

# Inhaltsverzeichnis

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

## *Erster Teil*

<b>Prinzip des Delisting und seine thematische und rechtliche Einordnung</b>	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 Wertpapierbörse .....	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

Inhaltsverzeichnis	11
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 mitglied-	84
schaftliche Stellung	
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 Hauptversammlungs-	
zuständigkeiten des „Holzmüller“-Urteils (1982)	95
bb) Schutz der Möglichkeit einer jederzeitigen Realisierung des Ver-	
kehrswertes (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 Wider-	
rufe	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 Geschäfts- führung .....	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*

<b>Kritische Darstellung des § 39 Abs. 2 BörsG mit vergleichenden Ausführungen zum US-amerikanischen Recht</b>	<b>135</b>
<b>§ 6 Gesetzliche Regelungen</b>	<b>135</b>
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 Markteng ( § 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 Gegen- leistung 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 imUS-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</i> , <i>Revlon Duties</i> , <i>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 Ereigniszeiträume	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

*Vierter Teil*

**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 Eingriffs- intensität .....	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 Handlungs- abfolgen .....	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

*Fünfter Teil*

- 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 Down-listing 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. Ergänzendes Reformvorschlag in Form einer Umkehr der Annahmeverpflichtung des öffentlichen Angebots .....	361
I. Problematik .....	361
II. Verfahren und Lösungsvorschlag .....	362
§ 16 Zusammenfassung und Ausblick .....	362
<b>Vorschlag zur Änderung im Gesetzestext .....</b>	<b>368</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>370</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>415</b>