

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
Erster Teil: Grundlagen	4
A. Kollisionsrecht und völkerrechtliche Grenzen	4
I. Die Rolle des Völkerrechts bei der Anwendung des Kollisionsrechts	4
II. Die Notwendigkeit einer sachgebietsbezogenen Lösung .	6
B. Ausgangspunkt: Souveränität im Wirtschaftsvölkerrecht .	9
I. Die souveräne Gleichheit der Staaten	9
II. Vermutung für oder gegen die Souveränität	14
III. Die maßgeblichen Interessen der Staaten im Börsenrecht .	20
1. Konkretisierung und Abstraktion von Interessen . .	21
2. Private und staatliche Interessen	23
3. Die rechtliche Verfaßtheit der Interessen	29
4. Stellvertretende Interessenwahrnehmung und Globalinteressen	32
C. Das Erfordernis eines „reasonable link“ als Grundregel . .	38
I. Der Begriff des „reasonable link“	39
II. Die Begründung des Prinzips	40
1. Der Streit um die dogmatische Grundlage	40
2. Die Anerkennung in der Praxis	43
3. Allgemeine Rechtsgrundsätze als Grundlage	51
III. Zusammenfassung	58
D. Die Konkretisierung der „reasonable link“-Regel	59
I. Die traditionellen Anknüpfungsprinzipien	60
II. Übertragbarkeit auf das internationale Wirtschaftsrecht .	63
1. Probleme bei der Übertragung	63
a) Gemischte Rechtsgebiete - Einheitsanknüpfung? .	65
b) Defizite der traditionellen Anknüpfungskriterien im Börsenrecht	67

2. Völkerrechtliche Lösungsansätze	71
a) Der Rückzug auf das Prinzip der sinnvollen Anknüpfung	71
b) Das Auswirkungsprinzip	72
c) „Legitimate interests“ als Anknüpfungspunkt	73
3. Zusammenfassung	75
 Zweiter Teil: Ordnung und Regelungsinteressen im Börsenrecht	 76
A. Zulassungsrecht	76
I. Deutschland	77
1. Die öffentliche Ordnung der Börsen in Deutschland	77
2. Zulassung von Handelsteilnehmern	79
3. Zulassung von Wertpapieren	84
a) Amtlicher Handel	86
aa) Schutz des Publikums	86
bb) Gewahrleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels	90
cc) Wahrung erheblicher allgemeiner Interessen	90
b) Der Geregelter Markt	92
c) Zusammenfassung	93
II. Vereinigtes Königreich	93
1. Die öffentliche Ordnung der Börsen im Vereinigten Königreich	93
2. Zulassung von Handelsteilnehmern	100
3. Zulassung von Wertpapieren	107
III. Vereinigte Staaten	111
1. Die öffentliche Ordnung der Börsen in den Vereinigten Staaten	112
2. Zulassung von Handelsteilnehmern	115
3. Zulassung von Wertpapieren	118
a) Registrierung von Emissionen	118
b) Registrierung öffentlich gehandelter Wertpapiere	123
IV. Exkurs: Europäische Gemeinschaften	126
1. Vorbemerkung	126
2. Die Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen	127
 B. Das Recht der periodischen Publizität	 130
I. Deutschland	130
1. Amtlicher Handel	130
2. Geregelter Markt	133
3. Freiverkehr	134
II. Vereinigtes Königreich	136

III. Vereinigte Staaten	138
1. Folgepflichten der Registrierung	138
2. Ad-hoc Publizität	140
3. Publizität bei Stimmrechtsvollmachten	141
C. Börsenhandelsrecht	142
I. Das öffentliche Angebot von Wertpapieren	143
1. Deutschland	143
a) Börsenhandel	144
b) Außerbörslicher Handel	145
2. Vereinigtes Königreich	146
a) Einführungsmodalitäten zum Amtlichen Handel	147
b) Ohne Einbeziehung in den Amtlichen Handel	150
3. Vereinigte Staaten	152
II. Publizität beim Erwerb bedeutender Beteiligungen	155
1. Deutschland	155
a) Prospekt- und aktienrechtliche Publizität	156
b) Meldepflichten nach dem WertpHG	157
2. Vereinigtes Königreich	159
a) Pflichten nach dem Companies Act 1985	159
b) Pflichten nach den Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares	159
c) Pflichten nach den Listing Rules	160
3. Vereinigte Staaten	161
a) Pflichten der Emittenten	161
b) Pflichten der Anleger	162
III. Verbot von Insiderhandel und betrügerischen Machenschaften	164
1. Deutschland	165
a) Die Insiderhandels-Richtlinien und Nebengesetze	166
b) Das neue Insiderrecht im WertpHG	170
2. Vereinigtes Königreich	172
a) Die Rechtslage nach dem Company Securities (Insider Dealing) Act 1985	173
b) Das neue Insiderrecht: Der Criminal Justice Act 1993	176
c) Regelungen der Selbstverwaltung	178
d) Strafvorschriften des Financial Services Act 1986	180
3. Vereinigte Staaten	182
a) Sec. 10(b) SEA 1934 und Rule 10 b-5	183
b) Betrug im Übernahmekontext: Sec. 14(e) SEA 1934	191
c) „Short-Swing Trading“ von Insidern: Sec. 16(b) SEA 1934	194
d) Sonstige Betrugsverbote	196

IV. Öffentliche Übernahmeverträge	197
1. Deutschland	199
a) Das Interesse an einer speziellen gesetzlichen Regelung	200
b) Börsen- und aktienrechtliche Rahmenbedingungen	202
2. Vereinigtes Königreich	209
a) Die rechtlichen Rahmenbedingungen	209
b) Übernahmeverfahren nach dem City Code und den SARs	212
3. Exkurs: Der Vorschlag für eine EG-Übernahmerichtlinie	225
4. Vereinigte Staaten	228
a) Pflichten im Vorfeld der Übernahme	228
b) Das Übernahmerecht des Williams Act	228
Dritter Teil: Staateninteressen in Auslandssachverhalten	236
A. Zulassungsrecht	236
I. Deutschland	237
1. Zulassung von Handelsteilnehmern	237
a) Inländische Börsen	237
b) Grenzüberschreitende elektronische Handelssysteme	239
c) Außerbörsliche Geschäfte	242
aa) Effektengeschäft	242
bb) Kapitalanlagegeschäft	242
cc) Gewerberechtliche Fragen	244
2. Zulassung von Wertpapieren	246
a) Grundsatz	246
b) Detailfragen	249
aa) Amtlicher Handel	249
(1) Anforderungen an das Wertpapier	250
(a) Wertpapiereigenschaft	250
(b) Ordnungsgemäße Ausgabe – Das Problem des Gesellschaftsstatuts . .	251
(c) Weitere Anforderungen an das Wertpapier	256
(d) Teilemissionen	259
(e) Zurückweisung suspekter Emittenten	260
(2) Anforderungen an den Emittenten	261
(3) Anforderungen an den Zulassungsprospekt	262
(a) Grundsatz und Befreiungstatbestände	262
(b) Probleme bei der Anwendung einzelner Prospektflichten	264
(aa) Angaben über die zuzulassenden Wertpapiere	264
(bb) Angaben über den Emittenten	267

(aaa) Kapitalstruktur	267
(bbb) Geschäftstätigkeit	267
(ccc) Geschäftsaussichten: Das Grundproblem von Publizitätsgebot vs. Publizitätsverbot	269
(ddd) Bilanzierungsfragen	274
(eee) Zwischenübersichten	280
bb) Geregelter Markt	280
II. Vereinigtes Königreich	282
1. Zulassung von Handelsteilnehmern	282
a) „Investment business in the United Kingdom“	282
b) Extraterritoriale „Mareva injunctions“ gegen ausländische Händler	293
2. Zulassung von Wertpapieren	297
a) Grundsätze: Inlanderbehandlung und Entgegenkommen	297
b) Anforderungen an den Emittenten	300
c) Anforderungen an die zulassenden Wertpapiere . .	303
d) Anforderungen an den Zulassungsprospekt	304
III. Vereinigte Staaten	307
1. Zulassung von Handelsteilnehmern	308
a) Regelung von Anlageberatern	308
b) Regelung von Maklern und Handlern	311
aa) Grundsatz und Folgen einer Registrierung	311
(1) Grundsatz	311
(2) Sec. 30(b) SEA 1934	312
(3) Praxis der Anwendung von Sec. 15(a) SEA 1934	318
(4) Folgen der Registrierungspflicht	323
(5) Völkerrechtliche Proteste gegen den Vorschlag einer „Large Traders“-Publizität .	326
bb) Ausnahmeregelungen in Rule 15a-6	328
(1) Der „policy-Vorbehalt“ der SEC	329
(2) Überblick über die Freistellungen in Rule 15a-6	330
cc) Vorschlag für eine Anerkennung ausländischer Zulassungen	333
c) Zusammenfassung	336
2. Zulassung von Wertpapieren	337
a) Zulassungsbedingungen der Börsen: Das Problem der „corporate governance“-Bedingungen	338
b) Die extraterritoriale Anwendung der Registrierungspflicht bei „public offerings“ . .	341

aa)	Das Potential von Sec. 5 SA 1933 und Release 4708	341
bb)	Die extraterritoriale Anwendung von Sec. 5 SA 1933 in der Rechtsprechung	348
cc)	Ausnahmen von der Registrierungspflicht in Regulation S	352
	(1) Hintergrund und völkerrechtliche Einordnung	352
	(2) Generalausnahme: Rule 901	353
	(3) Einzelfreistellungen (Safe Harbors) für Emittenten (Rule 903) und Weiterverkäufer (Rule 904)	356
	(a) Gemeinsame Bedingungen	356
	(aa) „Offshore Transactions“	356
	(bb) Keine in die USA gezielten Verkaufsanstrengungen	358
	(b) Zusätzliche Bedingungen zur Freistellung von Emittenten	360
	(c) Zusätzliche Bedingungen zur Freistellung von Weiterverkäufen	365
dd)	Folgen der Registrierungspflicht: Registrierungserklärung und Verkaufsprospekt	366
	(1) Grundsätze	366
	(2) Wesentliche Prospektangaben und ihre Anwendung auf ausländische Emittenten	368
c)	Die extraterritoriale Anwendung des Registrierungsrechts bei Privatplazierungen	378
aa)	Ausgangslage	378
bb)	Plazierung bei erfahrenen Anlegern: Rule 506	379
cc)	Freistellung für Weiterverkäufe: Rule 144 und die „Sec. 4(1) $\frac{1}{2}$ -Ausnahme“	381
dd)	Qualifizierte Privatplazierungen nach Rule 144A	382
d)	Die extraterritoriale Registrierungspflicht beim Sekundärhandel	385
aa)	Börsenmäßiger Sekundärhandel	385
bb)	Außerbörslicher Sekundärhandel	387
e)	Besonderheiten beim Handel mit Hinterlegungsscheinen (ADRs)	394
aa)	Grundstrukturen eines ADR-Programms	394
bb)	Die Registrierungspflichten	397
	(1) Registrierung der ADRs	397
	(2) Registrierung der hinterlegten Wertpapiere	398
f)	Zusammenfassung	401

Inhaltsverzeichnis	XV
B. Das Recht der periodischen Publizität	403
I. Deutschland	403
1. Amtlicher Handel	403
a) Zwischenberichtspflicht	403
b) Kursrelevante Tatsachen	405
c) Gesellschaftsrechtliche Mitteilungen	407
d) Auskunftspflichten	409
2. Geregelter Markt	410
3. Freiverkehr	410
II. Vereinigtes Königreich	410
1. Ausländische Emittenten mit Erstzulassung	
im Vereinigten Königreich	411
a) Kursrelevante Tatsachen	411
b) Gesellschaftsrechtliche Mitteilungen	412
c) Ergebnisberichtspflichten	413
d) Pflichten bei ungewöhnlichen Geschäften	414
e) Anforderungen an den Satzungsinhalt	417
f) Regeln über den Erwerb eigener Aktien	419
g) Einbindung der Direktoren	420
2. Ausländische Emittenten mit Zweitzulassung	
im Vereinigten Königreich	421
III. Vereinigte Staaten	423
1. Emittenten ohne laufende Publizitätspflichten	423
2. Privilegierte „foreign private issuers“ im Freiverkehr	423
3. Emittenten mit registrierten Wertpapieren	424
a) Geschäftsabschlüsse	424
b) Kursrelevante Ereignisse	427
4. Publizität bei ADRs	428
5. Publizität bei Stimmrechtsvollmachten	430
C. Börsenhandelsrecht	434
I. Das öffentliche Angebot von Wertpapieren	435
1. Deutschland	435
a) „Angebot“	435
b) „Öffentliches“ Angebot	437
c) Angebot „im Inland“	440
d) Prospektinhalt	442
2. Vereinigtes Königreich	443
a) Angebot amtlich notierter Wertpapiere	444
b) Angebot von nicht zum Amtlichen Handel	
zugelassenen Papieren	445
3. Vereinigte Staaten	447
II. Publizität beim Erwerb bedeutender Beteiligungen	449
1. Deutschland	449

a) Pflichten des Aktionärs	450
b) Pflichten der Gesellschaft	451
2. Vereinigtes Königreich	452
a) Pflichten des Aktionärs	453
b) Pflichten der Gesellschaft	454
3. Vereinigte Staaten	456
a) Pflichten der Gesellschaft	456
b) Pflichten des Aktionärs	457
III. Insiderrecht	459
1. Deutschland	459
a) Grundlagen der Anknüpfung	459
b) Die Reichweite der öffentlich-rechtlichen Befugnisse .	461
c) Die Reichweite der strafrechtlichen Verbotsnormen – Die Anwendbarkeit der §§ 3ff. StGB	469
aa) Außerbörsliche Geschäfte	470
(1) Der inländische Tatort	470
(2) Das passive Personalitätsprinzip	472
(3) Das aktive Personalitätsprinzip und die stellvertretende Strafrechtspflege	473
(4) Die Verweisung auf ausländisches Insiderrecht	474
bb) Geschäfte über die inländische Börse	479
d) Völkerrechtliche Grenzen international-privatrechtlicher Wirkungen der Verbotsnormen	480
aa) § 14 WertpHG als Verbotsgesetz	480
bb) Vertragsrechtliche Qualifikation	482
cc) Durchsetzung zwingenden Rechts (Art. 34 EGBGB)	484
dd) Verbraucherschutz (Art. 29 EGBGB)	489
ee) Durchsetzung des ordre public (Art. 6 EGBGB)	492
2. Vereinigtes Königreich	494
a) Die Reichweite des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots	495
aa) Das Eigengeschäft	495
bb) Das Geschäft über einen Berufshändler	498
cc) Tipping und Ermutigen	499
b) Die Reichweite der Kontrollbefugnisse	501
aa) Die Kontrollbefugnisse zum Schutz der nationalen Märkte	501
bb) Die Befugnisse zur internationalen Zusammenarbeit	504
3. Vereinigte Staaten	506
a) Die extraterritoriale Anwendung von Rule 10 b-5 . .	507
aa) Grundlagen	507

bb) Die Entwicklung der wesentlichen Anknüpfungslehren	510
(1) Der „effects test“	510
(2) Der „conduct test“	517
(3) Keine Anknüpfung nach dem aktiven Personalitätsprinzip	521
(4) Keine Einschränkung durch Sec. 30(b) SEA 1934	521
cc) Extraterritorialität nach § 416 des Restatement (Third)	522
dd) Der Regelungsvorschlag in § 1905 des Proposed Federal Securities Code	525
ee) Die Anwendung der Anknüpfungslehren in der Rechtsprechung	527
(1) Der „conduct test“	527
(a) Vertrieb von Aktien aus dem Ausland in die USA	528
(b) Transaktionen in den USA zu Lasten von Ausländern	528
(c) Transaktionen im Inland zu Lasten von Inländern mit bedeutendem ausländischen Kontext	531
(d) Ausländische Transaktionen mit hinreichendem Verhalten in den USA	532
(e) Ausländische Transaktionen ohne hinreichendes Verhalten in den USA – Fehlende Schutzbedürftigkeit der Kläger	539
(2) Der „effects test“	542
(3) Aussagen zur Staatsangehörigkeit der Beteiligten	546
ff) Spielräume des internationalen Privatrechts	546
(1) Die Berücksichtigung von Rechtswahl- und Gerichtsstandsklauseln	546
(2) Ausländisches Gesellschaftsrecht als Vorfrage	549
b) Die extraterritoriale Anwendung der besonderen Insiderhandelsverbote	550
aa) Das „Short-Swing Trading“-Verbot nach Sec. 16(b) SEA 1934	550
(1) Insider ausländischer Emittenten	551
(2) Insider amerikanischer Emittenten	553
bb) Das Betrugs- und Insiderhandelsverbot bei Übernahmen: Sec. 14(e) SEA 1934 und Rule 14e-3	555

IV. Öffentliche Übernahmeangebote	557
1. Deutschland	557
a) Anknüpfungen der Leitsätze Übernahmeangebote und des Übernahmekodex	558
b) International-privatrechtliche Qualifikationen von Verhaltenspflichten und Grenzen der Rechtswahlfreiheit	559
2. Vereinigtes Königreich	562
3. Exkurs: Der Vorschlag einer EG-Richtlinie über Übernahmeangebote	566
a) Der 21. Erwägungsgrund	567
b) Anwendungsbereich der Richtlinie und Zuordnung der Kontrollbefugnisse	568
c) Folgerungen für die Anknüpfung	527
4. Vereinigte Staaten	573
a) Grundsätze der extraterritorialen Anwendung des Übernahmerechts	574
aa) Die Verfahrenspflichten nach Sec. 14(d) SEA 1934 und Regulation 14D	574
(1) Grundlagen	574
(2) Ausländischer Bieter und ausländische Zielgesellschaft	576
(3) Amerikanischer Bieter und ausländische Zielgesellschaft	580
bb) Die Verfahrenspflichten nach Sec. 14(e) SEA 1934 sowie Sondervorschriften unter Sec. 10(b) SEA 1934	581
b) Die Praxis der Einzelfreistellung bei multinationalen Übernahmen	582
c) Tendenzen zu einer verstärkten Anerkennung des ausländischen Übernahmerechts	586
Vierter Teil: Die Lösung von Jurisdiktionskonflikten	590
A. Die Trennung echter und vermeintlicher Jurisdiktionskonflikte	590
I. Staatliche Verhaltensmaßstäbe durch Gebote, Verbote und Freiheiten	591
II. Der stillschweigende Verzicht auf den Schutz der heimatstaatlichen Regelungsinteressen	594
1. Kein Verzicht durch den „waiver by conduct“-Ansatz	594
2. Kein genereller Verzicht durch Gewährung von Außenhandelsfreiheit	595
III. Die Kumulierung von widerspruchsfreien Jurisdiktionsansprüchen	597

B. Mehrseitige internationale Lösungen	598
I. Materiellrechtliche Lösungen	598
1. Sachrechtsharmonisierung	599
a) Globale Ansätze	599
b) Regionale Ansätze	602
aa) Die Europäische Gemeinschaft	602
(1) Jurisdiktionskonflikte innerhalb der EG?	602
(2) Die Harmonisierung	604
bb) Der Europäische Wirtschaftsraum (EWR)	605
cc) Andere Entwicklungen	606
2. Anerkennung des ausländischen Rechts	606
a) Kapitalmarktrechtliche Ansätze	607
aa) Die Europäische Gemeinschaft	607
bb) Der Europäische Wirtschaftsraum	609
cc) Das Multijurisdictional Disclosure System (MJDS) zwischen Kanada und den Vereinigten Staaten	610
(1) Die Entwicklung bis zu dem MJDS	610
(2) Die wesentlichen Elemente des MJDS	612
(a) Gemeinsame Merkmale der Anerkennungen	612
(b) Anerkennung der Publizität bei Wertpapieremissionen	613
(c) Anerkennung bei der laufenden Publizität	614
(d) Anerkennung bei Übernahmeangeboten	614
(e) Beendigung der Diskriminierung kanadischer Emittenten im übrigen	616
b) Entgegenkommen in Einzelfragen	617
aa) Die Praxis der Europäischen Gemeinschaft	617
bb) Die Praxis der Vereinigten Staaten	619
cc) Ein Vorstoß Kanadas	620
dd) GATS/Finanzdienstleistungen	621
II. Verfahrensrechtliche Lösungen	623
1. Internationale Organisationen und multilaterale Vereinbarungen	623
a) WTO/GATS	623
b) Möglichkeiten der OECD	625
c) Multilaterale Rechts- und Amtshilfeabkommen	625
aa) Die Insiderrechts-Konvention des Europarats	625
bb) Das Europäische Rechtshilfeübereinkommen	629
cc) Das Europäische Amtshilfeübereinkommen	629
dd) Das Haager Beweisaufnahme-Übereinkommen	630
d) Zusammenarbeit im Rahmen von privaten Organisationen	631

aa) IOSCO	631
bb) Andere Vereinigungen	634
2. Bilaterale Vereinbarungen	635
a) Nationale Rechtsgrundlagen bilateraler Zusammenarbeit	636
aa) Deutschland	636
(1) Das Gesetz über die internationale Rechtshilfe in Strafsachen	636
(2) Internationale Zusammenarbeit nach dem WertpHG	637
bb) Vereinigtes Königreich	639
cc) Vereinigte Staaten	640
dd) Ergebnis	642
b) Die Praxis bilateraler Vereinbarungen	643
aa) Rechtshilfeabkommen	643
bb) Verwaltungsabkommen	645
cc) Memoranda of Understanding	646
 C. Einseitige Lösungen	650
I. Völkerrechtliche Vorfragen	651
1. Das Erfordernis des „reasonable link“	651
a) Prüfung der einzelnen Norm	651
b) Ermittlung des hoheitlichen Interesses	652
c) Auslegung und Rechtsfortbildung	652
d) Der kapitalmarktrechtliche Regelungszweck der Norm	653
aa) Kapitalmarktrechtliche und andere Interessen	653
bb) Individualschutz und Allgemeinschutz	655
e) Die rechtliche Verbindung zwischen dem hoheitlichen Interesse und dem Auslandssachverhalt	656
2. Das Ausscheiden vermeintlicher Jurisdiktionskonflikte	657
II. Das Gebot der Zurückhaltung im Jurisdiktionskonflikt	657
III. Die Abwägung konkurrierender Jurisdiktionsansprüche	661
1. Die völkerrechtliche Pflicht zur Abwägung	661
a) Die rechtliche Herleitung des Abwägungsgebots	661
aa) Die völkerrechtliche Literatur	661
bb) Staatenpraxis	665
cc) Bewertung und Stellungnahme	676
b) Eine ökonomische Analyse des Abwägungsgebots	677
2. Die kollisionsrechtliche Regel	683
a) Die Rechtsnatur der Kollisionsregel	684
b) Die materiellen Maßstäbe der Kollisionsregel	685
aa) Untaugliche Maßstäbe	685
bb) Der Vorrang des überwiegenden Interesses	689

Inhaltsverzeichnis	XXI
(1) Das Prinzip	689
(2) Staateninteressen und deren Bewertung . . .	689
c) Die Folgen der Kollisionsregel	693
Summary: The International Application of Stock Exchange Laws	694
Literaturverzeichnis	697
Sachregister	724