

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	25
A. Problematik	25
B. Stand der Forschung	28
C. Struktur der Untersuchung	29

Erster Teil

Prinzip des Delisting und seine thematische und rechtliche Einordnung	32
§ 2 Grundlagen	33
A. Aktueller Entwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes in Deutschland	33
B. Börsenzulassung	35
I. Voraussetzungen	35
II. Gründe	36
1. Finanzierungsfunktion: Zugang zum Kapitalmarkt für Eigen- und Fremd- kapital	37
2. Liquiditätsfunktion: Eigenkapital zur Akquisitions- und Transaktions- finanzierung	38
3. Gesteigerte Reputation der Gesellschaft auch zur Sicherung und Förde- rung des Personalbestands	38
C. Ausprägungen des Delisting	40
I. Kaltes Delisting auf umwandlungs- oder gesellschaftsrechtlichem Weg ..	41
II. Temporäre Aussetzung (§ 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG) und Einstellung der Notierung (§ 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG)	43
III. Zwangsdelisting – der Widerruf von Amts wegen	45
1. Verstoß gegen börsenrechtliche Vorgaben nach § 39 Abs. 1 BörsG ..	45
2. Regelung des Delisting in der Insolvenz	46
IV. (Reguläres) Delisting auf börsenrechtlichem Weg	47
D. Einordnung des regulären Delisting in die Handelssegmente	48
I. Geregelter und organisierter Markt	48
II. Freiverkehr als Teil des multilateralen Handelssystems (MTF)	49

E. Weitere Termini	50
I. Downlisting	50
II. Downgrading	51
III. Partielles Delisting	52
IV. Going Private	53
F. Zwischenergebnis	53
§ 3 Rechtliche und faktische Rahmenbedingungen des regulären Delisting	55
A. Akteure im Delistingverfahren	55
I. Kreis der Aktionäre	55
1. Hauptaktionär als Bieter im Sinne des WpÜG, der Vorstand als Antragsteller	56
2. Interessengruppe der Minderheitsaktionäre	57
II. Konfliktbehaftetes Verhältnis der Hauptakteure	58
1. Verhältnis: Hauptaktionär – Minderheitsaktionär	58
2. Dreiecksverhältnis: Hauptaktionär – Vorstand – Minderheitsaktionär ..	59
3. Prinzipal-Agenten-Problem als Ausprägung unterschiedlicher Interessen und Machtstellungen	61
III. Weitere Akteure des Delistingverfahrens	63
1. Börsengesellschaft	63
2. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	65
IV. Zwischenergebnis	66
B. Gründe und Motivationen für ein reguläres Delisting	67
I. Aus Sicht deutscher Emittentinnen	68
1. Reduktion von direkten und indirekten Kosten aus den Folgepflichten der Börsenzulassung	68
a) Die Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 (MMVO) als Quelle diverser Folgepflichten	68
b) § 42 BörsG: Besonderheiten der Zulassung im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörsen	71
2. Beseitigung einer fehlenden Kapitalmarktfunktion	72
3. Verringerung von Risiken	74
4. Wettbewerbsspezifische Erwägungen	74
5. Realisierung von nicht ausgeschöpften Wertpotentialen	75
6. Abwehr einer feindlichen Übernahme	75
7. Fehlende Bewertungsfunktion aufgrund mangelnder Liquidität	76
8. Aufgabe weiterer Zulassungsfolgepflichten	76
II. Besonderheiten aus Sicht US-amerikanischer Emittentinnen	77
III. Gründe eines regulären Delisting aus Sicht des Mehrheitsaktionärs	78
IV. Aus Sicht anderer Akteure	79

C. Auswirkungen des regulären Delisting auf die Hauptakteure	79
I. Auf den Minderheitsaktionär	79
1. Verlust der Handelbarkeit seiner Aktien	80
2. Kursverluste nach Ankündigung des Widerrufs	81
3. Wegfall der Informations- und Kontrollfunktion	82
II. Auswirkungen auf den Hauptaktionär	83
III. Auswirkungen auf die Börsengesellschaft und die BaFin	84
D. Reguläres Delisting als faktischer Squeeze-out	84
I. Art. 14 Abs. 1 GG als Rechtsgrundlage für einen Eingriff in die mitgliedschaftliche Stellung	84
II. Formen des aktienrechtlichen (bzw. verschmelzungsrechtlichen) und des übernahmerechtlichen Squeeze-out (§§ 327a ff. AktG und § 39a, b WpÜG)	86
III. Abgrenzung zum regulären Delisting	87
IV. Stellungnahme	89
§ 4 Historische Entwicklung der Rechtslage im Vergleich	91
A. Im deutschen Recht	91
I. Zeit vor dem „Macrotron“-Urteil (25. 11. 2002)	91
1. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz (1. 4. 1998)	91
2. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz (1. 7. 2002)	93
II. „Macrotron“-Urteil des BGH (2002): verfassungsrechtlicher Schutz nach Art. 14 GG	93
1. Grundsätze des „Macrotron“-Urteils	94
a) Ein Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung des Widerrufs	94
aa) Keine Herleitung aus den ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten des „Holzmüller“-Urteils (1982)	95
bb) Schutz der Möglichkeit einer jederzeitigen Realisierung des Verkehrswertes (Art. 14 Abs. 1 GG)	96
b) Eine Abfindung in Höhe des Aktienwertes in Berufung auf „DAT/Altana“ (1999)	97
c) Der Zugang zum Spruchverfahren	98
2. Offene Fragen des „Macrotron“-Urteils	99
III. Überprüfung der „Macrotron“-Rechtsprechung durch das BVerfG vom 11. 7. 2012 („MVS/Lindner“-Verfahren)	101
1. Frage des verfassungsrechtlichen Schutzes (Art. 14 GG)	101
2. Einfluss der Rechtstatsachenforschung im Urteil des BVerfG vom 11. 7. 2012	104
IV. Voraussetzungsfreies Delisting im „Frosta“-Beschluss vom 8. 10. 2013 ...	104
1. Auswirkungen des „Frosta“-Urteils auf die Anzahl der börslichen Widerufe	105

2. Anlegerschutz gem. § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG	106
3. Urteilsbegründung des BGH	107
a) Keine Beeinträchtigung des Eigentums	107
b) Stellungnahme	108
4. Reaktionen des Schrifttums auf den „Frosta“-Beschluss	109
V. Neuregelung des § 39 BörsG (20.11.2015)	110
1. Reaktion des Gesetzgebers auf das „Frosta“-Urteil des BGH	110
2. Regelungsvorschlag Hirte	111
3. „Neuregelung“ als kapitalmarktrechtliche Lösung für den börslichen Widerruf	112
4. Schematischer Überblick der Neuregelung des § 39 BörsG im historischen Vergleich	113
VI. Anpassungen durch die Finanzmarktnovellierungsgesetze in den Jahren 2016 und 2017	117
VII. Überprüfung des Gesetzes im Jahr 2017 und Forschungsauftrag im Jahr 2021	117
B. Entwicklung des Rückzugs von der Börse im US-amerikanischen Recht	118
I. Rechtliche und behördliche Rahmenbedingungen	119
1. Securities Act 1933 und Securities Exchange Act of 1934 (SEA)	119
2. Einführung des Sarbanes-Oxley Act of 2002	121
3. Aufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) als Autoritätsinstanz mit Gesetzgebungsgewalt	122
4. Aktionärsdemokratie mit Kontrolle über die Pflichten der Geschäftsführung	124
II. Rahmenbedingungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts	124
1. Der Ansatz des <i>common law</i>	124
2. Gesellschaftsrechtliche Aspekte	125
III. Historie des Delistingverfahrens	127
1. Zusätzliche Auflagen durch die SEC bei Verletzung des Anlegerschutzes	127
a) Fall der Shawmut Association	127
b) Fall der Torrington Company	129
c) Fall der Suburban Electric Securities Company	130
d) Gesetzliche Regelung in <i>Section 12 (g)</i> Exchange Act im Jahr 1944	130
2. Ergänzende Vorgaben in der Rule 500 der NYSE	131
C. Rechtsvergleichende Aspekte	132
§ 5 Ergebnis	132

Zweiter Teil

Kritische Darstellung des § 39 Abs. 2 BörsG mit vergleichenden Ausführungen zum US-amerikanischen Recht	135
§ 6 Gesetzliche Regelungen	135
A. Sachlicher und zeitlicher Anwendungsbereich der gesetzlichen und regulatorischen Regelungen	135
I. Deutsches Recht (§ 39 Abs. 2 BörsG)	135
1. Ausschluss der Freiverkehrssegmente vom Anlegerschutz des § 39 BörsG	135
2. Downgrading	138
3. Sonderfall bei Fortführung einer Börsenzulassung (im Inland oder in einem EU- oder EWR-Mitgliedstaat)	138
4. Zeitliche Anwendung	140
5. Stellungnahme	141
II. US-amerikanisches Recht	141
III. Rechtsvergleichende Aspekte	142
B. Verfahrensablauf	142
I. Einstufiger Verwaltungsakt in Deutschland	142
1. Derzeitige gesetzliche Regelung	142
a) Widerruf durch die Geschäftsführung der Börsengesellschaft	142
b) Ein öffentliches Angebot vom Bieter an die Aktionäre (§ 39 Abs. 2 S. 3 BörsG)	143
aa) Einordnung in die Angebotsverfahren des WpÜG	143
bb) Sonderfall des Delisting-Erwerbsangebots (§ 39 Abs. 3 S. 2 BörsG	
i. V. m. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	145
cc) Der Bieter	146
c) Veröffentlichung eines Angebots gem. den Regelungen des WpÜG	146
2. Stellungnahme	148
II. Zweistufiges Going-Private- und Going-Dark-Verfahren nach US-amerikanischem Recht	149
1. Aufgabe der börslichen Notierung und Beendigung der Registrierung gem. SEC Rule § 12d2-2 auf Antrag, i. V. m. Section 12(b) of the Exchange Act	150
2. Verfahrenstechnischer Schutz durch mögliche Anhörung vor der SEC ..	152
3. Voraussetzungen für die Aufgabe der Zulassungsfolgepflichten (Section 12 (g) SEA)	152
a) Regelfall: Begrenzung der Höhe der Vermögenswerte und Anzahl der nicht akkreditierten Aktionäre	152
b) Sonderfall für Emittentinnen der Section 15(d): Aussetzen und Wiedereinführung der Publizitätsverpflichtungen	153
4. Informationspflichten zum Delistingverfahren	154

5. Zusammenfassung	155
III. Rechtsvergleichende Aspekte	155
C. Regelung zur angemessenen Gegenleistung	158
I. Deutsches Recht (§ 39 BörsG)	158
1. Nicht im Widerspruch zum Anlegerschutz (§ 39 Abs. 2 S. 2 BörsG n.F.) ..	158
a) Erfordernis eines vollständigen öffentlichen Angebots nach den Vorschriften des WpÜG	158
b) Merkmale der Angebotsausgestaltung	159
aa) Angebotsumfang gerichtet an alle Aktien, ohne Teilangebote und Bedingungen	160
bb) Finanzierungsbestätigung	161
cc) Der Berechnungszeitraum für eine Gegenleistung in bar	161
2. Bemessung der Gegenleistung (§ 39 Abs. 3 S. 2 BörsG i. V. m. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	162
a) Im Regelfall der Börsenkurs als maßgeblicher Schätzwert (§ 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG auf das WpÜG)	162
b) Ausnahmeregelungen zur Bemessung gem. § 39 Abs. 3 S. 3 und S. 4 BörsG	162
aa) Verstöße gegen Art. 17 Abs. 1 MMVO und Art. 15 MMVO	163
bb) Kein ordentlicher Handel im Sinne eines Verstoßes gegen Art. 17, 15, 12 MMVO oder Marktengen (§ 39 Abs. 3 S. 3 und S. 4 BörsG) ..	164
cc) Keine Modifikation des WpÜG durch <i>Lex specialis</i> im BörsG bei Vor-, Parallel- und Nacherwerben	166
c) Meinungen des Schrifttums zur Auslegung der Bemessung der Gegenleistung gem. § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	167
d) Stellungnahme	170
aa) Keine Anwendung von Bemessungsalternativen bei Marktverwerfungen	170
bb) Eingriff in das Vermögen durch fehlende Berücksichtigung eines mit der Aktie verbundenen Optionswerts	171
cc) Eingeschränkter Nutzen der Ausnahmeregelungen	173
3. Forderung nach der Wiedereinsetzung des Spruchverfahrens zur Überprüfung der Abfindung	175
a) Beitrag zum Anlegerschutz	175
b) Schwächen des Spruchverfahrens	177
4. Umgehung der Pflichtangebotsregelung	179
a) Pflichtangebotsregelung (§ 29 Abs. 2 WpÜG)	179
b) Heraufsetzung des Nennbetrags	180
5. Umgehung des § 39 BörsG mit Hilfe des UmwG	181
II. Vorgaben zur Gegenleistung im US-amerikanischen Recht	183
III. Rechtsvergleichende Aspekte	184

D. Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht	185
I. Deutsches Recht	185
1. Ursprünglich auf Personengesellschaften beschränkt	186
2. Erweiterung der Treuepflicht auf Kapitalgesellschaften	186
a) Anspruch auf Information	188
b) Abwägungen für eine Treuepflichtverletzung des Mehrheitsaktionärs gegenüber dem Minderheitsaktionär	189
aa) Theoretische Überlegungen zu gesellschaftsrechtlichen Fallgruppen: Delisting in Sondersituationen	189
bb) Fallgruppe: Reguläres Delisting	191
c) Die Business Judgement Rule im deutschen Recht	192
II. US-amerikanisches Recht	195
1. Treuepflicht als Ausprägung der <i>business judgement rule</i>	195
a) Definition und Einordnung	195
b) Herleitung	196
2. Weitere Treuepflichten im US-amerikanischen Recht: <i>Unocal test, Revlon Duties, entire fairness test</i>	198
E. Rechtsschutz	199
I. Deutsches Recht	199
1. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz beschränkt auf § 39 Abs. 2 BörsG	199
a) Das Problem des Drittschutzes aus Anlegersicht vor den Verwaltungsgerichten	200
b) Öffentlich-rechtliche Anfechtungsklage gegen die Entscheidung der Geschäftsführung der Börsengesellschaft	203
c) Einschränkung der Reichweite des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes durch § 39 Abs. 6 BörsG	203
d) Kein Vorgehen gegen BaFin und Inhalt der Börsenordnungen	204
2. Zivilrechtlicher Rechtsschutz	204
a) Überprüfung der Unangemessenheit der Gegenleistung	204
b) Kein Spruchverfahren, sondern Bündelung der Interessen im Verfahren nach dem KapMuG	206
aa) Klärung der Bewertung durch das KapMuG	208
bb) Kritik	209
c) Reformansätze des KapMuG und Friktionen mit dem Umsetzungsgesetz (VRUG-E) der Verbandsklagenrichtlinie	210
II. US-amerikanisches Recht	212
1. Grundüberlegungen	212
a) Verfassungsrechtlicher Schutz	212
b) Gesellschaftsrechtlicher Schutz von Aktionärsrechten durch <i>appraisal rights</i> und <i>equitable remedies</i>	213

aa) Aktionärsschutz bei Strukturmaßnahmen	213
bb) Keine Anwendung der <i>appraisal rights</i> und der <i>equitable remedies</i> beim Delisting	215
2. Rechtsschutz beim Delisting	216
a) Die Klageformen der <i>direct suit</i> und <i>derivative suit</i>	216
b) Verankerung auf Bundesstaatenebene	218
c) Gesetzlicher Schutzbereich als Voraussetzung für Schadensersatzansprüche	219
III. Zwischenergebnis	220
§ 7 Weitere Regelungen	221
A. In den Börsenordnungen	221
I. In Deutschland	221
1. Einschränkung aufgrund rechtlicher Stellung der Börsenordnungen ...	222
2. Gefahr eines inhomogenen Regelungswerks	223
II. In den USA	224
B. In der Satzung	224
I. Privatautonome Ausgestaltung in der Satzung	224
II. Überlegungen zu § 23 Abs. 5 AktG	226
1. Verstoß gegen § 23 Abs. 5 S. 1 AktG	226
2. Standardisierung der Satzung als Voraussetzung für einen funktionierenden Kapitalmarkt	227
C. Verankerung der Notierung analog dem REITG	228
I. Gesetzlich vorgeschriebene Börsennotierung	228
II. Stellungnahme	229
§ 8 Privatrechtlich organisierte Handelsplätze als Instrumente des Anlegerschutzes	230
A. OTC Markets Group in den USA	231
B. Abgrenzung zum Freiverkehr in Deutschland	231
§ 9 Ergebnisse	233

Dritter Teil

Empirische Studien zum Vermögensverlust und zur Vorhersehbarkeit von Delistings	237
§ 10 Stand der Kapitalmarktforschung zum Kursverfall	237
A. Beurteilung der Studien für den deutschen Markt	237
I. Studien als Grundlage für die Urteile des BVerfG und BGH	238
1. Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank (2014) – Zeitraum „Frosta“	238

2. Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. (DAI) (2010) für den Zeitraum „Macrotron“	239
II. Studien der Perioden „Frosta“ und „Neuregelung“	241
1. Doumet/Limbach/Theissen (2015)	241
2. Bayer/Hoffmann (2015)	242
3. Karami/Schuster (2016)	243
4. Berninger/Schiereck/van de Vathorst (2019)	243
5. Verbraucherzentrale für Kapitalanleger (VzfK) (2020)	244
6. Grant Thornton (2022)	245
7. Zwischenergebnis	247
III. Übersicht relevanter Studien für den deutschen Markt	247
IV. Studien zum Fall Downlisting	250
1. Übersicht	250
2. Stellungnahme	250
B. Studienlandschaft für die USA	251
I. Sanger/Peterson (1990) und You/Parhizgari/Srivastava (2012)	251
II. Marosi/Massoud (2007)	251
III. Leuz/Triantis/Wang (2008)	252
IV. Zwischenergebnis	253
§ 11 Studien zu den Unternehmenscharakteristika	254
A. Für den deutschen Markt	254
I. Berninger/Schiereck/van de Vathorst (2019)	254
II. Bessler/Beyenbach/Rapp/Vendrasco (2023)	255
III. Grant Thornton (2022)	256
B. Für den US-amerikanischen Markt	256
I. Marosi/Massoud 2007	256
II. Leuz/Triantis/Wang (2008)	257
III. Azevedo/Colak/El Kalak/Tunaru (2021)	257
IV. Zwischenergebnis	258
C. Methodische Mängel und Grenzen der Studien	258
I. Empirische Studien als Anlass für Regelungsbedarf	259
II. Definition der Ereigniszenträume	260
III. Falsche Untersuchungsperiode	261
IV. Innere Gültigkeit: Kausalität vs. Korrelation	262
D. Zwischenergebnis	262
§ 12 Empirische Untersuchung zu Kursverläufen nach Ankündigung eines Widerrufs der Zulassung zum regulierten Handel bzw. des Einbezugs in den Freiverkehr	264

A. Aufstellung der Fragen und Hypothesen	264
B. Ansatz und Studiendesign	266
I. ANOVA-Methode mit Messwiederholung	269
II. Voraussetzung einer Normalverteilung: Anwendung von Kolmogorov-Smirnov-Test und Shapiro-Wilk-Test	270
III. Antwort auf Fragestellung 1: Müssen die Daten um Markteffekte, Marktmanipulation oder Insiderhandel bereinigt werden?	272
C. Datenerhebung und Verfahrensauswertung	275
I. Deutschland	275
1. Datenerhebung und -bereinigung	275
2. Antwort auf Fragestellung 2: Wie hoch fällt der durch das Delisting verursachte Vermögensverlust für einen Minderheitsaktionär für die Handelssegmente des regulierten Marktes und des privatrechtlich organisierten Freiverkehrs aus?	276
3. Antwort auf Fragestellung 3: Untersuchung der unterschiedlichen Ereignisperioden zur Feststellung eines idealen Desinvestitionszeitpunktes ..	278
4. Antwort auf Fragestellung 4: Schützt die gesetzliche „Neuregelung“ des § 39 BörsG besser als die Regelung der „Frosta“-Rechtsprechung?	279
5. Erklärungsansatz zur Kontroverse der Ergebnisse aus Fragestellungen 2 und 4	280
II. USA	282
D. Grenzen der Studiendesigns	285
I. Problem der Reduktion und Abstraktion	285
II. Nichtstandardfehler als Quelle von Abweichungen der Studienergebnisse ..	287
E. Exkurs: Opportunistische Delisting-Fälle der Rocket Internet SE und der CENTROTEC SE	287
I. Falldarstellung	287
1. Rocket Internet SE	288
2. CENTROTEC SE	289
II. Stellungnahme	290
F. Zusammenfassung der Ergebnisse	291
 <i>Vierter Teil</i>	
Notwendigkeit eines verbesserten Anlegerschutzes	293
§ 13 Maßstäbe des Anlegerschutzes	293
A. Grundlagen des Anlegerschutzes beim regulären Delisting	293
I. Einordnung	293
1. Rechtsquellen	293

2. Europarechtliche Rahmenbedingungen	295
3. Individual- und Kollektivschutz	296
4. Abbau von Informationsasymmetrien	299
II. Grenzen des Anlegerschutzes	300
1. Überregulierung und Deregulierung	301
2. Risiko der Informationsüberflutung	302
B. Bestimmung des Anlegertypus	303
C. Schutzbedürftigkeit des Anlegers	307
I. Dynamische Schutzbedürftigkeit in § 39 BörsG	307
II. Investmentrisiko als Anlegerrisiko	308
D. US-amerikanische Modellansätze zur Bestimmung regulatorischer Eingriffsintensität	309
I. Ökonomische Betrachtung des Anlegerschutzes	310
II. Allokation von Recht als ein Gut nach dem Coase-Theorem	311
1. Modellbetrachtung	311
2. Mehrperiodenbetrachtung mit voneinander abhängigen Handlungssabfolgen	314
a) Modellansatz	314
b) Kritik des Mehrperiodenmodells	315
III. <i>Kaldor-Hicks</i> -Kriterium als alternative Effizienzbetrachtung	316
a) Modellbetrachtung	316
b) Kritik	317
E. Erweiterte Gestaltungsmöglichkeiten des Anlegerschutzes	318
I. Informationsbereitstellung zur besseren Risikowahrnehmung am Beispiel von strukturierten Produkten	318
1. MiFID II: Schutz durch Information	318
2. Prognostizierbarkeit von Delistings	319
II. Forderung nach einem Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung für ein reguläres Delisting	319
1. Keine Verletzung des Art. 14 Abs. 1 GG	320
a) BVerfG: Kein Bestandsschutz, sondern alleiniger Vermögensschutz	320
b) BGH: Erhalt der Verkehrsfähigkeit	321
2. „Holzmüller“-Grundsätze angewendet auf den Widerruf der börslichen Zulassung	322
3. Analogie zum Börsengang	323
a) Hauptversammlungsbeschluss beim Börsengang	323
b) Übertragbarkeit auf den Widerruf der Börsenzulassung	325
4. Ablehnung einer Beschlussvorgabe	326

III. Stellungnahme	327
1. Zusätzliche Informationsbereitstellung beim regulären Delisting	327
2. Zur Forderung eines Beschlussvorbehalts als Voraussetzung für ein regulären Delisting	329
F. Ergebnis	332
§ 14 Bewertungsmethodik zur Ermittlung der Abfindungshöhe	334
A. Begriffliche und rechtliche Einordnung	334
I. Wert und Preis	334
II. Quotaler Unternehmenswert oder Wert eines Gesellschaftsanteils	335
III. Marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses	335
1. Der Börsenkurs als Momentaufnahme	336
2. Fehlende Informationseffizienz	337
3. Stellungnahme	339
B. Fundamentalanalytische Bewertungsmethoden zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes	342
I. Ertragswert und DCF-Wert	342
II. Net Asset Value (NAV)	343
C. Herleitung des Börsenkursverfahrens als angemessene Methode zur Berechnung der Gegenleistung beim regulären Delisting	344
I. Eingriffsintensität als Maßstab der Methodenwahl	344
II. „DAT/Altana“ als Grundlage für die Anwendung der Börsenkursmethode	346
III. Prozessökonomie und Transparenz	346
IV. Jüngste Rechtsprechung zur Methodenfreiheit	347
D. Stellungnahme	349
I. Marktorientierte Bewertung	349
II. Fundamentalanalytischer Ansatz	351
1. Ergebnisbreite durch finanzmathematische Modelle	351
2. IDW-1-Standard als Schätzung	352
 <i>Fünfter Teil</i>	
Lösungsvorschläge zur Neuregelung des § 39 BörsG und Gesamtergebnisse	355
§ 15 Reformvorschläge	355
A. Besserungsschein zur Lösung der Optionswertproblematik	356
I. Problematik	356
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	356

B. Erweiterung des Ausnahmekatalogs des § 39 Abs. 3 S. 3 und 4 BörsG um Fälle abnormaler Marktentwicklungen	357
I. Problematik	357
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	358
C. „Dynamisches Abfindungsverfahren“ für den regulierten Markt und das Downlisting zur Beteiligung von Minderheitsaktionären an der Realisierung von Wertpotentialen	358
I. Problematik	358
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	359
D. Erweiterung des Anwendungsbereichs des § 39 Abs. 1 BörsG durch ein „dynamisches Börsenkursverfahren“ für den Freiverkehr	360
I. Problematik	360
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	361
E. Ergänzender Reformvorschlag in Form einer Umkehr der Annahmeverpflichtung des öffentlichen Angebots	361
I. Problematik	361
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	362
§ 16 Zusammenfassung und Ausblick	362
Vorschlag zur Änderung im Gesetzestext	368
Literaturverzeichnis	370
Sachwortverzeichnis	415