammenhang von Börsenkurs und Fundamentalwert hergeleitet werden....	135
4. Daher keine strenge Dichotomie	136
V. Fazit	137
E. Schutzkonzeption des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG	139
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 Fundamentalwert	155
(4) Explizites Rekurrieren 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 Fundamental- 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

F. Delisting unter Wert	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 Prämissee von stetiger Identität nie möglich	209
bb) Bei Prämissee von fortwährender Divergenz stets möglich ..	209
cc) Bei Prämissee von in der Regel vorliegender Divergenz nur Erheblichkeitsschwelle	209
dd) Bei Prämissee 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
G.	Unzureichender Schutz de lege lata	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 Angebotshöhe 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 allgemeinem 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 konkretisierenden 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 Determinierung als Absicherung	262
(3) Neuregelung als Kompromiss	263
(4) Rechtssicherheit, Wunsch nach bestandskräftiger Feststellung	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 Vorteilserlangung 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 Sorgfaltspflichtverletzung 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 vernünftigerweise 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 außergesellschaftlichen 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
H. Der Fall <i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes ...	329
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 Fundamentalwert	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 Dammbruch	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 konkreten 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
I. Delisting unter Wert de lege ferenda	351
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 wertvoller Ansatzpunkt	366
jj)	Fallback-Klausel des § 27e Abs. 7 S. 2 ÜbG bestätigt fehlendes 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.	Schutzmfang – 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)	Strenge 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. <i>Rocket Internet</i> als Präzedenzfall unzureichenden Schutzes	428
VIII. Delisting unter Wert de lege ferenda	428
Literaturverzeichnis	431
Stichwortverzeichnis	464