# Digitale Unternehmens-kommunikation

Herausgegeben von
FLORIAN MÖSLEIN
und OLIVER HINZ

*Schriften zum*
*Recht der Digitalisierung*
*36*

**Mohr Siebeck**

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

36

# Digitale Unternehmenskommunikation

Herausgegeben von

Florian Möslein und Oliver Hinz

Mohr Siebeck

*Florian Möslein* ist Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRDi) an der Philipps-Universität Marburg.
orcid.org/0000-0002-6733-6102

*Oliver Hinz* ist Professor für Betriebswirtschaftslehre insb. Wirtschaftsinformatik und Informationsmanagement an der Goethe-Universität Frankfurt.
orcid.org/0000-0003-4757-0599

Diese Publikation wurde durch den Open-Access-Publikationsfonds der Philipps-Universität Marburg gefördert.

ISBN 978-3-16-164111-4 / eISBN 978-3-16-164112-1
DOI 10.1628/978-3-16-164112-1

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über *http://dnb.dnb.de* abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2025.

© Florian Möslein, Oliver Hinz (Hg.); Beiträge: jeweiliger Autor/jeweilige Autorin.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International“ (CC BY-SA 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung der jeweiligen Urheber unzulässig und strafbar.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier.

Satz: epline, Bodelshausen.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
http://www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

# Vorwort

Die digitale Transformation hat auch die Unternehmenskommunikation grundlegend verändert. Während Unternehmen bis vor einiger Zeit auf traditionelle Kanäle wie Printmedien, Telefon oder persönliche Gespräche angewiesen waren, sind längst neue, oft disruptivere Kommunikationsmöglichkeiten entstanden, die nicht nur die Politik, sondern auch das unternehmerische Handeln zunehmend beeinflussen. Die Bandbreite der Möglichkeiten und Technologien ist groß und unterliegt einem ständigen, dynamischen Wandel. Sie reicht vom Influencer Marketing über interne digitale Plattformen bis hin zu datengetriebenen Kommunikationsstrategien.

Besonders prägend für die Unternehmensfinanzierung sind digitale Kommunikationsformen über sogenannte *Finfluencer* – Influencer, die auf Social-Media-Plattformen Finanzprodukte, -dienstleistungen und -strategien bewerben, und deren Kommunikation durch die authentische, persönliche und unterhaltsame Darstellung der Inhalte viele, teils finanzkräftige, junge Menschen erreicht. Finfluencer spielen in der digitalen Kapitalmarktkommunikation von Unternehmen eine immer zentralere Rolle, die zunehmend auch die Aufsichtsbehörden beschäftigt. Diese Entwicklungstendenz und weitere Phänomene digitaler Unternehmenskommunikation werfen eine Vielzahl rechtlicher, aber auch ökonomisch-empirischer und philosophischer Fragestellungen auf, die sowohl Unternehmen als auch die Wissenschaft vor neue Herausforderungen stellen.

Das Ziel dieses Buches ist es, eine fundierte Auseinandersetzung mit den vielfältigen Fragen zu ermöglichen, die sich im Zusammenhang mit digitaler Unternehmenskommunikation und insbesondere im Hinblick auf Finfluencer ergeben. Hierbei werden nicht nur die relevanten rechtlichen Rahmenbedingungen im Verbraucher-, Lauterkeits- und Presserecht beleuchtet, sondern auch das Informationsregime des Kapitalmarktrechts auf den Prüfstand gestellt. Eindrucksvolle Fallbeispiele von Bank-Runs auf die bei ihrem Bankinstitut hinterlegten Einlagen belegen die massiven Auswirkungen der Social-Media-Kommunikation von individuellen Akteuren auf börsennotierte Finanzunternehmen. Die Dynamiken der digitalen Unternehmenskommunikation lassen sich empirisch zudem durch einen zeitlichen Vergleich von Ad-hoc-Meldungen und den dazugehörigen Tweets analysieren. In Anknüpfung an medienwissenschafltiche Analysen, die die spezifische Rhythmisierung von Kommunikation

in sozialen Medien in Verbindung mit der Affekttheorie nutzen, um die Verbindung zwischen Technologie, Stimmung und Politik zu zeigen, wird schließlich der Vorschlag unterbreitet, dieses erweiterte Register auch für die Analysen von digitaler Unternehmenskommunikation zu nutzen.

Die Beiträge dieses Bandes liefern somit neben einer fundierten Darstellung der zahlreichen Rechtsfragen, die sich um digitale Unternehmenskommunikation und Finfluencing ranken, einen breiten Überblick über einschlägige interdisziplinäre Forschungsansätze. Unser Dank gilt der gesamten ZEVEDI-Projektgruppe „Digitalisierung der Unternehmenskommunikation (DigUKom)“ für die gewinnbringende, intensive Zusammenarbeit, ohne die dieser Band nicht hätte entstehen können. Darüber hinaus möchten wir uns nachdrücklich bei allen Mitwirkenden bedanken, insbesondere unseren Lehrstuhlteams, die uns organisatorisch tatkräftig unterstützen und zugleich mit uns gemeinsam auch die Forschung zur digitalen Unternehmenskommunikation vorantreiben. In Bezug auf diesen Sammelband sind wir insbesondere Herrn Moritz Jetzen stellvertretend für das gesamte Team zu Dank verpflichtet, der die redaktionelle Betreuung und Koordination dieses Bandes übernommen hatte.

Marburg und Frankfurt, im November 2024

Florian Möslein
Oliver Hinz

# Inhalt

Vorwort . . . . . V

*Florian Möslein/Oliver Hinz*
Dimensionen digitaler Unternehmenskommunikation.
Grundbegriffe und Überblick . . . . . 1

*Florian Möslein/Moritz Jetzen*
Financial Influencer (Finfluencer) und Marktmissbrauchsrecht . . . . . 11

*Katja Langenbucher*
Kapitalmarktrecht, Informationseffizienz und soziale Medien . . . . . 53

*Nora Jansen/Oliver Hinz/Jendrik Seip/Vahid Sidiri Javadi*
Empirische Analysen im Bereich der digitalen Unternehmens-
kommunikation. Ein zeitlicher Vergleich von Ad-hoc-Meldungen
und der dazugehörigen Tweets . . . . . 79

*Felix-Julius Konow/Jan Sehorz*
Finanzkommunikation im Zeitalter sozialer Medien . . . . . 97

*Luis Basler/Sophie Loidolt*
Öffentlichkeit und ihre Analyse Vorschlag einer Registererweiterung 117

Verzeichnis der Autorinnen und Autoren . . . . . 135
Sachregister . . . . . 137

# Dimensionen digitaler Unternehmenskommunikation

## Grundbegriffe und Überblick

*Florian Möslein/Oliver Hinz*

I. Einführung ..... 1
II. Grundbegriffe ..... 2
1. Kommunikation ..... 2
2. Unternehmenskommunikation ..... 3
3. Digitale Unternehmenskommunikation ..... 3
III. Überblick ..... 4
1. Finfluencer und Marktmissbrauchsrecht ..... 5
2. Kapitalmarkrecht, Informationseffizienz und soziale Medien ..... 5
3. Finanzkommunikation im Zeitalter sozialer Medien ..... 7
4. Empirische Analysen im Bereich der digitalen Unternehmenskommunikation ..... 8
5. Öffentlichkeit und ihre Analyse ..... 9

## I. Einführung

Die Kommunikation zwischen dem Management börsennotierter Aktiengesellschaften und ihren Streubesitzaktionären ist seit Dekaden Gegenstand intensiver Corporate-Governance-Forschung. Selbstverständliche Prämisse war dabei bislang, dass Kleinaktionäre hohe Transaktionskosten und Kollektivhandlungsprobleme zu überwinden haben, um in Kommunikation mit ihrem Unternehmen eintreten zu können. Mit fortschreitender Digitalisierung ist jedoch ein Paradigmenwechsel hin zu schnellen, adaptiven und breit verfügbaren Kommunikationsmedien zu beobachten, der auch für die Unternehmenskommunikation eine radikale Veränderung bedeutet.[1] Neues Kommunikationsverhalten lässt sich für Aktionäre, für die Organe des Unternehmens, aber auch für Intermediäre wie insbesondere Investoren und Anlageberater feststellen. Der vorliegende Band, der das Ergebnis einer intensiven, disziplinenübergreifenden Zusammenarbeit bildet, die im Rahmen der vom hessischen Zentrum verant-

[1] Vgl. dazu bereits *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190.

wortungsbewusste Digitalisierung (ZEVEDI) eingerichteten Projektgruppe „Digitalisierung der Unternehmenskommunikation (DigUKom)“ erfolgte,[2] zielt auf die Herleitung normativer Handlungsempfehlungen auf Basis empirischer Befunde. Zu diesem Zweck wird der Stand der Forschung im Bereich der Rechtswissenschaften, Philosophie und Wirtschaftswissenschaften aufgearbeitet und durch empirische Befunde mithilfe von informatischer und empirischer Forschung erweitert. Auf dieser Grundlage lassen sich weitergehende Implikationen für die normativen Wissenschaften ableiten.

## II. Grundbegriffe

### *1. Kommunikation*

Der Begriff der Kommunikation findet in der Alltagssprache häufig Verwendung, wird in der Wissenschaft jedoch uneinheitlich verstanden. Der Kommunikationswissenschaftler Klaus Merten zählte einst nicht weniger als 160 verschiedene Definitionen in zwölf unterschiedlichen Disziplinen.[3] Ein Standardlehrbuch der Kommunikationswissenschaften umschreibt Kommunikation allgemein als „Vorgang der Verständigung und der Bedeutungsvermittlung zwischen Lebewesen“.[4] Konkreter wird Kommunikation als „verbales und/oder nonverbales Miteinander-in-Beziehung-Treten von Menschen zum Austausch von Informationen“ definiert.[5] Kommunikation ist somit eine spezifische Form der sozialen Interaktion, die der gegenseitigen Verständigung dient und inhaltliche Bedeutungsprozesse darstellt.[6] Gute *Kommunikation* gilt als Fundament erfolgreicher Entscheidungsfindung und Problemlösung. Sie ermöglicht den Austausch von Ideen, Informationen und Perspektiven. Wenn Menschen klar und effektiv miteinander kommunizieren, werden Missverständnisse vermieden, und es entsteht ein tieferes Verständnis der Situation und verschiedenen Sichtweisen, so dass sich innovative Lösungen leichter entwickeln lassen. Die Information und gegenseitige Koordination aller Beteiligten macht Entscheidungsprozesse zudem effizienter und zielgerichteter.

---

[2] Nähere Informationen unter https://zevedi.de/themen/digukom/ (zuletzt abgerufen: 29.08.2024).

[3] *Merten*, Kommunikation: Eine Begriffs- und Prozeßanalyse, 1977, S. 36 ff.

[4] Pürer/Springer/Eichhorn/*Pürer*, Grundbegriffe der Kommunikationswissenschaft, 2015, S. 12 f. mwN.

[5] *Pürer*, Publizistik- und Kommunikationswissenschaft, 2003, S. 60.

[6] *Graumann*, Interaktion und Kommunikation, in: ders. (Hrsg.), Handbuch der Psychologie: Sozialpsychologie, Bd. 7, 1972, 1109, 1110.

## 2. *Unternehmenskommunikation*

Für Unternehmen bildet Kommunikation gleichermaßen eine wichtige Grundlage des unternehmerischen Erfolgs, weil sie helfen kann, unternehmensinterne wie -externe Konflikte zu minimieren, die Motivation der Mitarbeiter zu steigern und das Vertrauen zwischen den verschiedenen Ebenen des Unternehmens sowie gegenüber Kunden und Geschäftspartnern zu stärken. Nach einer Umschreibung des Wirtschaftswissenschaftlers Manfred Bruhn umfasst Unternehmenskommunikation „die Gesamtheit sämtlicher Kommunikationsinstrumente und -maßnahmen eines Unternehmens, die eingesetzt werden, um das Unternehmen und seine Leistungen den relevanten internen und externen Zielgruppen der Kommunikation darzustellen und/oder mit den Zielgruppen eines Unternehmens in Kontakt zu treten".[7] In der Unternehmenskommunikation geht es daher allgemein um die Entwicklung und Umsetzung von Kommunikationskonzepten für Unternehmen oder Organisationen. Ein gutes Kommunikationskonzept gibt vor, wie sich Unternehmen nach außen und innen hin präsentieren, welche strategischen Leitbilder, Ziele und Werte sie als Marke oder Arbeitgeber setzen, und wie sie auf bestimmte unternehmerische Situationen reagieren und in Krisen handeln.[8] Einen wichtigen Teilbereich der Gesamtkommunikation von Unternehmen bildet deren Finanzkommunikation, die in größtenteils gesetzlich vorgeschriebenen Finanzberichten erfolgt und oft als Investor Relations, teils auch als „Aktien-Marketing" bezeichnet wird.[9] Der einschlägige Branchenverband DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) definiert das Phänomen als „die strategische Managementaufgabe, Beziehungen des Unternehmens zu bestehenden und potenziellen Eigen- und Fremdkapitalgebern sowie zu Kapitalmarktintermediären zu etablieren und zu pflegen"; Finanzkommunikation repräsentiere „das Unternehmen und die entsprechende Kapitalmarktstory gegenüber dem Finanzmarkt" und spiegele die „Außenansicht zurück in das Unternehmen".[10]

## 3. *Digitale Unternehmenskommunikation*

Digitale Kommunikation zeichnet sich durch den Einsatz technischer Medien aus; es geht mithin „um einen informatischen Einsatz, der die Übertragung von Informationen in Ziffern- oder Symbolform behandelt".[11] Digitale Unternehmenskommunikation bezeichnet daher den Einsatz digitaler Kanäle, Technologien und Plattformen zur internen und externen Kommunikation von

---

[7] *Bruhn*, Kommunikationspolitik, 9. Aufl. 2018, S. 5.

[8] Vgl. nochmals *Bruhn* (Vorn.), S. 59 f.

[9] *Haaker*, IRZ 2022, 53, 53 mwN.

[10] *Deutscher Investor Relations Verband*, Wir gestalten die Zukunft der Investor Relations in Deutschland, 2016, S. 2 f.

[11] *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 194.

Unternehmen. Sie zielt darauf ab, Informationen effektiver zu vermitteln, den Dialog mit Mitarbeitern, Kunden, Partnern und der Öffentlichkeit zu fördern und dabei Effizienz, Reichweite und Interaktivität zu erhöhen.[12] Die digitale Kommunikation ermöglicht Unternehmen, in Echtzeit zu reagieren, global zu agieren und Beziehungen in einer zunehmend vernetzten und digitalen Welt zu pflegen und auszubauen. Zu den wichtigsten technologischen Grundlagen zählen E-Mail, soziale Medien, Unternehmenswebsites, Blogs, Intranets, Videokonferenzen und Messaging-Tools. Unter diesen vielfältigen digitalen Instrumenten spielen soziale Medien eine zentrale Rolle, weil sich entsprechende Kommunikation gegenüber der traditionellen Kommunikation über Massenmedien durch eine Reihe von Besonderheiten auszeichnet: Erstens kann die Ansprache eines typischerweise noch breiteren Publikums auf direktem Wege erfolgen; zweitens bestehen zahlreiche Möglichkeiten direkter Rückkopplung (etwas durch „Like-Buttons") und Vernetzung; drittens lassen sich Informationen auch algorithmenbasiert passgenauer auf bestimmte Zielgruppen zuschneiden, so dass Kommunikation stärker individualisiert erfolgen kann; viertens schließlich bleiben die Informationen typischerweise für einen längeren Zeitraum sicht- und zugreifbar (Persistenz der Information).[13] Hinzu kommt, dass auf sozialen Medien Influencer als eine neue Form von Informationsintermediären eine zunehmend wichtige Rolle spielen.[14] Für die digitale Unternehmens- und insbesondere Finanzkommunikation gewinnen spezifisch so genannte „Financial Influencer" oder „Finfluencer" an Bedeutung, die über soziale Medien Anlagestrategien empfehlen.

## III. Überblick

Diese letztgenannten Entwicklungen greift der vorliegende Band aus empirischer und normativer Perspektive auf. Er enthält fünf Einzelbeiträge, die verschiedene Einzelaspekte behandeln, aber interdisziplinär aufeinander Bezug nehmen.

---

[12] Aus Perspektive der Unternehmenspraxis vgl. etwa die Beiträge in: *Ruisinger* (Hrsg.), Die digitale Kommunikationsstrategie, 2. Aufl. 2020; *Ternès/Englert* (Hrsg.), Digitale Unternehmensführung, 2019.

[13] Näher *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 196–199.

[14] Vgl. dazu aus rechtswissenschaftlicher Perspektive die Beiträge in: Goanta/Ranchordás (Hrsg.), The Regulation of Social Media Influencers, 2020; Kerckaert/Geiregat (Hrsg.), Social Media Influencers and the #Law, 2024.

### *1. Finfluencer und Marktmissbrauchsrecht*

Der rechtswissenschaftliche Beitrag von *Möslein* und *Jetzen* beleuchtet das Phänomen der Finfluencer zunächst aus Perspektive des kapitalmarktrechtlichen Marktmissbrauchsrechts. Deren Kommunikation von Finanzinhalten erreicht durch die authentische, persönliche und unterhaltsame Darstellung der Inhalte viele, teils finanzkräftige junge Menschen. Finfluencer spielen daher in der digitalen Kapitalmarktkommunikation von Unternehmen eine zunehmend wichtige Rolle. Ihre Postings sind, anders als die herkömmlicher Influencer, nicht nur am Verbraucher- und Lauterkeitsrecht zu messen. Vielmehr steht auch die Anwendbarkeit des Marktmissbrauchsrechts, insbesondere der Regeln zu Anlageempfehlungen, informationsgestützter Marktmanipulation und Insiderinformationen in Frage.

Die Untersuchung, ob und unter welchen Voraussetzungen Finfluencer dem Marktmissbrauchsrecht und der dort vorgesehenen Privilegierung journalistischer Inhalte unterliegen, steht vor der Herausforderung, dass Finfluencer die Grenzen zwischen beruflich und privat und zwischen Information und Entertainment verschwimmen lassen. Hinzu kommt, dass die Tätigkeit von Finfluencern und Influencern im Allgemeinen trotz teils erheblicher Unterschiede zu klassischen Journalisten als „funktionalisierte Mittlerinstitutionen des Meinungsbildungsprozesses“[15] in den Schutzbereich der europäischen Meinungs- und Pressefreiheit des Art. 11 GRCh fallen kann. Eine Privilegierung durch das Journalisten- bzw. Medienprivileg des Art. 21 MAR im Marktmissbrauchsrecht wäre die Folge.

Der Beitrag trägt der empirischen Vielfalt des Finfluencing Rechnung, indem er unterschiedliche Fallgestaltungen rechtlich einordnet und zu klären versucht, ob und unter welchen Voraussetzungen Finfluencer dem Marktmissbrauchsrecht und der Privilegierung unterliegen. Dabei zeigt sich, dass das Journalistenprivileg mit der Interessenabwägung zwischen der Meinungs- und Pressefreiheit einerseits und den Auswirkungen auf die Marktintegrität und den Anlegerschutz andererseits einen Ansatz bereithält, der neuen Phänomenen wie Finfluencern gerecht zu werden vermag. Der Preis dieser Flexibilität sind allerdings erhebliche Rechtsunsicherheiten im Einzelfall. Gleichwohl erscheint der Ansatz mit Blick auf die sehr grundrechtssensiblen Sachverhalte als alternativlos.

### *2. Kapitalmarkrecht, Informationseffizienz und soziale Medien*

Der Beitrag von *Langenbucher* setzt sich sodann mit der Frage auseinander, ob und inwieweit der Siegeszug sozialer Medien im Bereich der Unternehmenskommunikation das hergebrachte Informationsregime des Kapitalmarktrechts in Unordnung bringt. In einem ersten Schritt wird dabei dieses Informations-

[15] *Roß*, ZUM 2023, 596, 599.

regime beschrieben, in einem zweiten Schritt sodann an drei Fallbeispielen gezeigt, auf welche Weise soziale Medien zu dessen Umgestaltung führen könnten.

Den Überblick über das heutige Kapitalmarktrechtsregime erläutert *Langenbucher* mit Blick auf den Informationsgegenstand, den Informationskanal und den Informationsgeber. Mit Blick auf den Informationsgegenstand kommen unter anderem unterschiedliche anlassbezogene Publizitätsereignisse zur Sprache. Einen Schwerpunkt bildet die viel diskutierte Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Geschehensabläufen. *Langenbucher* unterscheidet unterschiedliche Anlegerleitbilder und zeigt, auf welche Weise diese die normative Beurteilung prägen. Kontrastierend wird das Informationsregime mit Blick auf den Umgang mit nicht kursrelevanten Informationen, insbesondere werbemäßig anpreisender Art, aufgezeigt, denn gerade hier liegt ein Schwerpunkt der Kommunikation in sozialen Medien. Ein Unterschied zwischen der Marktmissbrauchsverordnung (Regulation on Market Abuse, MAR) und der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) scheint an dieser Stelle auf: die zuletzt genannte Verordnung ist deutlich strenger.

Hieran schließen sich Erläuterungen zum Informationskanal und zum Informationsgeber an, bevor auf die Herausforderungen durch soziale Medien eingegangen wird. Paradigmatisch für veränderte Informationsgegenstände steht der Fall Gamestop. *Langenbucher* erörtert die Gefahren einer Informationsüberflutung aus dem Blickwinkel von Kleinanlegern, nimmt aber auch das Potential von sozialen Medien als Informationsgewinnungsquelle, insbesondere durch den Einsatz künstlicher Intelligenz in den Blick. Ein Missverhältnis kann vor diesem Hintergrund nicht ausgemacht werden. Stattdessen steht eine Neuauflage des Streits um das zutreffende Anlegerleitbild an. Neue Informationskanäle diskutiert *Langenbucher* am Beispiel des Tweets von *Elon Musk*, er werde Tesla von der Börse nehmen und zeigt in diesem Zusammenhang mögliche Fortentwicklungen auf.

Veränderungen, die den Informationsgeber betreffen, illustriert *Langenbucher* am Beispiel von Finfluencern. Deutlich wird, dass vor allem die MiCAR sich mit diesem Phänomen auseinandergesetzt hat und hierbei vom Modellbild des rational und optimal handelnden Anlegers, Abschied zu nehmen scheint. Auch in diesem Zusammenhang betont *Langenbucher* den potentiellen Informationsgewinn durch Finfluencer.

Abschließend lässt sich somit neben den Gefahren durch soziale Medien auch deren potentiell effizienzfördernder Beitrag in den Blick nehmen. Was Kleinanleger betrifft, betont *Langenbucher* die Bedeutung der sog. finacial literacy und ermutigt Aufsichtsbehörden zum Eingreifen. Ein Hinweis auf das im Entstehen begriffene „Retail Investment Package“ der EU, welches sich ausdrücklich mit Finfluencern auseinandersetzt, rundet den Beitrag ab.

### *3. Finanzkommunikation im Zeitalter sozialer Medien*

Der Beitrag von *Konow/Sehorz* beleuchtet anschließend die Implikationen der zu beobachtenden Zunahme unternehmensbezogener Kommunikationsaktivitäten verschiedener Stakeholder-Gruppen in den sozialen Medien. Ein besonderer Fokus liegt dabei auf der Finanzkommunikation, d. h. der Kommunikation mit sowie unter Finanzmarktteilnehmern. Eindrucksvolle Beispiele für die Auswirkungen der Social-Media-Kommunikation von Stakeholdern auf börsennotierte Finanzunternehmen liefern zwei Fallbeispiele aus der jüngeren Vergangenheit zu von Bankkunden ausgelösten Bank-Runs auf die bei ihrem Bankinstitut hinterlegten Einlagen.

Der Bank-Run auf die Silicon Valley Bank im März 2023 offenbarte, dass öffentlich in den sozialen Medien stattfindende Gedankenaustauschprozesse einiger institutioneller Bankkunden der Silicon Valley Bank zu einem möglichen Einlagenabzug im Kontext eines sich anbahnenden Liquiditätsengpasses in tatsächlich stattfindende Einlagenabzüge substanziellen Ausmaßes durch eine große Anzahl von Bankkunden der Silicon Valley Bank führten. Auch die Aufarbeitung des Niedergangs des Schweizer-Bankinstituts Credit Suisse liefert Belege für die – in diesem Falle – katalysierende Wirkung negativer Berichterstattung in den sozialen Medien auf den schleichenden Einlagenabzug sowie die Bewertung an der Börse.

Aus den empirischen Befunden zum Einfluss sozialer Medien auf die finanzielle Konstitution der betroffenen Banken lassen sich mögliche Implikationen ableiten. Dabei kann aufgrund des aufsichtsbehördlichen Überwachungsstruktur am Finanzmarkt zwischen Implikationen für Bankinstitute und Implikationen für Aufsichtsbehörden differenziert werden. Erste Überlegungen lassen sich dabei zweifelsohne von der Bank-Run-Problematik loslösen und auf andere Unternehmen – insbesondere börsennotierte Unternehmen – übertragen. Mit Blick auf die Implikationen für Banken lässt sich zunächst konstatieren, dass die unternehmensbezogene Informationslage in den sozialen Medien aufgrund der Breitenwirkung der dort stattfindenden öffentlichkeitswirksamen Kommunikation sich mittlerweile zu einem existenzbedrohenden Risikofaktor für die Unternehmensreputation ausweitet. Für Bankinstitute äußert sich ein existenzbedrohender Vertrauensverlust in die Operabilität des Unternehmens in der Form von Bank-Runs, für börsennotierte Unternehmen kommt ein solcher Vertrauensverlust etwa durch ein Absinken des Börsenkurses zum Ausdruck. Diesem Risiko kann mithilfe der beiden Instrumente der Überwachung unternehmensbezogener Kommunikationsaktivitäten in den sozialen Medien sowie der präventiven als auch kurativen Kommunikation über die sozialen Medien begegnet werden. Im Falle von Banken lassen sich diese Maßnahmen als Teil des ohnehin vorgeschriebenen Risikomanagements zur Risikoidentifizierung in bereits bestehende Systemstrukturen implementieren. Im Falle börsennotier-

ter Unternehmen lassen sich ähnlich Überlegungen anstellen. Blickt man demgegenüber auf die Implikationen auf der Ebene der Aufsicht, erscheint im speziellen Kontext eine Erhöhung der Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen ein gangbarer Weg zu sein, um derartige Risiken im Interesse der Stabilität des Finanzsystems zu mitigieren. Daneben bringen *Konow/Sehorz* auch ein Screening der sozialen Medien auch durch die Aufsicht ins Gespräch. Abschließend wird zur Prävention derartiger Vorkommnisse eine engere Zusammenarbeit zwischen Aufsicht und Bankinstituten angemahnt.

### *4. Empirische Analysen im Bereich der digitalen Unternehmenskommunikation*

Der empirische Beitrag von *Jansen/Hinz/Seip/Sidiri Javadi* analysiert im folgenden Kapitel Dynamiken der digitalen Unternehmenskommunikation durch einen zeitlichen Vergleich von Ad-hoc-Meldungen und den dazugehörigen Tweets.

Digitale Kommunikationskanäle bieten Unternehmen heute die Möglichkeit, ihre Kommunikation effizient und flexibel zu gestalten und ihre Kunden sowie Anleger über zusätzliche Kanäle zu erreichen. Auch im Bereich der Kommunikation von Informationen haben sich durch das Internet Änderungen ergeben, sodass bspw. die Veröffentlichung von börsenkursrelevanten Informationen ebenfalls in den digitalen Raum verlegt wurde. Gleichzeitig bringt die Möglichkeit, Informationen sofort digital veröffentlichen zu können, auch Herausforderungen mit sich. Gerade bei der Verbreitung von börsenkursrelevanten Informationen unterliegen europäische Unternehmen gesetzliche Publizitätspflichten, die besagen, dass solche Informationen stets zunächst in einer entsprechenden Ad-hoc-Meldung veröffentlicht werden müssen. Falls solche Informationen bereits im Vorfeld in Umlauf gebracht werden, besteht die Gefahr der Verletzung dieser Publizitätspflichten, was rechtliche Konsequenzen nach sich führen kann.

Es ist denkbar, dass börsenkursrelevante Informationen auch im Vorfeld von Finfluencern in Online-Sozialen-Netzwerken geteilt werden, bevor ein Unternehmen eine entsprechende Ad-hoc-Meldung veröffentlicht hat. Finfluencer können beispielsweise über Insider an eine solche Information gelangt sein und diese im Rahmen ihrer Tätigkeit als „Finanzmarktexperten" verwenden, um ihren Followern exklusive Informationen zur Verfügung zu stellen und dadurch ihr Ansehen und ihren Einfluss auszubauen.

Im Allgemeinen bilden Influencer und als Spezialform die Finfluencer einen wesentlichen Bestandteil bei der digitalen Unternehmenskommunikation. Auch für die Disziplin der Wirtschaftsinformatik sind sie aufgrund ihres Multiplikatoren-Effekts und ihrer algorithmen-orientierten Arbeit von Bedeutung. Die technischen Möglichkeiten erlauben es ihnen, durch die gezielte Nutzung

von Social-Media-Netzwerken ihre Finanzmarkttipps an eine Vielzahl an Followern zu verbreiten und Einfluss auf deren finanzielle Angelegenheiten zu nehmen. Folglich sollten Unternehmen die Bedeutung solcher Finfluencer im Bereich der digitalen Unternehmenskommunikation nicht unterschätzen. Zum einen können sie ihre eigenen Kommunikationsstrategien auf die der Finfluencer abstimmen. Zum anderen sollten sie im Hinblick auf die unsachgemäße Veröffentlichung von Insiderinformationen an Außenstehende extreme Vorsicht walten lassen, damit börsenkursrelevante Informationen stets zuerst durch eine Ad-hoc-Meldung veröffentlicht werden und nicht im Vorfeld durch Dritte, wie z. B. Finfluencer, in Internetforen bzw. in Online-Sozialen-Netzwerken in Umlauf gebracht werden. Auf diese Weise lassen sich die Publizitätspflichten einhalten und es entstehen keine Wettbewerbsvorteile für einzelne Anleger.

## *5. Öffentlichkeit und ihre Analyse*

Der abschließende, philosophische Beitrag von *Basler/Loidolt* beleuchtet Fragen der digitalen Unternehmenskommunikation vor allem in zwei Hinsichten: Erstens beschäftigt die Autoren die Frage nach den digitalen Öffentlichkeiten, in denen bzw. in die „hinein" kommuniziert wird. Inwiefern wandeln sich Öffentlichkeiten in der digitalen Welt, werden unberechenbarer, schneller, weiter ausgreifend, flüchtiger, aber auch partizipativer, demokratischer, differenzierter, pluraler? Während aus der Sicht von Unternehmen Öffentlichkeiten meist gesteuert werden sollen bzw. in einer Weise beeinflusst werden sollen, die sich positiv auf das Unternehmen auswirkt, kann sich dies aus der Sicht der „User" durchaus als eine Hegemoniestrategie (und sei es auch „nur" eine Kommunikationshegemonie) darstellen. Digitale Tools erlauben mehr Mitbestimmung für Kleinanleger, mehr Informationsfluss, mehr Koordinations- und Austauschmöglichkeiten. Auch wenn dies ebenso von Manipulation und Uninformiertheit geprägt sein kann, so können zumindest die erweiterten Möglichkeiten als „empowerment" wahrgenommen und interpretiert werden. Einerseits gilt es, den Bedingungen einer nicht-hegemonialen digitalen Öffentlichkeit jenseits eines Populismusvorwurfs nachzuspüren,[16] andererseits schlicht zu beschreiben, welche neuen Formen digitaler Öffentlichkeiten im Finanz- und Unternehmenssektor vorliegen. Ein Beispiel wären wiederum die sogenannten „Finfluencer", die sich am Modell der „Influencer" kommerzielle Öffentlichkeiten schaffen, die oft Grenzgänge zwischen Beratung, Lifestyle-Vermarktung, Werbung und Information darstellen. Diese hybriden Modelle, die kaum mehr einer der klassischen Kategorien (sei es Journalismus oder Beratertätigkeit) zuordenbar sind, dürfen als typisch für digitale Öffentlichkeiten gelten. Ebenso typisch ist die potenzielle Durchlässigkeit vom ehemals passiven Publikum zur Akteursrolle auf der öffentlichen Bühne, die ohne klassisches Gatekeeping

[16] Vgl. *Sevignani*, Theory, Culture & Society 39(4) 91–109 (2022).

stattfindet und stattdessen in einem Netzwerk von relevanten Akteur:innen ausgehandelt wird. Jeder und jede kann hier zur „lead figure" werden und auch dementsprechend „Meinung machen". Der Fall *GameStop* liefert auch in diesem Sinne Bedenkenswertes, insofern hier „Underdog-Stars" geboren wurden, die eine große Menge an Kleinanleger:innen in ein Anlegerspiel hineinziehen konnten, das politisch als „David gegen Goliath" geframed wurde.

Zweitens richtet sich eine philosophische Reflexion auf die Methoden, mit denen gegenwärtig digitale Öffentlichkeiten beforscht werden. In dem Beitrag werden hier vor allem das *Natural Language Processing* und die *Sentiment Analysis* einer kritischen Betrachtung unterzogen. In einer Sentimentanalyse wird die öffentliche Meinung als Aggregat einzelner, kleinster und diskreter Sinneinheiten aufgefasst, die anhand einer *polarity*-Skala metrisiert, vermessen und summiert werden. Allein die Menge an zu analysierenden Daten legt diese algorithmisierte Vorgehensweise nahe. Mit *Habermas* kann diesbezüglich allerdings kritisch angemerkt werden, dass diese summierte, numerische Repräsentation der öffentlich geäußerten Meinungen als öffentliche Meinung selbst interpretiert wird. Kommunikationsprozesse, in denen sich öffentliche Meinung *bildet*, werden damit vernachlässigt. Um szientistisch-mathematisierende Reduktionen zu vermeiden, plädieren die Autoren dafür, ergänzend auf die inhärente Normativität von digitalen Kommunikationspraktiken zu schauen: Im weitesten Sinne können sie gelingen oder nicht. Eine Hermeneutik von Öffentlichkeiten als Sinnräumen, in denen diese Praktiken als sinnhaft erlebt werden, soll Möglichkeiten eröffnen, den normativ aufgeladenen Öffentlichkeitsbegriff an Lebenswelten zurückzubinden. Damit knüpfen die Autoren auch an medienwissenschaftliche Analysen zu „*affective publics*" an, welche die spezifische Rhythmisierung von Kommunikation in sozialen Medien (insbesondere X, vormals Twitter) in Verbindung mit der Affekttheorie nutzen, um die Verbindung zwischen Technologie, Stimmung, bzw. Affekt *(sentiment)* und Politik zu zeigen. Der Beitrag schlägt vor, dieses erweiterte Register auch für die Analysen von digitaler Unternehmenskommunikation zu nutzen.

# Financial Influencer (Finfluencer) und Marktmissbrauchsrecht

*Florian Möslein/Moritz Jetzen*

I. Einführung ... 11
II. Anforderungen der Marktmissbrauchsverordnung ... 13
1. Anlageempfehlungen ... 14
a) Tatbestandliche Voraussetzungen ... 15
b) Rechtsfolgen ... 17
2. Informationsgestützte Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) ... 18
3. Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 8–10, 14 MAR) ... 20
III. Journalistenprivileg für Finfluencer ... 21
1. Keine Beschränkung auf Journalisten ... 22
2. Privilegierte Tätigkeiten ... 22
a) Erfasste Tätigkeit ... 23
b) Journalistische bzw. mediale Zwecksetzung ... 23
aa) Journalistische Zwecke ... 24
bb) Mediale Zwecke ... 28
3. Ausnahmetatbestände ... 30
a) Eigennütziger Zweck ... 30
b) Manipulativer Zweck ... 32
4. Rechtsfolgen der Privilegierung ... 32
a) Berufs- und Standesregeln ... 35
aa) Einordnung als Berufs- und Standesregel ... 35
bb) Pressegesetze der Länder ... 36
b) Presse- und Meinungsfreiheit ... 47
IV. Fazit ... 50

## I. Einführung

Für die Kapitalmarktkommunikation von Unternehmen spielen Tipps zu Anlagemöglichkeiten und Finanzprodukten, die sich auf Social-Media-Plattformen finden, eine zunehmend große Rolle. So genannte „Financial Influencer" oder „Finfluencer" informieren auf digitalen Medien über Finanzthemen und geben Ratschläge zu Geldanlagen, Sparstrategien und Altersvorsorge.[1] Wäh-

[1] Illustrativ, auch zu den Risiken: *Pelchrzim/Succu*, Finfluencer sind ebenso erfolg-

rend die Veröffentlichungsformate des Infotainments und die Verbreitungskanäle denjenigen anderer Influencer ähneln, die auf Social-Media-Plattformen wie YouTube oder Instagram Tipps zu Lifestyle, Beauty, Reisen oder Sport geben, besteht der Unterschied im Inhalt der jeweiligen Postings, die sich bei Finfluencern insbesondere auf Möglichkeiten der privaten Kapitalanlage und Finanzprodukte beziehen.[2] Laut einer aktuellen Studie sind fast 360 deutschsprachige Finfluencer mit insgesamt über zehn Millionen Followern aktiv; einzelne Finfluencer haben zwischen 400.000 und 750.000 Follower.[3] Angesichts solcher Reichweiten gewinnt diese Art der Kommunikation von Finanzinhalten im Stile des Infotainment auch für börsennotierte Unternehmen an Bedeutung, weil die authentische, persönliche und unterhaltsame Darstellung finanzbezogener Inhalte die teils finanzkräftige Zielgruppe junger Menschen besser erreicht: Finfluencer werden daher zu einem wichtigen Element der digitalen Unternehmenskommunikation.[4]

Dass Postings von Finfluencern nicht nur am Verbraucher- und Lauterkeitsrecht zu messen sind, sondern auch kapitalmarkt- und insbesondere marktmissbrauchsrechtliche Fragestellungen aufwerfen, verdeutlichen andererseits die Warnhinweise zu Anlagetipps in sozialen Medien, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kürzlich unter der Überschrift „Vorsicht ist oberstes Gebot" veröffentlicht worden sind.[5] Hinter dieser Warnung steckt die Befürchtung, dass Finfluencer in den sozialen Medien Kurse und Preise von Finanzinstrumenten wie Aktien beeinflussen und versuchen, etwa durch falsche oder irreführende Anlagetipps Impulse für den Kauf oder Verkauf von Aktien zu setzen, ohne beispielsweise offenzulegen, dass sie diese Anlageprodukte selbst halten und daher selbst von Kursgewinnen stark profitieren. Aus rechtlicher Perspektive fragt sich, ob solches Verhalten unter Tatbestände des

---

reich wie rechtlich umstritten, Börsenzeitung v. 28. Juli 2023, abrufbar unter https://www.boersen-zeitung.de/recht-kapitalmarkt/finfluencer-sind-ebenso-erfolgreich-wie-rechtlich-umstritten (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[2] *Laoutoumai/Cobe*, WRP 2022, 290, 291; *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461, 462; ausführlich *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 67 ff.; vgl. außerdem *Sajnovits*, Swarm Trading – Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern, in: Köhler/Korch (Hrsg.), Schwärme im Recht, Tübingen 2022, 197, 199–202.

[3] *Müllner/Barrantes/Kovarova-Simecek/Zülch*, KoR 2023, 245.

[4] Ähnlich *Narat*, Finfluencer – der Insta-Boom und seine Tücken, Handelsblatt v. 7. Februar 2024, abrufbar unter https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/soziale-medien-finfluencer-der-insta-boom-und-seine-tuecken/100012905.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[5] BaFin, „Anlagetipps in sozialen Medien: Vorsicht ist oberstes Gebot!", Verbraucherinformation vom 4. Februar 2022, abrufbar unter https://www.bafin.de/ref/19643384 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024); ähnlich die europäische Aufsichtsbehörde *European Securities and Markets Authority* (*ESMA*), „Warning on posting Investment Recommendation on social media", Mitteilung v. 6. Februar 2024, ESMA 74–1103241886–912, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/document/warning-posting-investment-recommendation-social-media (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

Marktmissbrauchsrechts fällt, oder ob sich Finfluencer umgekehrt auf das sog. Journalisten- bzw. Medienprivileg gem. Art. 21 MAR berufen können. Dieses Privileg schützt in Parallele zum europäischen Grundrecht auf Presse- und Meinungsfreiheit (Art. 11 GRCh) die Verbreitung von journalistischen Inhalten auch über die sozialen Medien. Die rechtliche Beurteilung kann sich jedoch für unterschiedliche Sachverhaltsvariationen ändern. Sie mag beispielsweise anders ausfallen, wenn Finfluencer die verbreiteten Informationen lediglich weitergeben, indem sie Bezug auf einen Beitrag von Nachrichtenagenturen nehmen. Gleichermaßen fragt sich, ob sich Finfluencer, die automatisiert Meldungen in den sozialen Medien verbreiten, auf das Medienprivileg berufen können. Der nachfolgende Beitrag will der empirischen Vielfalt des Finfluencing Rechnung tragen, indem er jene unterschiedlichen Fallgestaltungen rechtlich einordnet und zu klären versucht, ob und unter welchen Voraussetzungen Finfluencer dem Verbot des Marktmissbrauchs unterliegen.

## II. Anforderungen der Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Regulation, MAR*)

Genau wie andere Influencer unterliegen Finfluencer den allgemeinen rechtlichen Begrenzungen, die insbesondere das Wettbewerbsrecht für ihre Tätigkeit vorsieht. Durch drei Leitentscheidungen des BGH,[6] die auf einer Vielzahl von Beiträgen und instanzgerichtlichen Urteilen aufbauen,[7] und durch die gesetzlichen Neuregelungen, die mit dem Gesetz zur Stärkung des Verbraucherschutzes im Wettbewerbs- und Gewerberecht m. W. v. 28.05.2022 in § 5a Abs. 4 S. 2 und 3 UWG eingefügt worden sind,[8] sollten diese Vorgaben schärfere Konturen bekommen.[9]

Zusätzlich unterliegen Finfluencer – anders als andere Influencer – den Vorgaben des Bank- und Kapitalmarktrechts.[10] Aus Perspektive des Bankrechts fragt sich insbesondere, ob Finfluencer vor Aufnahme ihrer Tätigkeit einer schriftlichen Genehmigung der Aufsichtsbehörde bedürfen.[11] Einer solchen Erlaubnis bedarf gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, wer gewerbsmäßig oder in einem Umfang,

---

[6] BGHZ 231, 38 = WRP 2021, 1415 – Influencer I; BGHZ 231, 87 = WRP 2021, 1429 – Influencer II; BGH, Urt. v. 13.01.2022 – I ZR 35/21 – ZUM 2022, 300 – Influencer III.

[7] Für umfangreiche Nachw. vgl. Köhler/Bornkamm/Feddersen/*Feddersen*, 42. Aufl. 2024, UWG § 5a vor Rn. 4.78 bzw. Rn. 4.91 Rn. 4.78 bzw. Rn. 4.91.

[8] Vgl. dazu *Alexander*, ZUM 2022, 77; *Harder*, ZfPC 2022, 178; *Köberlein*, ZVertriebsR 2022, 102; *Laoutoumai*, RDi 2022, 340; *Remmertz*, GRUR-Prax 2023, 737; *Schaub*, NJW 2022, 2510.

[9] Näher und m. w. H.: *Möslein*, in: FS Gounalakis, 2024, 585, 587 f.

[10] *Möslein*, in: FS Gounalakis, 2024, 585, 588 f.; *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024; *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461.

[11] Ausführlich hierzu *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 250 ff.; *Möslein*, in: FS Gounalakis, 2024, 585, 590 ff.

der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen möchte. Ob die Voraussetzung des gewerbsmäßigen Handelns bei Finfluencern erfüllt ist, lässt sich nur im Einzelfall beurteilen. Es reicht jedenfalls bereits aus, dass ihre Tätigkeit auf eine gewisse Dauer angelegt ist und mit Gewinnerzielungsabsicht betrieben wird.[12] Fraglich ist daher vor allem, ob die Tätigkeit von Finfluencern unter eines der Geschäfte subsumiert werden kann, die in den Katalogen des § 1 Abs. 1 S. 2 KWG (Bankgeschäfte) bzw. Abs. 1a S. 2 (Finanzdienstleistungen) aufgezählt sind. Denkbar ist namentlich eine Qualifikation als Finanzdienstleistung in Form einer Anlagevermittlung oder -beratung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nrn. 1, 1a KWG. Weil es nicht der üblichen Praxis von Finfluencern entspricht, den Abschluss konkreter Geschäfte bereits so umfassend vorzubereiten, dass Follower den Auftrag nur noch signieren und absenden müssen, oder die auf Anschaffung oder Veräußerung der Finanzinstrumente gerichteten Willenserklärungen von Followern als Boten weiterzugeben,[13] ist Finfluencing in aller Regel jedoch nicht als Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG zu qualifizieren.[14] Andererseits fällt es regelmäßig nicht unter den Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG, weil Ratschläge an ein breites Publikum nicht als Anlageberatung zu qualifizieren sind; sie richten sich nämlich nicht direkt an einzelne Personen.[15] Im Regelfall ist Finfluencing daher nicht als Finanzdienstleistung zu qualifizieren und bedarf mithin keiner Erlaubnis gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG. Ungeachtet der Erlaubnisfreiheit unterliegen Finfluencer jedoch durchaus finanzmarktrechtlichen Pflichten, was die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) im Hinblick auf die europäische Marktmissbrauchsverordnung bereits im Jahr 2021 klargestellt[16] und kürzlich nochmals mit Nachdruck betont hat.[17]

### *1. Anlageempfehlungen (Art. 20 MAR)*

In erster Linie müssen „Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird,

---

[12] Zur Einnahmeerzielung von Influencern *Willems,* MMR 2018, 707, 710; aus steuerlicher Perspektive: *Schmidt/Kollmann/Karl*, DStR 2021, 765, 765 f.

[13] Zu diesen Fallgruppen vgl. etwa Schwennicke/Auerbach/*Schwennicke*, 4. Aufl. 2021, KWG § 1 Rn. 83.

[14] Ausführlicher *Möslein*, in: FS Gounalakis, 2024, 585, 591; ebenso im Ergebnis *Laoutoumai/Cobe,* WRP 2022, 290, 291; *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024; S. 256 ff.; rechtsvergleichend *Pflücke,* EuCML 2022, 212, 218.

[15] *Teuber*, BKR 2006, 429 (430 m. w. H.) spezifisch zu Finfluencern *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024; S. 262 ff.; *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461, 464 f..

[16] *European Securities and Markets Authority* (*ESMA*), Statement on Investment Recommendations on Social Media, v. 28. Oktober 2021, ESMA 70–154–2780, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf. (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[17] *ESMA* (Fn. 5).

erstellen oder verbreiten", gem. Art. 20 Abs. 1 MAR „in angemessener Weise dafür Sorge [tragen], dass die Informationen objektiv dargestellt und ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die diese Informationen sich beziehen, offengelegt werden".[18]

### *a) Tatbestandliche Voraussetzungen*

Die Vorschrift setzt die Erstellung oder Verbreitung entsprechender Empfehlungen oder Informationen voraus. Das Kriterium der Verbreitung bildet gleichsam die Grenzlinie zwischen Anlageberatung und -empfehlung. Eine Legaldefinition der insofern maßgeblichen Begriffe „Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie" bzw. „Anlageempfehlungen" findet sich in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und Nr. 35 MAR. Während Finfluencer im Gegensatz zu Analysten, Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten typischerweise nicht zu dem in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 (i) MAR definierten, qualifizierten Personenkreis zählen, sind gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 (ii) MAR Informationen von anderen Personen ebenfalls als Anlagestrategieempfehlung zu qualifizieren, sofern diese Personen direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorschlagen.[19] Finfluencer, die auf sozialen Netzwerken posten, erfüllen aber typischerweise ohnehin den Tatbestand der Anlageempfehlung gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR. Dieser Tatbestand stellt eine Qualifikation von Nr. 34 dar[20] und zeichnet sich dadurch aus, dass Anlageempfehlungen – anders als Anlagestrategieempfehlungen – für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sein müssen.[21] Frei zugängliche oder nur registrierungsbedürftige soziale Netzwerke erfüllen diese Anforderung, weil sie einer großen Anzahl von Personen zugänglich sind.[22] Sobald die Weitergabe von Informationen auf sozialen Netzwerken nicht mehr zielgerichtet gesteuert werden kann, ist nach herrschender Meinung generell von einer Verbreitung auszugehen, so dass die Anforderungen des Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR erfüllt sind.[23]

Die Regelung setzt weiterhin voraus, dass die Beiträge der Finfluencer eine „Information" enthalten. Angesichts der Vielfalt und des mitunter wenig sachlichen Gehalts von Postings auf Social-Media-Kanälen, die sich gerade durch

---

[18] Vgl. auch zum Folgenden: *Möslein*, in: FS Gounalakis, 2024, 585, 593 ff.; *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 89 ff.; *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461, 465 f.

[19] Näher Schwark/Zimmer/*Fett,* 5. Aufl. 2020, WpHG § 85 Rn. 19.

[20] *Geier/Hombach/Schütt*, RdF 2017, 108, 109.

[21] Maßgeblich ist die Absicht bei der Erstellung der Anlageempfehlung, vgl. Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt*, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 58.

[22] *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (MAR), ESMA/2015/1455 v. 28. Sept. 2015, S. 73 Rn. 341.

[23] S. etwa Schwark/Zimmer/*Fett* (Fn. 18), § 85 Rn. 19; zum Kriterium selbst: *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3454.

eine stark subjektive Prägung mit Infotainment-Elementen auszeichnen, bedarf deren informatorische Gehalt einer gründlichen Prüfung in jedem Einzelfall. Rein subjektive, nicht überprüfbare Wertungen erfüllen die Anforderungen des Art. 20 Abs. 1 MAR nicht. Erforderlich ist vielmehr der Anschein einer zumindest rudimentären Beschäftigung mit dem betreffenden Finanzinstrument.[24] Wenn Finfluencer keinerlei Begründung für ihre Vorschläge geben, mag der informative Charakter im Einzelfall fehlen. Gerade weil Anlageentscheidungen zunehmend auf Grundlage von Finfluencer-Empfehlungen getroffen werden, sollten jedoch aus teleologischen Gründen keine allzu strengen Anforderungen an den Anschein der inhaltlichen Beschäftigung mit dem fraglichen Finanzinstrument gelten. Entsprechend weist die ESMA beispielsweise darauf hin, dass umgangssprachliche Formulierungen („non-technical language") die Qualifikation als Anlageempfehlung keineswegs ausschließen.[25] Die Information muss weiterhin explizite oder implizite Empfehlungen oder Vorschläge zu Anlagestrategien enthalten und daher eine Art „Handlungsanweisung" an den Empfänger darstellen, wobei sich Dringlichkeit und Ernsthaftigkeit graduell unterscheiden können. Weil Finfluencer typischerweise eher unverbindlich auftreten und den Empfängern großen Entscheidungsspielraum lassen, sind deren Beiträge regelmäßig als Vorschlag zu qualifizieren.

Der Wortlaut von Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR verlangt schließlich, dass sich Vorschläge auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten bezieht. Die beiden Begriffe des Finanzinstruments bzw. des Emittenten sind ihrerseits in Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 bzw. Nr. 21 MAR definiert. Hinsichtlich des Begriffs Finanzinstrument nimmt diese Definition wiederum auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II Bezug. Kryptowerte, die in sozialen Medien und von Finfluencern vielfach beworben werden, sind nur erfasst, wenn sie als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind.[26] Sofern dies – in der Praxis häufig – nicht der Fall ist, findet auf Kryptowerte die neue MiCA-Verordnung Anwendung. Allerdings enthält dieser Rechtsakt seinerseits zwar Regelungen zur Anlageberatung,[27] aber keine Art. 20 MAR vergleichbaren Vorschriften zu Anlageempfehlungen.[28] Insofern drohen erhebliche Regelungslücken, die der Verordnungsgeber, der die Risiken der Verbreitung irreführender Information über Kryptowerte gerade über

[24] Schwark/Zimmer/*Fett* (Fn. 18), § 85 Rn. 11; ähnlich Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, MAR Art. 20 Rn. 25 (muss „zumindest den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit den betreffenden Finanzinstrumenten oder dessen Emittenten" hervorrufen).

[25] *ESMA* (Fn. 15), S. 1.

[26] S. dazu auch *Laoutoumai/Cobe,* WRP 2022, 290, 291, jedoch ohne Berücksichtigung der MiCA-VO.

[27] S. Art. 81 MiCA-VO, vgl. außerdem Art. 60 Abs. 3 lit. g) und Abs. 5 lit. b) MiCA-VO; zu den Pflichten im Einzelnen etwa *Michel/Schmitt*, CCZ 2023, 261, 266–268.

[28] Zu dieser Zweigliedrigkeit des Regelungssystems näher: *Maume*, RDi 2022, 461, 463 f.

Plattformen der sozialen Medien mit großem Nachdruck betont,[29] möglicherweise nicht hinreichend bedacht hat.

### *b) Rechtsfolgen*

Ist der Anwendungsbereich eröffnet, verpflichtet Art. 20 Abs. 1 MAR Finfluencer, dafür Sorge zu tragen, dass die Informationen objektiv dargestellt werden. Zudem müssen sie eigene Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente offenlegen, auf die diese Informationen sich beziehen. Der konkretere Gehalt dieser generalklauselartigen Pflichtbindung ergibt sich aus den Ausführungsvorschriften der DelVO 2016/958, die Anlageempfehlungen und Empfehlungen und Vorschläge zu Anlagestrategien gleichermaßen regeln (und einheitlich als „Empfehlungen" bezeichnen).[30] Das Maß der Pflichtbindung unterscheidet sich je nach Adressat: Während die allgemeinen Pflichten für alle Personen gelten, die dem persönlichen Anwendungsbereich der Norm unterfallen, müssen qualifizierte Personen iSv Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 (i) MAR sowie Sachverständige zusätzliche Anforderungen befolgen.[31]

Für Finfluencer gelten daher in der Regel nur die allgemeinen Pflichten.[32] Insoweit verlangen die Ausführungsvorschriften erstens Angaben zur Identität aller Personen, die Empfehlungen erstellen, insbesondere Namen und Berufsbezeichnung (vgl. Art. 2 DelVO 2016/958). Als Ersteller zählen dabei nicht nur die Finfluencer selbst, sondern auch deren Mitarbeiter, die bei der Vorbereitung der Beiträge mitwirken.[33] Zweitens statuiert Art. 3 DelVO 2016/958 inhaltliche Anforderungen an die objektive Darstellung der Empfehlungen. Belegbare Tatsachen müssen demnach klar von sonstigen Informationen (etwa Stellungnahmen oder Schätzungen) unterschieden werden, Informationsquellen sind klar und nachvollziehbar anzugeben und müssen zuverlässig sein, zukunftsbezogene Informationen (Prognosen, Vorhersagen) bedürfen einer unmissverständlichen Kennzeichnung, schließlich sind Datum und Zeitpunkt der Erstellung anzugeben, um dem Publikum eine Einschätzung der Aktualität der Empfehlung zu erlauben.[34] Drittens bedarf es der Offenlegung aller Beziehungen und Umstände, bei denen damit zu rechnen ist, dass sie die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen können. Mithin ist jeder auch nur potentielle Interessenkonflikt offenzulegen.[35] Entsprechendes Konfliktpotenzial ist beispielsweise gegeben, wenn Finfluencer auf irgendeine Weise von der Auswirkung ihrer Empfehlung

---

[29] Vgl. Erwägungsgrund 24, S. 5; Erwägungsgrund 96, S. 2; Art. 91 Abs. 2 und Abs. 3, jeweils lit. c); Art. 140 Abs. 2 lit. n); Art. 141 S. 2 lit. l) MiCA-VO.

[30] Erwägungsgrund 1 S. 1 DelVO 2016/958.

[31] Überblicksweise *Pflücke,* EuCML 2022, 212, 217.

[32] Vgl. jedoch *Pflücke,* EuCML 2022, 212, 217.

[33] *Laoutoumai/Cobe,* WRP 2022, 290, 292.

[34] Näher Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 23), Art. 20 Rn. 70–77.

[35] Ähnlich Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 20), Art. 20 Rn. 98.

auf den Emittenten oder das Finanzinstrument finanziell profitieren, etwa auf der Grundlage vereinbarter Provisionen. Um die erforderliche Klarheit und unmittelbare, einfache Zugänglichkeit zu gewährleisten, reicht nach Ansicht der Aufsichtsbehörden die Angabe eines Links, der zu den entsprechenden Informationen führt, nicht notwendig aus, sondern sollen teils strengere Anforderungen gelten.[36]

### 2. *Informationsgestützte Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR)*

Weitere regulatorische Anforderungen für Finfluencer können sich aus dem Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c), 15 MAR ergeben[37]. Das Verbot sanktioniert, verkürzt gesprochen, die mediale Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Kurses eines Finanzinstruments senden oder wahrscheinlich senden können oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments herbeiführen oder wahrscheinlich herbeiführen können.[38] Dass Finfluencer durch ihre Empfehlungen durchaus entsprechende Marktdynamiken auslösen können, illustrieren die – filmreifen[39] – Entwicklungen um die GameStop-Aktie: Nachdem Influencer Keith Gill Anfang 2021 das Papier auf seinem YouTube-Kanal Roaring Kitty als unterbewertet eingeschätzt hatte, verabredeten sich Anleger auf der Plattform Reddit, in die Aktie zu investieren. Hedgefonds, die über Leerverkäufe auf Kursrückgänge gesetzt hatten, verloren durch den resultierenden Kursanstieg Milliardenbeträge.[40] Online-Broker setzten den Handel mit GameStop-Aktien daraufhin selbständig aus, was wiederum Untersuchungen der Börsenaufsicht SEC nach sich zog.[41] Das Phänomen des sog. swarm trading, das auf der Interaktion von Nutzern sozialer Medien beruht, erfährt seither große Aufmerksamkeit.[42] Der Sachverhalt wirft die Frage auf, ob der öffentliche Aufruf zum Erwerb von Finanzinstrumenten über

---

[36] *ESMA* (Fn. 16), 4.

[37] Ausführlich hierzu *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 211 ff.; *Möslein*, in: FS Gounalakis, 2024, 585, 598 f.; zu Nicht-Finanzinstrument Kryptowerten vgl. außerdem *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461, 467 f.

[38] Einführend bspw. *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023, 257 ff.

[39] Der Fall ist inzwischen u. a. Gegenstand eines Spielfilms („Dumb Money – Schnelles Geld") geworden, der kürzlich in die deutschen Kinos kam; für eine Rezension vgl. *Kremer*, Plötzlich Millionäre, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2. Nov. 2023, abrufbar unter https://www.faz.net/aktuell/finanzen/gamestop-film-dumb-money-rezension-19257482.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[40] Näher *Sajnovits*, ZGR 2021, 84; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 440 ff.; *Wegner*, BKR 2021, 181.

[41] Für den Abschlussbericht vgl. *Securities and Exchange Commission*, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, 14. Okt. 2021, abrufbar unter https://www.sec.gov/page/sec-staff-release-gamestop-report (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[42] S. etwa *Klöhn/Franke*, NZG 2021, 257; *Veil/Templer*, ZIP 2021, 981; *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280; *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760.

soziale Netzwerke als informationsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR zu subsumieren ist.[43]

Der Begriff der Information wird im Rahmen dieser Vorschrift noch weiter verstanden als im Zusammenhang mit Anlageempfehlungen: Mangels einschränkender Kriterien beschränkt er sich nicht auf nachprüfbare Tatsachen, sondern umfasst auch bloße Werturteile, Meinungen und Prognosen ohne Tatsachenkern.[44] Auch bei Verbreitung bloßer Gerüchte kann es sich nach dem Wortlaut um verbotene Marktmanipulation handeln, sofern derjenige, der diese Information verbreitet, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend ist.[45] Auch die Verbreitungskanäle, die Finfluencer typischerweise nutzen, sind vom Tatbestand erfasst. Die Erwägungsgründe stellen zweifelsfrei klar, „dass die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über das Internet, einschließlich über Websites sozialer Medien oder anonymer Blogs, im Sinne dieser Verordnung als gleichwertig mit der Verbreitung über traditionellere Kommunikationskanäle betrachtet werden sollte".[46] Die Frage, ob die betreffende Information öffentlich, also einer ausreichend hohen Zahl von Anlegern, zugänglich sein muss,[47] hat im Hinblick auf Finfluencer wenig Bedeutung, weil dieses Kriterium naturgemäß erfüllt ist.

Problematischer ist die Beurteilung, ob die fragliche Information geeignet ist, falsche oder irreführende Signale zu senden oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Die Anforderungen an die Manipulationswahrscheinlichkeit sind umstritten. Teils wird darauf abgestellt, ob die Informationen aus der *ex-ante*-Perspektive eines verständigen Anlegers einen Handlungsanreiz setzen und einen solchen Anleger dazu veranlassen, anders zu handeln, als er in Kenntnis der tatsächlichen Gegebenheiten gehandelt hätte.[48] Informationen, die Finfluencer – oft nur unter Pseudonym – über soziale Netzwerke verbreiten, erscheinen objektiv mitunter so unzuverlässig, dass man bezweifeln darf, ob verständige oder selbst „realistische" Anleger ihnen bei der Anlageentscheidung Bedeutung zumessen.[49] Umgekehrt legen die Dynamiken im Fall GameStop nahe, dass Anleger aus ganz unterschiedlichen, teils auch (im weitesten Sinne) politisch orientierten Beweggründen agieren. Der an das Idealbild des homo oeconomicus angelehnte Maßstab des verständigen Anlegers mag daher in Zeiten

[43] *Merwald/Schauer,* BKR 2021, 280, 284 f.; *Wegner,* BKR 2021, 181, 182; *Piepenburg/Schwarz,* BKR 2021, 760, 762.

[44] S. etwa *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333, 1337, selbst Äußerungen wie „Keine Sorge – alles wird gut" oder „Viele Gute Nachrichten heute"; vgl. außerdem Erwägungsgrund 47 MAR.

[45] *Poelzig* (Fn. 36), 258.

[46] Erwägungsgrund 48 MAR; ausführlich *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 191, 222 ff.

[47] Zum Streitstand bündig *Poelzig* (Fn. 36), 258.

[48] Näher etwa Schwark/Zimmer/*Zimmer/Bator*, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 87.

[49] Skeptisch namentlich *Wegner,* BKR 2021, 181, 182 f.; vgl. andererseits *Merwald/Schauer,* BKR 2021, 280, 282 f.

des Finfluencing einer gewissen Anpassung bedürfen. Der jüngste Warnhinweis der ESMA dürfte auf eine entsprechend strengere Sichtweise der Aufsichtsbehörden hindeuten.[50]

### 3. *Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 8–10, 14 MAR)*

Schließlich sieht die Verordnung in Art. 10 Abs. 1 S. 1 iVm Art. 14 MAR ein Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen vor, dass auch die Tätigkeit von Finfluencern begrenzt.[51] Das Verbot beschränkt sich nämlich nicht auf unternehmensinterne Informationen, auf die Finfluencer (im Gegensatz beispielsweise zu „twitternden" Vorstandsmitgliedern)[52] als typischerweise externe Personen in der Regel keinen unmittelbaren Zugriff haben. Vielmehr umfasst die Definition des Begriffs „Insiderinformationen" in Art. 7 Abs. 1 MAR jede nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, deren Kurs erheblich zu beeinflussen. Entsprechend können, wie der Wortlaut von Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR inzwischen unzweifelhaft belegt, auch Gerüchte Insiderinformationen darstellen.[53] Voraussetzung ist jedoch ein hinreichender Grad an Präzision iSv Art. 7 MAR. Dass vage oder allgemeine Informationen vom Begriff der Insiderinformation ausgenommen sind, betonte der EuGH im *Lafonta*-Urteil sehr deutlich.[54]

Ähnlich wie Journalisten können auch Finfluencer in Gerüchteketten eingebunden sein, wenn sie Marktgerüchte über die sozialen Medien weitergeben. In einem neueren Urteil unterscheidet der Europäische Gerichtshof zwischen zweierlei Informationen, nämlich einerseits dem Hinweis auf die bevorstehende Veröffentlichung und andererseits dem eigentlichen Inhalt dieser Veröffentlichung.[55] Ungeachtet der Unsicherheiten, die mit Gerüchten naturgemäß verbunden sind, sind Informationen zu bevorstehenden Veröffentlichungen nicht pauschal vom Begriff der Insiderinformation ausgenommen, weil deren Kenntnis bereits Rückschlüsse auf künftige Kursentwicklungen ermöglicht.[56] Um

---

[50] *ESMA* (Fn. 16), 5 f.; im Fall GameStop sah die BaFin zwar keine Anhaltspunkte für Marktmanipulation; sie hatte aber nur das Handeln der Kleinanleger sowie die Handelseinschränkungen zu prüfen, nicht die Kommunikation des (außerhalb Deutschlands ansässigen) Influencers, vgl. BT-Drs. 19/27219.

[51] IdS *ESMA* (Fn. 16), 10.

[52] Zu diesen näher *Möllers/Schauer,* NZG 2021, 1333, 1334 f.

[53] S. auch Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 78.

[54] EuGH Urt. v. 11.03.2015 – C-628/13 – WM 2015, 816.

[55] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671; dazu näher: *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577; *Nietsch*, BKR 2022, 611; *Möslein*, LMK 2022, 808769.

[56] So bereits die Generalanwältin beim EuGH (*Kokott*), Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 – BeckRS 2021, 26204 Rn. 49.

festzustellen, ob solche Informationen spezifisch genug sind, um kursrelevant sein zu können, dienen sowohl der Grad an Präzision des Inhalts dieses Gerüchts als auch die Zuverlässigkeit der Quelle, die dieses Gerücht aufgreift, als Indizien.[57] So reicht die Angabe des Namens des betreffenden Emittenten und der Bedingungen des erwarteten öffentlichen Kaufangebots in Übernahmesachverhalten bereits aus, damit die Information nicht mehr als vage oder allgemein im Sinne der *Lafonta*-Rechtsprechung einzuordnen ist. Für die Zuverlässigkeit der Quelle fallen andererseits Faktoren wie die Bekanntheit des Journalisten, der den Artikel verfasst, und des Presseorgans, in dem er veröffentlicht wird, ins Gewicht.[58] Nach diesen Maßstäben lässt sich jedenfalls nicht ausschließen, dass auch von Finfluencern verbreitete Gerüchte als Insiderinformation zählen, sofern den betreffenden Finfluencer eine entsprechende Reichweite und zugleich Seriosität auszeichnet.[59]

## III. Journalistenprivileg für Finfluencer

Da die Marktmissbrauchsverordnung mithin eine Vielzahl von Anforderungen an die Tätigkeit von Finfluencern enthält, aus denen teils erhebliche Einschränkungen resultieren, stellt sich die Frage, ob Finfluencern die Privilegierung des Art. 21 MAR zu Gute kommt.

Mit Art. 21 MAR bezweckt der Verordnungsgeber einen Ausgleich zwischen dem Schutz der Integrität des Finanzmarkts und dem Schutz der in Art. 11 GRCh garantierten Presse- und Meinungsfreiheit.[60] Damit trägt der Verordnungsgeber dem Umstand Rechnung, dass gem. Art. 6 Abs. 1 UAbs. 1 EUV die Grundrechtecharta[61] zum Primärrecht der EU gehört und deshalb ein Schutzauftrag hinsichtlich der dort niedergelegten Grundrechte besteht.[62] Andererseits betont die Norm auch, dass die Presse- und Meinungsfreiheit aus Art. 11 GRCh im Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation ihre Grenzen findet.[63] Dass die Verbote aus der MAR im Lichte der Presse- und Meinungsfreiheit

---

[57] EuGH, Urt. v. 12.01.2023 – C-154/21 – NJW 2023, 973, Rn. 48.

[58] EuGH, Urt. v. 12.01.2023 – C-154/21 – NJW 2023, 973, Rn. 51.

[59] Zur Unterschiedlichkeit entsprechender „Geschäftsmodelle" von Finfluencern vgl. zuletzt *Lichti/Ademi/Tumasjan*, Decentralized Opinion Leadership: A Study of Crypto Influencers in the Twitter Discourse on Bitcoin, Conference Paper, Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS-57), January 3–6, 2024, abrufbar unter https://scholarspace.manoa.hawaii.edu/items/3f6dd151-5557-48bd-91e6-26ed1fc5a646 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[60] Ausführlich *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241.

[61] Charta der Grundrechte der Europäischen Union (ABl. C 202 vom 07.06.2016, S. 389–405).

[62] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2241; vgl. auch Erwägungsgrund Nr. 77 MAR.

[63] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2241.

ausgelegt werden müssen und andersherum die Presse- und Meinungsfreiheit in diesen Verboten ihre Grenzen findet, ergibt sich schon aus der allgemeinen Grundrechtsdogmatik. Art. 21 MAR ist daher streng genommen deklaratorischer Natur.[64] Die Vorschrift gewährt gerade keinen über die Presse- und Meinungsfreiheit hinausgehenden Schutz. Dennoch ist sie in diesem Kontext als speziellere Norm vorrangig vor Art. 11 GRCh anzuwenden. In jedem Fall ist die Rechtmäßigkeit der Offenlegung und Verbreitung von Informationen bzw. der Weitergabe und Verbreitung von Empfehlungen nach der MAR unter Berücksichtigung der Presse- und Meinungsfreiheit zu beurteilen.

### *1. Keine Beschränkung auf Journalisten*

Eine Privilegierung von Finfluencern nach Art. 21 MAR kommt nur in Betracht, wenn Finfluencer vom persönlichen Anwendungsbereich der Norm grundsätzlich erfasst sind. Trotz der Bezeichnung des Art. 21 MAR als „Journalistenprivileg", kann dies problemlos bejaht werden. Anders als die Vorgängerregelung[65] erfasst Art. 21 MAR nicht nur jene, die den Beruf des Journalisten ausüben. Zwar wird auch für Art. 21 MAR in seiner heutigen Fassung noch häufig die Bezeichnung „Journalistenprivileg" verwendet, was aber nicht darüber hinwegtäuschen darf, dass die Norm funktional jede Weitergabe und Verbreitung von Informationen bzw. Empfehlung zu journalistischen bzw. medialen Zwecken erfasst.[66] Wegen dieser Erweiterung des Anwendungsbereichs der Norm wird teilweise die Bezeichnung „Medienprivileg" für treffender gehalten.[67] Der funktionale Ansatz, der an die Tätigkeit anknüpft, setzt in persönlicher Hinsicht nur voraus, dass man sich grundsätzlich auf die europäische Meinungs- und Pressefreiheit berufen kann. Diese Berufung steht jeder natürlichen oder juristischen Person offen, weshalb auch Finfluencer unabhängig von der konkreten Gestaltung erfasst sind.

### *2. Privilegierte Tätigkeiten*

Die Privilegierung setzt voraus, dass „für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen offengelegt oder verbreitet oder Empfehlungen gegeben oder verbreitet" werden. Dieser Wortlaut ist an verschiedenen Stellen missverständlich. Der Zusatz „in den Medien" etwa konkretisiert die „andere[n] Ausdrucksformen" und stellt keine Anforderung an die Art und Weise der Offenlegung oder Verbreitung dar.[68] Ob sich der Zusatz

---

[64] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242.

[65] Art. 1 Abs. 2 Nr. 2 lit. c) Marktmissbrauchs-RL, in Deutschland umgesetzt in § 20a Abs. 6 WpHG aF.

[66] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242.

[67] Vgl. auch *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242; BeckOK WpHR/*Harnos*, 10. Ed. 01.01.2024, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10.

[68] Argumentiert wird hierfür mit der englischen Sprachfassung und der Ratio, vgl. Klöhn/

„in den Medien" darüber hinaus auch auf die journalistische Tätigkeit bezieht, kann dahinstehen. Journalismus ist ohne einen Bezug zu Medien nicht denkbar, sodass die Anforderung „in den Medien" der journalistischen Tätigkeit ohnehin inhärent ist.[69] Außerdem verwendet der Verordnungsgeber hinsichtlich der Informationen das Begriffspaar „offengelegt oder verbreitet" und hinsichtlich der Empfehlungen „gegeben oder verbreitet". Während „offengelegt oder verbreitet" der Formulierung der entsprechenden MAR-Tatbestände entspricht (informationsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12, 15 MAR bzw. Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 8–10, 14 MAR), ist dies bei der Formulierung „gegeben oder verbreitet" nicht der Fall. Beim Vergleich mit den anderen Sprachfassungen wird deutlich, dass es sich um einen Übersetzungsfehler handelt. Richtigerweise kommt es analog zu Art. 20 Abs. 1 MAR auch bei Art. 21 MAR nicht auf das Geben oder Verbreiten, sondern auf das Erstellen oder Verbreiten von Empfehlungen an.[70] Räumt man all diese sprachlichen Missverständlichkeiten aus, können aus dem Normwortlaut die zwei Tatbestandsvoraussetzungen einer privilegierten Tätigkeit abgeleitet werden. Zum einen muss eine Information offengelegt oder verbreitet oder eine Empfehlung erstellt oder verbreitet werden und zum anderen muss dies mit einer journalistischen oder medialen Zwecksetzung geschehen.

### *a) Erfasste Tätigkeit*

Zunächst zur Voraussetzung, dass Informationen offengelegt oder verbreitet bzw. Empfehlungen erstellt oder verbreitet werden müssen. Eine entsprechende erfasste Tätigkeit ist bereits Voraussetzung dafür, dass eine informationsgestützte Marktmanipulation (Art. 12, 15 MAR) bzw. eine Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 8–10, 14 MAR) überhaupt vorliegen kann bzw. die Regelungen über Anlageempfehlungen aus Art. 20 MAR Anwendung finden. Diese Merkmale und ihre Anwendbarkeit auf Finfluencer wurden bereits erörtert. Wurde keine Information offengelegt oder verbreitet und keine Empfehlungen erstellt oder verbreitet, kommt kein Verstoß gegen die genannten Vorschriften der MAR in Betracht, weshalb sich auch eine Privilegierung erübrigt.

### *b) Journalistische bzw. mediale Zwecksetzung*

Ist ein Verhalten eines Finfluencer als Offenlegung oder Verbreitung einer Information bzw. als Erstellung oder Verbreitung einer Empfehlung zu qualifizieren, muss es für eine Privilegierung gem. Art. 21 MAR journalistischen

---

*Klöhn*, 2. Aufl. 2023, MAR Art. 21 Rn. 12; Schwark/Zimmer/*Kumpan*/*Schmidt*, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 Rn. 10; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6.3 und 7.

[69] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 13.

[70] Zu dem Übersetzungsfehler ausführlich BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 9 und 9.1.

Zwecken oder anderen Ausdrucksformen in den Medien dienen. Hieraus wird vielfach abgeleitet, dass der Anwendungsbereich des Art. 21 MAR grundsätzlich jede natürliche und juristische Person erfasst, die einer Tätigkeit nachgeht, die unter die europäische Meinungs- und Pressefreiheit fällt.[71] Dies trifft regelmäßig auf Journalisten, Verleger, Herausgeber, Vertriebsmitarbeiter, Angehörige der Marketingabteilung, Pressesprecher, Informanten, Blogger, Whistleblower, den Emittenten selbst oder eben auch auf Influencer und Finfluencer zu.[72] Obwohl es für die Beurteilung, ob eine privilegierte Tätigkeit vorliegt, keinen Unterschied macht, ob eine journalistische oder mediale Zwecksetzung vorliegt, kann auf die Differenzierung dennoch nicht verzichtet werden, weil sich auf Rechtsfolgenseite durchaus Unterschiede ergeben.

### *aa) Journalistische Zwecke*

Das Merkmal der journalistischen Zwecke ist weit auszulegen. Für die Bestimmung kann auf Art. 11 Abs. 2 GRCh und die Rechtsprechung des EGMR hierzu zurückgegriffen werden.[73] Geschützt werden nach dem funktionalen Verständnis alle Tätigkeiten (bzw. mit diesen betrauten Personen), die mit der Pressearbeit verbunden sind, einschließlich der Recherche, der Textarbeit, der redaktionellen Tätigkeit, der Herstellung selbst und des Vertriebs.[74] Ebenfalls erfasst sind Informanten und Whistleblower bzw. Informationsquellen allgemein.[75] Unter Presse sind dabei jedenfalls alle periodischen Druckerzeugnis-

---

[71] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242.

[72] Explizit zu Finfluencern *Möslein*, in: FS Gounalakis, 585, 601 f.; ansonsten Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 9 f.; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 15 f.

[73] Teilweise wird dies mit dem Hinwies darauf abgelehnt, dass der Grundrechtskonvent in seinen Erläuterungen zur europäischen Pressefreiheit nicht auf die Rechtsprechung des EGMR Bezug genommen habe, sondern nur auf die des EuGH zur rundfunkrechtlichen Gewährleistung der Meinungs- und Medienpluralität. Diese Erläuterungen sind gem. Abs. 5 S. 2 der Präambel der Charta und Art. 52 Abs. 7 GRCh zu berücksichtigen. Tatsächlich soll nach den Erläuterungen des Grundrechtskonvents aber Art. 11 GRCh insgesamt (also nicht nur Art. 11 Abs. 1 GRCh) Art. 10 EMRK entsprechen und auch die Rechtsprechung des EuGH zur rundfunkrechtlichen Gewährleistung der Meinungs- und Medienpluralität baut schlussendlich auf der Rechtsprechung des EGMR zu Art. 10 EMRK auf, sodass nichts gegen einen Rückgriff spricht, vgl. Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 14 m. w. N.; vgl. außerdem BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 5 und 8.

[74] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 68 f.

BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 8; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 19; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits,* Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, MAR Art. 21 Rn. 20; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 8.

[75] Dies ist zur Erreichung des Zwecks des Art. 21 MAR zwingend notwendig, denn Journalisten können ihrer Tätigkeit ohne Quellen nicht nachgehen. Würde man die Quellen nicht ebenfalls privilegieren, würde dies mittelbar zu einer massiven Einschränkung der Presse- und Medienfreiheit führen; vgl. BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.3; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 7; *Mock*, ZIP 2022, 777, 780; ausführlich Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 18.

se zu verstehen.[76] Die Veröffentlichung kann aber auch im Fernsehen, Rundfunk oder in Online-Publikationen erfolgen.[77] Diese Eingrenzungen dürfen allerdings mit Blick auf die EGMR-Rechtsprechung nicht als ausschließendes Kriterium verstanden werden, denn es sind etwa auch Schriftsteller bei gleicher Schutzwürdigkeit erfasst.[78] Es kommt daher in Betracht, dass die Tätigkeit von Finfluencern im Einzelfall nicht nur als die Tätigkeit von Medienschaffenden anderer medialer Ausdrucksformen geschützt ist, sondern eine Tätigkeit mit journalistischer Zwecksetzung darstellt.

Eine sichere Abgrenzung, ob die Tätigkeit von Finfluencern journalistischen Zwecken dient, ist schwierig. Finfluencer und Influencer im Allgemeinen verwischen die Grenzen journalistischer Formate und Tätigkeiten zunehmend, ohne dass diese Veränderungen bislang durch Gesetzesreform oder richterliche Rechtsfortbildung erfasst worden wären. Die Unterschiede zu klassischen Journalisten als „funktionalisierte Mittlerinstitutionen des Meinungsbildungsprozesses" gelten teils als so erheblich, dass sich Influencer „einer für die herkömmlichen Massenmedien charakteristischen Funktionalisierung und damit auch der mit ihr verbundenen Begründung einer besonderen Pflichtenstellung" sperren.[79] Das europäische Recht hält für die Abgrenzung keine eigenen Abgrenzungskriterien bereit. Art. 11 Abs. 2 GRCh statuiert eine allgemeine Medienfreiheit, die sowohl die Pressefreiheit, die Rundfunkfreiheit und die Freiheit neuer Massenmedien beinhaltet.[80] Eine Abgrenzung journalistischer von anderweiter medialer Zwecksetzung ist deshalb in diesem Rahmen nicht erforderlich und wird nicht vollzogen. Gleiches gilt für Art. 10 EMRK. In der Literatur zu Art. 21 MAR selbst werden in der Regel ebenfalls keine Abgrenzungskriterien genannt, sondern beispielhaft aufgeführt, was unter Journalismus zu verstehen ist und was nur unter die anderen medialen Ausdrucksformen fällt. Vereinzelt wird darauf verwiesen, dass sich die Abgrenzung danach richte, ob mit typischen journalistischen Mitteln gearbeitet wird.[81] Das ohnehin nicht zur Auslegung des europäischen Rechts geeignete deutsche Verfassungsrecht differenziert in Art. 5 S. 2 GG zwar zwischen der Presse-, Rundfunk- und Filmfreiheit, kennt aber keine allgemeine Medienfreiheit. Der Begriff der Presse (insbesondere der enge Begriff der Presse des deutschen Verfassungsrechtes) kann nicht mit dem Begriff des Journalismus gleichgesetzt werden, denn dieser kann sich anerkanntermaßen verschiedener Veröffentlichungsform (etwa Printmedien, Online-Publikationen, Fernsehen und Rundfunk) bedienen. Ein weiterer

[76] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 15; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.3.

[77] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 66.

[78] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 15; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.

[79] *Roß*, ZUM 2023, 596, 599; vgl. bereits *Möslein*, in: FS Gounalakis, 585, 601 f.

[80] Statt aller *Jarass*, GRCh, 4. Aufl. 2021, EU-Grundrechte-Charta Art. 11 Rn. 17.

[81] Zum Grenzfall der Erstellung von research reports durch Leerverkäufer, Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 15.

Ansatz wäre es, zur Bestimmung auf die journalistischen Berufs- und Standesregeln zurückzugreifen. Bei diesen handelt es sich um nationales Recht und teilweise sogar um Selbstregulierung, sodass sich der Gedanke, dass diese Regelungen das europäische Recht konkretisieren könnten, zu verbieten scheint. Tatsächlich spielt die Unterscheidung auf Tatbestandseben aber keine weitere Rolle, denn alle nicht als Journalismus zu qualifizierenden, aber dennoch in den Schutzbereich des Art. 11 GRCh fallenden Tätigkeiten sind unter den gleich zu erläuternden Auffangtatbestand zu fassen. Relevant wird die Unterscheidung deshalb nur auf Rechtsfolgenseite; hier verweist Art. 21 MAR selbst auf die journalistischen Berufs- und Standesregeln. Das Unionsrecht ordnet die Anwendung des nationalen Rechts bzw. der Selbstregulierung an, sodass kein Konflikt zum Grundsatz der unionsrechtsautonomen Auslegung entsteht.[82] Es ist deshalb nur konsequent für die Beantwortung der Frage, ob journalistische Zwecke verfolgt werden, darauf abzustellen, ob die journalistischen Berufs- und Standesregeln auf den Sachverhalt Anwendung finden. Selbstverständlich nimmt sich das europäische Recht durch den Verweis nicht völlig zurück. Die journalistischen Berufs- und Standesregeln müssen ihrerseits darauf überprüft werden, ob sie die Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit aus Art. 11 GRCh ausreichend berücksichtigen. Im Falle der Anlageempfehlungen nimmt sich das europäische Recht außerdem nur dann zurück, wenn die Berufs- und Standesregeln eine gleichwertige angemessene Regelung (im Vergleich zu den kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten) darstellen.[83]

Unabhängig von dieser Frage bestehen jedoch einige anerkannte Ausschlussgründe, die einer journalistischen Zwecksetzung in jedem Fall entgegenstehen. Voraussetzung für eine journalistische Zwecksetzung ist nach ganz herrschender Meinung etwa, dass es sich nicht nur um eine rein privat (= nicht beruflich) ausgeübte Tätigkeit handelt.[84] Eine journalistische Zwecksetzung ist zwar nicht den hauptberuflichen Journalisten vorbehalten, auch die Tätigkeit von Gelegenheits- und freien Journalisten erfolgt mit journalistischer Zwecksetzung, rein privates Handeln scheidet jedoch aus.[85] Übt der Finfluencer eine rein private Tätigkeit aus, kommt folglich nur eine mediale Zwecksetzung in Betracht, die den Ausschluss rein privater Tätigkeiten nicht kennt.[86]

Eine weitere Grenze der journalistischen Zwecksetzung ist Werbung bzw. Kundenakquise. Dient eine Tätigkeit überwiegend werblichen Zwecken, ist eine journalistische Zwecksetzung zu verneinen.[87] Die Abgrenzung kann im Einzel-

---

[82] Ähnlich *Nietsch*, BKR 2022, 611, 617.

[83] Hierzu genauer unter IV.

[84] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.1 und 10.3; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 16; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 6; Generalanwältin beim EuGH (*Kokott*), Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 – BeckRS 2021, 26204, Rn. 79.

[85] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.3.

[86] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 16.

[87] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 17.

fall schwierig sein. Im Rahmen der MAR wird zur Abgrenzung zwischen der journalistischen Zwecksetzung und der werbenden Zwecksetzung als Maßstab auf das Informationsinteresse des Lesers zurückgegriffen.[88] Geht der Inhalt über das begründete Informationsinteresse des Lesers hinaus und bedient damit ein Geschäftsinteresse, handelt es sich um einen werblichen Inhalt.[89] Das Thema Werbung und die Kennzeichnung dieser spielt bei Influencern allgemein und bei Finfluencern im Speziellen eine wichtige Rolle. Wann es sich bei der Tätigkeit eines Influencers um Werbung handelt, ist eine im Medien- und Lauterkeitsrecht viel behandelte Frage.[90] Die wesentlichsten Fragen können jedoch mittlerweile als geklärt angesehen werden, wozu insbesondere die bereits angesprochene Rechtsprechung des BGH in den Influencer I–III Entscheidungen[91] sowie die Neuregelungen der §§2 Abs. 1 Nr. 2 und 5a Abs. 4 S. 2, 3 UWG durch den Gesetzgeber[92] beigetragen hat. Eine kennzeichnungspflichtige Werbung liegt demnach vor, wenn für den Content eine Gegenleistung erhalten wurde oder wenn der Content der Eigenwerbung dient.[93] Der Erhalt einer Gegenleistung wird bei Content zugunsten fremder Unternehmen vermutet und als Gegenleistung ist auch die Überlassung des beworbenen Produkts für die Präsentation ausreichend.[94] Auch wenn deutsche Rechtsprechung und Gesetzgebung für die Auslegung europäischen Rechts nicht maßgeblich ist, spricht in der Sache vieles dafür, solche Inhalte von Finfluencern, die als Werbung gekennzeichnet werden müssen, auch nach den Regeln der MAR als Werbung zu betrachten und eine journalistische Zwecksetzung abzulehnen.[95] Regelmäßig kommt eine Privilegierung dennoch als andere Ausdrucksform in den Medien in Betracht.[96]

---

[88] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 17.

[89] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 17; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244.

[90] Zu einer Übersicht über (instanzgerichtliche) Rechtsprechung, Gesetzgebung und Schrifttum vgl. Köhler/Bornkamm/Feddersen/*Feddersen* (Fn. 7), §5a vor Rn. 4.78 und Rn. 4.91.

[91] BGHZ 231, 38 = WRP 2021, 1415 – Influencer I; BGHZ 231, 87 = WRP 2021, 1429 – Influencer II; BGH, Urteil vom 13.01.2022 – I ZR 35/21 – ZUM 2022, 300 – Influencer III; vgl. auch BGH, Urteil vom 09.09.2021 – I ZR 126/20 – ZUM-RD 2021, 693; BGH, Urteil vom 13.01.2022 – I ZR 9/21 – ZUM 2022, 292.

[92] Die Neuregelung konnte in den BGH-Entscheidungen noch nicht zu Grunde gelegt werden. Die Neuregelung sollte einen sicheren Rechtsrahmen für das Handeln von Influencern schaffen; vgl. BT-Drs. 19/27873, 34; aus dem Schrifttum statt aller *Feddersen*, WRP 2022, 789, Rn. 23 ff.

[93] Ausführlich hierzu etwa *Köberlein,* ZVertriebsR 2022, 102.

[94] Zur Vermutungsregelung vgl. §5a Abs. 4 S. 3 UWG; zur Überlassung des Produkts vgl. BGH, Urteil vom 13.01.2022 – I ZR 35/21 – ZUM 2022, 300 – Influencer III; OLG Frankfurt v. 19.05.2022 – 6 U 56/21 – GRUR 2022, 1552.

[95] Im Ergebnis ebenso *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 152; vgl. auch *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461, 462.

[96] Werbliche Mitteilungen mit wertendem Charakter fallen anerkanntermaßen unter den Auffangtatbestand der anderen Ausdrucksform in den Medien, vgl. Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 25. Der werbliche Charakter ist jedoch bei der Interessenabwägung auf der Rechtsfolgenseite zu beachten, BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.4.

Eine journalistische Zwecksetzung ist hingegen nicht dadurch ausgeschlossen, dass eine Information bzw. Empfehlung durch Verlinkung verbreitet wird. Finfluencer arbeiten typischerweise in ihren Veröffentlichungen mit vielen Verlinkungen fremder Inhalte. Hier stellt sich die Frage, ob Verlinkungen ebenfalls eine mit der Pressearbeit verbundene Tätigkeiten im eben erörterten Sinne darstellt und damit journalistischen Zwecken dienen kann. Dies ist auf Grund der Möglichkeit, mit Verlinkungen die Authentizität und Transparenz der journalistischen Arbeit zu verbessern, zu bejahen.[97] Ebenfalls kein Hinderungsgrund für die Annahme einer journalistischen Zwecksetzung ist es, wenn die Finfluencer-Tätigkeit von einem Team unterstützt wird oder von einer juristischen Person ausgeht. Es spielt für die Privilegierung keine Rolle, ob der journalistischen Tätigkeit alleine oder kooperativ nachgegangen wird, auch wenn es im Rahmen der Zusammenarbeit permanent zur Offenlegung von Informationen kommt.[98] Außerdem findet Art. 21 MAR schon ausweislich der Definition des Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MAR auch auf juristische Personen Anwendung.[99] Der Begriff der juristischen Person ist in diesem Zusammenhang unionsrechtskonform auszulegen und schließt auch rechtsfähige Personengesellschaften (GbR, oHG, KG) mit ein.[100]

### *bb) Mediale Zwecke*

Neben journalistischen Tätigkeiten sind auch andere Ausdrucksformen in den Medien von der Privilegierung erfasst. Als Ausdrucksform kommt prinzipiell jede Offenlegung oder Verbreitung einer Information bzw. jede Erstellung oder Verbreitung einer Empfehlung in Betracht, also jede Äußerung einer Tatsache oder einer Meinung oder etwas Sonstigem unabhängig von Art und Inhalt.[101] Unter diesen Auffangtatbestand fällt damit grundsätzlich alles, was nicht als Journalismus zu qualifizieren ist, aber dennoch in den Schutzbereich des Art. 11 GRCh fällt.[102] Diskutiert wird einzig über Veröffentlichungen des Emittenten,[103] die jedoch mit Blick auf Finfluencer allenfalls mittelbar eine Rol-

---

[97] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 20 und 48; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6.2.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 8.

[98] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244.

[99] Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 6; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.2; dies entspricht auch dem persönlichen Schutzbereich des Art. 11 GRCh; vgl. BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 15 f.

[100] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 10.2; zur alten Rechtslage auch Sturm, ZBB 2010, 20, 24.

[101] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 7; speziell zu Finfluencern vgl. *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 153.

[102] Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 72), Art. 21 Rn. 21 f.; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 9 f.; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21; vgl. auch *Jarass* (Fn. 78), Art. 11 Rn. 16.

[103] Nach der hM sollen freiwillig veröffentlichte Informationen des Emittenten erfasst sein, während solche Informationen, für die eine Publizitätspflicht bestand, ausgenommen

le spielen. Voraussetzung ist jedenfalls, dass für die Ausdrucksform in den Medien ein Massenmedium genutzt wird.[104]

Unter Massenmedien sind solche Medien zu verstehen, deren Adressatenkreis nicht von vorneherein beschränkt ist und die sich deshalb prinzipiell an eine unbestimmte Zahl an Personen richten.[105] Keine Rolle spielt der technische Übertragungsweg, denn Art. 21 Abs. 2 GRCh ist technologieoffen ausgestaltet.[106] Unzweifelhaft zu den Medien gehören Print- und Online-Presseprodukte, Rundfunk, Filme und Blogs.[107] Unter welchen Voraussetzungen die für Finfluencer entscheidenden Online-Plattformen unter den Medienbegriff des Art. 21 MAR fallen, ist umstritten. Teilweise wird einschränkend gefordert, dass für den Plattformzugriff *keine Anmeldung* erforderlich sein darf.[108] Bei den meisten relevanten Plattformen (wie YouTube, Facebook, Instagram, TikTok, X, Reddit etc.) ist dies der Fall, denn öffentlich eingestellte Beiträge können grundsätzlich auch ohne Benutzerkonto eingesehen werden. Dennoch überzeugt diese Einschränkung nicht und wird zu Recht kritisiert. Die Anmeldung bei einer Online-Plattform ist in der Regel niedrigschwellig und (zumindest abgesehen vom „Bezahlen mit Daten" iSd §§ 312 Abs. 1a, 327 Abs. 3 BGB) kostenlos. Gerade im Vergleich zu den herkömmlichen Massenmedien, etwa der Print-Presse, ist zum einen der Zugang deutlich günstiger, denn Print-Erzeugnisse müssen für den Zugang gekauft oder sogar abonniert werden. Zum anderen sind sehr viele Personen bei Online-Plattformen angemeldet und regelmäßig online, sodass ein mit den herkömmlichen Massenmedien (etwa alle Personen, die regelmäßig Print-Erzeugnisse kaufen bzw. solche abonniert haben) zumindest vergleichbares potentielles Publikum besteht. Die besseren Gründe sprechen deshalb dafür, Online-Plattformen generell unter den Medienbegriff des Art. 21 MAR zu subsumieren.[109]

Anders verhält es sich, soweit vorhanden, mit der Messenger-Funktion solcher Online-Plattformen. Die Messenger-Funktion von Onlineplattformen (oft Direktnachrichten oder kurz DM genannt) und (vermeintlich) reine Messen-

---

sein sollen, vgl. etwa Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 9; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 26 m. w. N. Teilweise wird außerdem diskutiert unter welchen Voraussetzungen werbliche Mitteilungen (hierzu bereits oben unter a)) unter den Auffangtatbestand fallen, vgl. etwa Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 25 (und 17).

[104] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 10.

[105] Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 10; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244; *Jarass* (Fn. 78), Art. 11 Rn. 1.

[106] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21.

[107] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6.4; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 10.

[108] Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 10; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 22; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244.

[109] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6.5.

ger-Dienste (etwa WhatsApp, Telegram, Signal etc.) dienen der individuellen Kommunikation und fallen nicht unter den Medienbegriff des Art. 21 MAR.[110] Wiederum anders zu beurteilen sind Gruppen und Kanäle solcher Messenger-Dienste, bzw. die Status-Funktion mit der man Inhalte teilen kann. Solche Messenger-Gruppen und -Kanäle gewinnen in bestimmten Themengebieten zunehmend an Bedeutung. Zu diesen Themengebieten zählt auch der große Bereich des Coachings, der sich mit dem Thema Finfluencing überschneidet. Wenn die Gruppen, Kanäle und Statusmeldungen jedermann zugänglich sind, spricht vieles dafür, sie unter den Medienbegriff des Art. 21 MAR zu fassen.[111]

### *3. Ausnahmetatbestände*

Eine Privilegierung kommt indessen nicht in Betracht, wenn ein Ausnahmetatbestand eingreift. Ein solcher Ausnahmetatbestand liegt gem. Art. 21 MAR vor, wenn entweder „den betreffenden Personen oder mit diesen Personen in enger Beziehung stehenden Personen […] unmittelbar oder mittelbar ein Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information [erwächst]" (Art. 21 lit. a MAR) oder wenn „die Weitergabe oder Verbreitung […] in der Absicht [erfolgt], den Markt in Bezug auf das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs irrezuführen" (Art. 21 lit. b MAR).

#### *a) Eigennütziger Zweck*

Zunächst zu dem Fall, dass jemand durch die Offenlegung oder Verbreitung der Information sich oder einer eng verbundenen Person (Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR) einen Vorteil oder ein Gewinn verschafft und deshalb die Privilegierung gem. Art. 21 lit. a MAR entfällt: Ein solcher Vorteil oder ein Gewinn iSd Art. 21 lit. a MAR ist jede Besserstellung einer Person in ihrer wirtschaftlichen, rechtlichen oder persönlichen Lage, in materieller oder immaterieller Hinsicht.[112] Die Besserstellung muss nicht unmittelbar aus der Offenlegung oder Verbreitung der Information resultieren, eine mittelbare Verknüpfung reicht aus.[113] Mit Blick auf Finfluencer ergeben sich keine Besonderheiten. Erfüllen sie den Ausnahmetatbestand, entfällt die Privilegierung gem. Art. 21 lit. a MAR.

Ein bei Finfluencer nicht seltenes Szenario wird sein, dass sie als die offenlegende oder verbreitende Person (oder eine mit ihnen eng verbundene Person)

---

[110] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6.6.

[111] Hinsichtlich der Kanäle ebenso BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 6.6.

[112] Schwark/Zimmer/*Kumpan*/*Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 18; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 12f.; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 31.

[113] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 12.2ff.; Schwark/Zimmer/*Kumpan*/*Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 19; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 72), Art. 21 Rn. 26.

die Finanzinstrumente halten, die bzw. deren Emittenten von der Information betroffen sind. Streng genommen würde dies den Ausnahmetatbestand bereits erfüllen.[114] Die herrschende Meinung verneint jedoch bei solchen Interessenkonflikten den mittelbaren Vorteil mit dem Hinweis darauf, dass aus systematischer Sicht die Offenlegungspflichten hinsichtlich möglicher Interessenkonflikte aus Art. 20 Abs. 1 MAR iVm Art. 5 f. VO (EU) 2016/958 keinen Sinn ergeben würden, wenn man die Ausnahme des Art. 21 lit. a MAR auf solche Fälle anwenden würde.[115] Die offenlegende oder verbreitende Person bzw. eine ihr eng verbundene Person könnte außerdem das Finanzinstrument nicht mehr handeln, ohne die Privilegierung des Art. 21 MAR zu verlieren, worin ein Spannungsverhältnis zu Art. 11 GRCh zu sehen ist, sodass es auch aus teleologischer Sicht sinnvoll erscheint, in diesem Fall die Ausnahme des Art. 21 lit. a MAR nicht anzuwenden.[116]

Teils wird eine Anwendung des Art. 21 lit. a MAR auf alle Aktivitäten von Finfluencern befürwortet und damit begründet, dass Finfluencer mit ihren Aktivitäten stets ihre Beliebt- und Bekanntheit in den sozialen Medien steigern wollen, um Produkte und Dienstleistungen gewinnbringend anbieten zu können und sich als Werbepartner für Unternehmen attraktiver zu machen.[117] Der Vorteil oder der Gewinn, den sich die Finfluencer durch die Offenlegung oder Verbreitung der Information verschaffen, geht somit nicht über die Eigenwerbung hinaus.[118] So gesehen lässt sich der Vorteil oder der Gewinn als unmittelbare Folge der Offenlegung oder Verbreitung der Information sehen. Dieser Ansatz führt aber nicht zu sachgerechten Lösungen. Vergleichbar weit verstandene eigennützige Zwecke werden nämlich selbst im Kernbereich des Journalismus verfolgt, weil auch privater Journalismus darauf angewiesen ist, sich für Konsumenten und Werbepartner attraktiv darzustellen. Dogmatisch spricht gegen ein solches Verständnis, dass Art. 21 lit. a MAR das eigennützige Ausnutzen eines Informationsvorsprungs vor Augen hat. Der Vorteil oder Gewinn erwächst in den betreffenden Fällen jedoch nicht aus dem Inhalt der Information; er beruht daher nicht auf einem Informationsvorsprung. Eine Anwendung des Art. 21 lit. a MAR auf alle Aktivitäten von Finfluencern ist somit abzulehnen. Stattdessen muss jede Tätigkeit muss im Einzelfall betrachtet.[119]

---

[114] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 12.

[115] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 32; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 18.

[116] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 32; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 18.

[117] *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos 2024, S. 154 f.

[118] Vgl. zur Eigenwerbung erneut BGHZ 231, 38 = WRP 2021, 1415 – Influencer I.

[119] Ebenso *Buck-Heeb/Tatu*, RDi 2024, 461, 462.

### *b) Manipulativer Zweck*

Ein manipulativer Zweck liegt vor, wenn die maßgebliche Information mit Irreführungsabsicht zugänglich gemacht wird. Erforderlich, aber auch ausreichend ist dolus directus ersten oder zweiten Grades.[120] Liegt ein solcher manipulativer Zweck vor, entfällt die Privilegierung gem. Art. 21 lit. b MAR. Ein Irreführungserfolg oder eine Schädigungsabsicht ist hierfür keine Voraussetzung.[121] Die Verfolgung eines manipulativen Zwecks ist allerdings dann irrelevant, wenn die Information richtig ist.[122] Für Finfluencer gelten insoweit keine Besonderheiten, bei Offenlegung oder Verbreitung einer falschen Information mit Irreführungsabsicht entfällt die Privilegierung gem. Art. 21 lit. b MAR.

## *4. Rechtsfolgen der Privilegierung*

Die Anwendbarkeit des Art. 21 MAR auf Finfluencer und deren Tätigkeiten führt jedoch nicht zu einer umfassenden Absolution.[123] Die Privilegierung gilt nur für das insiderrechtliche Weitergabeverbot (Art. 10 MAR), das Marktmanipulationsverbot (Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR) und die Regelungen über Anlageempfehlungen aus Art. 20 MAR.[124] Selbst von diesen stellt die Privilegierung die Finfluencer jedoch nicht umfassend frei, sondern führt auf Rechtsfolgenseite nur dazu, dass bei der Anwendung der jeweiligen Vorschriften der MAR die Pressefreiheit und die Freiheit der Meinungsäußerung in den Medien sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu beachten sind.[125] Ob sich die Rechtsfolge des Art. 21 MAR darin erschöpft, dass die Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit aus Art. 11 GRCh zu berücksichtigen ist oder darüber hinaus auch journalistische Berufs- und Standesregeln einzubeziehen sind, bestimmt sich danach, ob journalistische Berufs- und Standesregeln auf den Sachverhalt Anwendung finden. Ist dem so, sind die journalistischen Berufs- und Standesregeln gegenüber der Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit aus Art. 11 GRCh vorrangig zu berücksichtigen.[126] Weil es sich bei diesen Regeln jedoch um nationales Recht und teilweise sogar um Selbstregulierung handelt, müs-

---

[120] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 13.

[121] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 34; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 20.

[122] Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 72), Art. 21 Rn. 29, unter Verweis auf Assmann/Schneider/Mülbert/*Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, MAR Art. 12 Rn. 207.

[123] *Möslein*, in: FS Gounalakis, 585, 602; allgemeiner *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023, S. 243.

[124] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 10. Unter anderem dies unterscheidet Art. 21 MAR von der Vorgängerregelung des Art. 1 Abs. 2 Nr. 2 lit. c) Marktmissbrauchs-RL, die in Deutschland durch § 20a Abs. 6 WpHG umgesetzt wurde. Diese galt nur für das Marktmanipulationsverbot, vgl. Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 8 f.

[125] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245 f.

[126] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245 f.

sen die journalistischen Berufs- und Standesregeln ihrerseits darauf überprüft werden, ob sie die Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit aus Art. 11 GRCh ausreichend berücksichtigen.[127]

Als dogmatischer Anknüpfungspunkt dient beim insiderrechtlichen Weitergabeverbot aus Art. 10 MAR die Prüfung der Offenlegungsbefugnis. Erlauben die journalistischen Berufs- und Standesregeln dem Finfluencer die Offenlegung oder setzen diese voraus und überwiegt deshalb oder aus anderen Gründen die Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit des Finfluencers aus Art. 11 GRCh in der Abwägung gegenüber der Marktintegrität und dem Anlegerschutz, so erfolgt die Offenlegung „im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben".[128] Der EuGH verlangt hierfür nach ständiger Rechtsprechung grundsätzlich, dass die Offenlegung für die Ausübung unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit wahrt.[129] Diese sehr eng auszulegende Formel modifiziert der EuGH im Falle einer Privilegierung nach Art. 21 MAR dahingehend, dass die Offenlegung „für die Ausübung [des] Berufs erforderlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit wahrt".[130] Statt des Maßstabs der Unerlässlichkeit wird die Offenlegung am Maßstab der Erforderlichkeit gemessen.[131]

Bei der informationsgestützten Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR gibt es keine Möglichkeit, die im Rahmen des Art. 21 MAR anzustellenden Erwägung in der Prüfung zu berücksichtigen, weshalb ein zweiter gedanklicher Schritt an die Prüfung des Tatbestands angeschlossen werden muss.[132] In diesem ist zu erörtern, ob wegen Art. 21 MAR ausnahmsweise doch kein Verstoß des Finfluencers vorliegt. Alternativ wurde vorgeschlagen, die Prüfung im Rahmen des unbestimmten und daher wertungsoffenen Tatbestandsmerkmals, dass die Information falsche oder irreführende Signale senden muss, durchzuführen.[133]

Bei der Erstellung oder Verbreitung von Anlageempfehlungen iSd Art. 3 Abs. 1 Nr. 34, 35 MAR durch Finfluencer können die Wertungen Art. 21 zum einen im Rahmen der Verhaltenspflichten des Art. 20 Abs. 1 MAR und zum anderen bei den Organisationspflichten des § 85 Abs. 1 WpHG berücksichtigt

---

[127] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245 f.

[128] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 74 ff.; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 41.

[129] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 78; EuGH, Urt. v. 22.11.2005 – C -384/02 – NJW 2006, 133, Rn. 31 und 34.

[130] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 83; EuGH, Urt. v. 22.11.2005 – C -384/02 – NJW 2006, 133, Rn. 31 und 34.

[131] EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 89; Generalanwältin beim EuGH (*Kokott*), Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 – BeckRS 2021, 26204, Rn. 105; *Nietsch*, BKR 2022, 611, 616; *Seibt/Mohamed*, NZG 2022, 1577, 1582.

[132] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245 f.; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.2; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 41.

[133] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.2.

werden.[134] Wenn die Finfluencer unter den Begriff des Journalisten fallen, sind diese gem. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR von den Vorgaben der DelVO (EU) 2016/958 befreit.[135] Die Anzeigepflicht des § 86 Abs. 1 WPHG gilt für Journalisten und Medienunternehmen ebenfalls nicht, die Norm ist teleologisch zu reduzieren. Begründet wird die teleologische Reduzierung der Norm mit dem Willen des Gesetzgebers, der unionsrechtlichen Ausnahme von den kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten (Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 S. 1 MAR), dem Vorrang des Unionsrechts (Art. 21 MAR und Art. 11 GRCh) und des Verfassungsrechts (Art. 5 GG), sowie der Ratio der Norm.[136] Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 S. 1 MAR befreit Journalisten und Medienunternehmen, die ohnehin „gleichwertigen angemessenen Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstregulierung – in den Mitgliedstaaten unterliegen", von den kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten, „sofern mit einer solchen Regelung eine ähnliche Wirkung erzielt wird wie mit den technischen Modalitäten". Soweit diese *gleichwertigen und angemessenen Regelungen* erfüllt werden, könnten sich nicht nur die kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten zurücknehmen, sondern auch die Anzeigepflicht, die vor allem dazu dient, deren Einhaltung zu überwachen.[137] Außerdem sei die Anzeige bei der BaFin nicht erforderlich, weil Journalisten und Medienunternehmen im Gegensatz zu anderen Unternehmen durch ihre Tätigkeit ohnehin bekannt und auffindbar seien.[138] Solche Finfluencer, die als Journalisten einzustufen und den Berufs- und Standesregeln unterworfen sind und diese erfüllen, sind damit von der Anzeigepflicht des § 86 Abs. 1 WpHG suspendiert. Eine Übertragbarkeit auf andere Medienschaffende wie solche Finfluencer, die nicht als Journalisten einzustufen sind und die nicht den Berufs- und Standesregelungen unterworfen sind bzw. diese nicht erfüllen, kommt dagegen nicht in Betracht. Die Argumente für eine Ausnahme verlieren in diesem Fall stark an Gewicht, weil weder der Willen des Gesetzgebers noch die Vorschrift des Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 S. 1 MAR für eine Ausnahme spricht. Allein die Ausstrahlungswirkung der über Art. 21 MAR zu berücksichtigen Meinungsfreiheit aus Art. 11 GRCh bzw. Art. 5 GG vermag keine Ausnahme von der Anzeigepflicht des § 86 Abs. 1 WPHG zu begründen.

---

[134] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.3; BeckOK WpHR/*Harnos*, 10. Ed. 01.01.2024, WpHG § 86 Rn. 7.

[135] BeckOK WpHR/*Harnos*, 10. Ed. 01.01.2024, VO (EU) 596/2014 Art. 20 Rn. 78 ff.

[136] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 128), § 86 Rn. 7; Schwark/Zimmer/*Fett*, 5. Aufl. 2020, WpHG § 86 Rn. 3; Heidel/*Schäfer*, Nomos Kommentar Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, WpHG § 86 Rn. 2; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits*, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, WpHG § 86 Rn. 2.

[137] Schwark/Zimmer/*Fett* (Fn. 130), § 86 Rn. 3; ebenso BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 128), § 86 Rn. 7.

[138] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 128), § 86 Rn. 7.

### *a) Berufs- und Standesregeln*

Wenn die journalistischen Berufs- und Standesregeln auf den Sachverhalt Anwendung finden, sind diese vorrangig vor der Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit gem. Art. 11 GRCh zu berücksichtigen. Die journalistischen Berufsregeln sind Vorschriften der Mitgliedstaaten, in denen die Tätigkeit von Journalisten und Medienunternehmen geregelt werden.[139] Bei den Standesregeln handelt es sich um Selbstregulierung von Journalisten.[140] Diese Bezugnahme auf die Selbstregulierung durch das europäische Recht wird teilweise als „Erhärtung weichen Rechts" beschrieben.[141] Diese Formulierung darf nicht dahingehend falsch verstanden werden, dass der Selbstregulierung uneingeschränkte Legalisierungswirkung zukäme.[142] Die Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln führt für sich genommen noch nicht dazu, dass ein Verstoß gegen das Marktmissbrauchsrecht ausgeschlossen ist.[143] Das Befolgen der Regeln ist vielmehr ein Aspekt, wenn auch ein wichtiger, der zugunsten des Journalisten in die Interessenabwägung im Rahmen des Art. 21 MAR einzustellen ist.[144] Im Rahmen dieser Interessenabwägung können und müssen die Berufs- und Standesregeln außerdem ihrerseits darauf überprüft werden, ob sie die Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit ausreichend berücksichtigen.[145]

#### *aa) Einordnung als Berufs- und Standesregel*

Eine wichtige und oft übergangene Frage ist, welche Regeln journalistische Berufs- und Standesregeln iSd Art. 21 MAR darstellen. Welche Vorschriften also solche sind, in denen die Mitgliedsstaaten die Tätigkeit von Journalisten und Medienunternehmen regeln bzw. die sich Journalisten als Selbstregulierung auferlegen. In Deutschland sind jedenfalls die Pressegesetze der Länder als journalistische Berufsregeln und der Pressekodex des Deutschen Presserats als journalistische Standesregeln anerkannt.[146] Der Pressekodex des Deutschen Presserats wird im einschlägigen Bereich noch durch die journalistischen Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirt-

---

[139] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 17.

[140] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 19.

[141] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 6; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242; *Roß*, ZUM 2023, 596, 599.

[142] Aus diesem Grund ist die Formulierung nicht unumstritten, vgl. BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 18.

[143] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 18; EuGH, Urt. v. 15.03.2022 – C-302/20 – NJW 2022, 2671, Rn. 86; Generalanwalt beim EuGH (*Kokott*), Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 – BeckRS 2021, 26204, Rn. 103; vgl. zur Formulierung auch *Nietsch*, BKR 2022, 611, 617.

[144] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 42, 51a.

[145] *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245 f.

[146] Statt aller BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 17, 19.

schafts- und Finanzmarktberichterstattung konkretisiert und ergänzt, auch diese sind als journalistische Standesregeln anerkannt.[147] Wie bereits erläutert, ist jedoch der Begriff Journalismus nicht auf die Presse begrenzt, Journalismus kann sich anerkanntermaßen verschiedener Veröffentlichungsform bedienen, wozu auch Fernsehen, Rundfunk und sog. Telemedien gehören.[148] Die Tätigkeit von Journalisten und Medienunternehmen werden deshalb auch nicht nur in den Pressegesetzen der Länder geregelt, sondern daneben in den Landesmediengesetzen und im Medienstaatsvertrag (der den Rundfunkstaatsvertrag ablöste).[149] Die Landesmediengesetze (soweit vorhanden)[150] und der Medienstaatsvertrag enthalten folglich ebenfalls journalistische Berufsregeln. Für die Berufsausübung von Finfluencern sind wie für Influencer allgemein oft andere Regelungen entscheidender, insbesondere die Regelungen des UWG und des TMG.[151] Diese Regeln knüpfen allerdings an keiner Stelle an die Tätigkeit von Journalisten und Medienunternehmen als solche an, sondern betreffen Marktteilnehmer (UWG) bzw. Anbieter von Telemedien (TMG) im Allgemeinen. Wie andere Gesetze, die selbstverständlich auch für Journalisten und Medienunternehmen gelten, aber nicht deren Tätigkeit als solche regeln, sind diese Gesetze deshalb nicht als journalistische Berufsregeln iSd Art. 21 MAR zu betrachten. Die journalistischen Berufsregeln in Deutschland sind also in den Presse- und Mediengesetzen der Länder sowie im Medienstaatsvertrag enthalten, und unter die journalistischen Standesregeln fällt der Pressekodex des Deutschen Presserats ergänzt um die journalistischen Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung.

### *bb) Pressegesetze der Länder*

Mit Blick auf Finfluencer stellt sich sodann die Frage, ob deren Tätigkeit von diesen Regeln erfasst wird. Ersichtlich nicht einschlägig sind die Pressegesetze der Länder. Ohne an dieser Stelle auf jedes einzelne dieser Gesetze eingehen zu

---

[147] Vgl. zu den Standesregeln BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 19; speziell zu den Verhaltenspflichten BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 129), Art. 20 Rn. 79.2 und zu den Organisationspflichten BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 128), § 86 Rn. 10.3 f.; zu Fragen der grenzüberscheitenden Anwendbarkeit von Standesregeln ausführlich Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 51 f., für einen Überblick über ausländischer Standesregeln vgl. Rn. 60 ff.

[148] Vgl. bereits ausführlich C. II. 2. a).

[149] Neben den Landesmediengesetzen und dem Medienstaatsvertrag gibt es im rundfunkrecht noch weitere Rundfunkstaatsverträge, die für die vorliegende Fragestellung jedoch keine Rolle spielen.

[150] Landespressegesetze gibt es in Baden-Württemberg (LMedienG); Bayern (BayMG); Hamburg (MStV Hmb/SH); Hessen (HPMG); Niedersachsen (NMedienG) und Nordrhein-Westfalen (LMG).

[151] Zu Regelungen, die die Tätigkeit von Influencern betreffen allgemein und ausführlich *Albrecht*, Die rechtliche Bewertung der Tätigkeit von Influencern unter besonderer Berücksichtigung werberechtlicher Problemstellungen, Baden-Baden 2021.

können,[152] lässt sich dies schon am gemeinsamen Kern dieser Gesetze festmachen.[153] Die Pressegesetze knüpfen auf Tatbestandsseite zentral an den Begriff des Druckwerks an,[154] sodass sich der Anwendungsbereich der Pressegesetze und damit auch der einfachrechtliche Pressebegriff letztendlich in diesem Begriff erschöpft.[155] Der Begriff des Druckwerks ist dabei ausweislich der Definitionen und Ausnahmetatbestände in den Landespressegesetzen keine Beschränkung mehr auf Druckerzeugnisse im engeren Sinne, die mittels einer Buchdruckerpresse hergestellt werden, sondern ein allgemeines Verkörperungserfordernis.[156] Dieses Verkörperungserfordernis unterscheidet die Presse im einfachen Recht und grundsätzlich auch im Verfassungsrecht von Hörfunk, Fernsehen und Telemedien.[157] Das Internet ist insofern aber eine Grenze dieses Verkörperungserfordernisses. Formate, die durch Finfluencer produziert werden, werden ausschließlich über das Internet veröffentlicht und sind nicht verkörpert. Sie fallen deshalb nicht in den Anwendungsbereich der Landespressegesetze. Aus der verfassungsrechtlichen Pressefreiheit ergibt sich nichts anderes, obwohl die Pressegesetze der Länder selbstverständlich grundrechtskonform und damit im Lichte des Art. 5 Abs. 1 GG auszulegen sind.[158] Zum verfassungsrechtlichen Pressebegriff ist zwar anerkannt, dass etwa Internetauftritte von Zeitungen, die die Inhalte der Zeitung inhaltsgleich abbilden, nicht unter die Rundfunkfreiheit fallen, sondern solche presseakzessorischen Inhalte

---

[152] Zu den verschiedenen Gesetzen im Detail vgl. die ausführliche Kommentierung bei Gersdorf/Paal (Hrsg.), BeckOK Informations- und Medienrecht, Informations-, Presse- und Mediengesetze der Länder.

[153] Auf einen solchen gemeinsamen Kern wird in der kapitalmarktrechtlichen Literatur gezwungenermaßen ohnehin typischerweise zurückgegriffen, als ein solcher gemeinsamer Kern wird üblicherweise die gemeinsamen Vorgaben zur Wahrheitspflicht, der Impressumspflicht oder der Kennzeichnungspflicht werblicher Inhalte ausgemacht; vgl. etwa Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 53 ff.; Schwark/Zimmer/*Kumpan*/*Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 27; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 17.

[154] § 7 BWPresseG, hierzu BeckOK InfoMedienR/*Frenzel*, 43. Ed. 01.02.2021, LPresseG § 1; Art. 6 BayPrG hierzu BeckOK InfoMedienR/*Söder*, 43. Ed. 01.2.2024, BayPrG Art. 6; § 7 HmbPrG hierzu BeckOK InfoMedienR/*Lorenzen*, 43. Ed. 01.02.2024, HmbPrg § 7; § 4 HPresseG hierzu BeckOK InfoMedienR/*Fiedler*, 43. Ed. 01.11.2023, HPresseG § 4; § 7 NPresseG hierzu BeckOK InfoMedienR/*Soppe*, 43. Ed. 01.02.2024, NPresseG § 7 Rn. 1–10; § 7 LPresseG NRW hierzu BeckOK InfoMedienR/*Engel*, 43. Ed. 01.08.2022, LPresseG NRW § 7.

[155] Ausführlich hierzu etwa BeckOK InfoMedienR/Frenzel (Fn. 148), § 1 Rn. 12–15.

[156] § 4 Abs. 1 HPresseG etwa formuliert: „Druckwerke im Sinne dieses Gesetzes sind alle Druckerzeugnisse sowie alle anderen zur Verbreitung bestimmten Vervielfältigungen von Schriften, besprochenen Tonträgern und bildlichen Darstellungen mit oder ohne Schrift und von Musikalien mit oder ohne Text oder Erläuterungen." Verkörperungen sind damit Datenträgern wie Schallplatten, Kassetten, CDs, Disketten, USB-Sticks usw. möglich. Vgl. statt aller BeckOK InfoMedienR/*Fiedler* (Fn. 148), § 4 Rn. 3–5.

[157] Insg. zum verfassungsrechtlichen Pressebegriff vgl. statt aller Dreier GG/*Kaiser*, 4. Aufl. 2023, GG Art. 5 Abs. 1 Rn. 85.

[158] Häufig wird auf der verfassungsrechtliche Pressebegriff sogar explizit in Bezug genommen, vgl. etwa § 1 Abs. 2 LPressG BW; § 1 Abs. 2 HmbPrG; § 1 Abs. 2 NPresseG.

wegen der inhaltlichen Nähe unter die Pressefreiheit zu fassen sind.[159] Für Finfluencer ist diese Einschränkung jedoch irrelevant, weil deren Tätigkeit zwar unter Umständen journalistisch-redaktionell gestaltete Angebote, nie aber presseakzessorische Inhalte in diesem Sinne generieren wird.

### *cc) Mediengesetze der Länder*

Die Mediengesetze der Länder unterscheiden sich teils stark. Ein gemeinsamer Kern der Regelungen, der der Untersuchung zu Grunde gelegt werden könnte, lässt sich schwerlich ausmachen. Der Großteil der getroffenen Regelungen bezieht sich jedoch auf (privaten) Rundfunk.[160] Unter Rundfunk ist die für die Allgemeinheit und zum zeitgleichen Empfang bestimmte Veranstaltung und Verbreitung von journalistisch-redaktionell gestalteten Angeboten in Bewegtbild oder Ton entlang eines Sendeplans mittels Telekommunikation zu verstehen, also ein linearer Informations- und Kommunikationsdienst.[161] Auf die Tätigkeiten von Finfluencern finden die Regelungen, die sich auf Rundfunk beziehen, mangels Linearität keine Anwendung. Selbst das Format Livestream, das dem Rundfunk auf den ersten Blick sehr nahekommt,[162] zählt daher nicht zum Rundfunk in diesem Sinne. Gerade auch die Vorschriften der Landesmediengesetze, die in relevanter Weise die Tätigkeit von Journalisten und Medienunternehmen regeln, wie beispielsweise die Programmgrundsätze (Art. 5 Abs. 2 S. 1 BayMG oder § 12 Abs. 2 S. 1 HPMG), beziehen sich nur auf Rundfunk.[163] Hinzu kommt, dass nach § 1 Abs. 2 MStV landesrechtliche Regelungen nur dort zulässig sind, wo der Medienstaatsvertrag (MStV) keine Reglungen enthält oder abweichende bzw. ergänzende Regelungen zulässt.[164] Bei den für Fin-

---

[159] Vgl. BVerfG, Beschluss vom 06.11.2019 – 1 BvR 16/13 – NJW 2020, 300, Rn. 94 f. – Recht auf Vergessen I; insg. zu Internet und Pressefreiheit vgl. Dreier GG/*Kaiser* (Fn. 151), Art. 5 Abs. 1 Rn. 86 und Rn. 54 ff.

[160] Zum sachlichen Anwendungsbereich der Landesmediengesetze vgl. § 1 BW LMedienG; § 1 NMedienG; § 1 LMG NRW; Art. 1 Abs. 1 BayMG; § 1 HPMG; oft sind auch Telemedien grundsätzlich vom sachlichen Anwendungsbereich erfasst, aber nur vereinzelte Regelungen nehmen diese tatsächlich in Bezug.

[161] Etwa § 2 Abs. 1 Nr. 1 BW LMedienG; § 2 Abs. 1 Nr. 1 HPMG; Art. 1 Abs. 2 S. 1 BayMG und MStV Hmb/SH iVm § 2 Abs. 1 S. 1 MStV, vgl. hierzu BeckOK InfoMedienR/*Martini*, 43. Ed. 01.02.2021, MStV § 2 Rn. 3–27; zum Landesrecht statt aller BeckOK InfoMedienR/*Gounalakis*, 43. Ed. 01.02.2024, HPMG § 1 Rn. 26, 27 m. w. N.; insoweit unterscheidet sich der einfachrechtliche Rundfunkbegriff vom verfassungsrechtlichen des Art. 5 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 GG, der auch Telemedien einschließt, vgl. BVerfGE 74, 297, 350; 83, 238, 302; BeckOK InfoMedienR/*Martini*, § 2 Rn. 1; *Badura*, AöR 134 (2009), 241 f.

[162] BeckOK InfoMedienR/*Martini* (Fn. 155), § 2 Rn. 9 f.

[163] Diese finden ausweislich der Definition in § 2 Abs. 1 Nr. 1 HPMG und Art. 1 Abs. 2 S. 1 BayMG iVm § 2 Abs. 2 Nr. 1 MStV nur auf Rundfunk Anwendung „Rundfunkprogramm".

[164] Trotz dieser Regelung darf das eigentliche Verhältnis zwischen MStV und Landesmediengesetzen nicht übersehen werden. Staatsverträge entfalten nur Binnenwirkung unter den Vertragspartnern und Gesetzeskraft kommt ihnen nur durch die jeweiligen Zustimmungsgesetze zu. Bei den Regelungen handelt es sich dann um einfaches Landesrecht, auf das die all-

fluencer besonders relevanten allgemeinen Regelungen zu Telemedien (§§ 17–25 MStV) – hierzu sogleich – ist dies nicht der Fall. Sollten vereinzelte Regelungen der Landesmediengesetze auf Finfluencer Anwendung finden und handelt es sich dabei um Berufsregeln iSd Art. 21 MAR, so müssen diese aber, soweit ihnen eine Wertung zu entnehmen ist, die im Rahmen des Art. 21 MAR beachtet werden kann, in die Interessenabwägung eingestellt werden.

*(1) Medienstaatsvertrag*

Wie bereits vorweggenommen sind die Regelungen des Medienstaatsvertrags besonders relevant für die Tätigkeit von Finfluencern. Ausweislich des § 1 Abs. 1 MStV erfasst dieser nicht nur die Veranstaltung und das Angebot, die Verbreitung und die Zugänglichmachung von Rundfunk, sondern auch von Telemedien in Deutschland. Finfluencer sind dann von den Regelungen des MStV erfasst, wenn sie Anbieter von Telemedien sind. Der Social-Media-Content, der Ergebnis der Tätigkeit als Finfluencer ist, müsste sich als Telemedium qualifizieren lassen und der Finfluencer müsste darüber hinaus der Anbieter dieses Telemediums sein. Unter Telemedien versteht man gem. § 2 Abs. 1 S. 3 MStV alle elektronischen Informations- und Kommunikationsdienste, soweit sie nicht Telekommunikationsdienste nach § 3 Nr. 61 TKG sind, die ganz in der Übertragung von Signalen über Telekommunikationsnetze bestehen, oder telekommunikationsgestützte Dienste nach § 3 Nr. 63 TKG oder Rundfunk nach § 2 Abs. 1 Satz 1 und 2 MStV sind.[165] Anerkannt ist, dass nach dieser Definition auch Darstellungen in Sozialen Medien als Telemedien anzusehen sind.[166] Jeder Teil einer Website und damit auch jeder Auftritt eines Finfluencers in den Sozialen Medien kann dabei selbst als eigenes Telemedium begriffen werden.[167] Anbieter des Telemediums (Dienstanbieter iSd § 2 Nr. 1 TMG) ist jede natürliche oder juristische Person, die eigene oder fremde Telemedien zur Nutzung bereithält oder den Zugang zur Nutzung vermittelt. Dies ist zunächst jedenfalls der Bereitsteller des Gesamttelemediums, also der Anbieter der Social-Media-Plattform.[168] Dem Finfluencer kommt hingegen die Rolle des Nutzers

---

gemeinen Kollisionsregeln Anwendung finden. Grundsätzlich kann der Landesgesetzgeber nach dem lex posterior Grundsatz wirksam von den Regelungen des Staatsvertrags abweichen und diesen damit verletzen. Einzig in Hessen ist dies gem. Art. 67 S. 2 HessVerf nicht möglich. Ausführlich zum Verhältnis des MStV zu Landesmediengesetzen BeckOK InfoMedienR/*Gounalakis* (Fn. 155), § 1 Rn. 4–13.

[165] Die gleiche Definition legen auch § 1 Abs. 1 S. 1 TMG und die Landesmediengesetze zu Grunde; zu den Definitionsmerkmalen im Einzelnen BeckOK InfoMedienR/*Martini*, 43. Ed. 01.08.2022, TMG § 1 Rn. 1 ff.

[166] *Alberts*, Die rechtliche Bewertung der Tätigkeit von Influencern unter besonderer Berücksichtigung werberechtlicher Problemstellungen, 2021, 119; *Ahrens*, GRUR 2018, 1211, 1216.

[167] Vgl. Spindler/Schuster/*Micklitz/Schirmbacher*, 4. Aufl. 2019, TMG § 5 Rn. 7; *Schröder*, ITRB 2012, 230; *Schröder/Bühlmann*, CR 2012, 318; *Alberts* (Fn. 160), 119.

[168] OLG Düsseldorf, Urt. v. 18.12.2007 – I 20 U 17/07 – MMR 2008, 682, 683; *Alberts*

zu.[169] Jedoch erscheint es möglich, dass auch der Nutzer eines übergeordneten Dienstes (etwa einer Social-Media-Plattform) selbst Anbieter eines eigenen untergeordneten Teils ist, das für sich genommen ein Telemedium darstellt. Dies wird in der Literatur teilweise mit dem Hinweis darauf abgelehnt, dass die Begriffe des Dienstanbieters (§ 2 Nr. 1 TMG) und des Nutzers (§ 2 Nr. 3 TMG) gegeneinander klar abzugrenzen seien.[170] Jedoch ging der Gesetzgeber schon beim Erlass des EGG[171] zur Umsetzung der E-Commerce Richtlinie[172] davon aus, dass ein Dienstanbieter zugleich auch Nutzer sein kann. In der Begründung des EGG heißt es „mit der textlichen Änderung der bisherigen Definition wird gleichzeitig deutlicher, dass ein Dienstanbieter, der für sein eigenes Angebot Dienste eines anderen Dienstanbieters in Anspruch nimmt […] im Verhältnis zu diesem Dienstanbieter selber Nutzer bleibt […]".[173] Explizit mit Blick auf Social-Media-Plattformen lässt sich dies heute auch an § 18 Abs. 3 S. 1 MStV festmachen, indem „Anbieter von Telemedien in sozialen Netzwerken" verpflichtet werden, automatisiert erstellte Inhalte oder Mitteilungen kenntlich zu machen. Richtigerweise ist deshalb weitgehend anerkannt, dass Dienstanbieter im Sinne des TMG auch jene sein können, die auf einer Plattform eines Dritten Inhalte einstellen, ohne dabei für das Gesamttelemedium verantwortlich zu sein.[174] Voraussetzung hierfür ist, dass geschäftsmäßig eigenständiger Einfluss auf die Inhalte genommen wird und sich die Inhalte für einen objektiven Dritten als eigenständiger Auftritt und nicht als unselbstständiger Teil der übergeordneten Plattform darstellt.[175] Außerdem muss gegenüber der Plattform eine hinreichende kommunikationsbezogene Eigenständigkeit gegeben sein.[176] YouTube-Kanälen, Facebookseiten, Instagram-Profilen etc. kommt ein solch ausreichendes Maß an kommunikationsbezogener Eigenständigkeit regelmäßig zu. Die Gestaltung der Inhalte ist innerhalb der vorgegebenen Formate grundsätzlich frei.[177] Finfluencer werden deshalb durch die Erstellung von Social-Media-Content in aller Regel auch selbst Dienstanbieter eines Te-

(Fn. 160), 119.

[169] *Alberts* (Fn. 160), 119.

[170] *Lorenz*, VuR 2008, 321, 322 ff.

[171] Gesetz über rechtliche Rahmenbedingungen für den elektronischen Geschäftsverkehr vom 14.12.2001 (BGBl. I 2001, Nr. 70 vom 20.12.2001, S. 3721 ff.).

[172] Richtlinie 2000/31/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2000 über den elektronischen Geschäftsverkehr (ABl. EG Nr. L 178/1 vom 17. Juli 2000).

[173] BT-Drs. 14/6098, S. 16; *Rockstroh*, MMR 2013, 627, 628; *Alberts* (Fn. 160), 120.

[174] LG Regensburg, Urt. v. 31.01.2013 – 1 HK O 1884/12 – MMR 2013, 246 (248); OLG Düsseldorf, Urt. v. 18.12.2007 – 1–20 U 17/07 – MMR 2008, 682; *Alberts* (Fn. 160), 120.

[175] OLG Düsseldorf, Urt. v. 18.12.2007 – I-20 U 17/07 – MMR 2008, 682; OLG Düsseldorf, Urt. v. 18.06.2013 – I-20 U 145/12 – WRP 2013, 1221, 1223; Spindler/Schuster/*Micklitz/Schirmbacher*, 4. Aufl. 2019, TMG § 5 Rn. 20; *Alberts* (Fn. 160), 120.

[176] *Rockstroh*, MMR 2013, 627, 628; OLG Frankfurt, Urt. v. 06.03.2007 – 6 U 115/06 – MMR 2007, 379; *Alberts* (Fn. 160), 121.

[177] Eine inhaltliche Einschränkung besteht nur durch die Community-Guidelines.

lemediums sein. In der Folge sind sie den Regelungen des MStV zu Telemedien unterworfen.

Journalistische Berufsregeln für Anbieter von Telemedien enthält der MStV in den allgemeinen Bestimmungen zu Telemedien in §§ 17–25 MStV, genauer in § 18 Abs. 2 und 4, § 19 und § 20 MStV. Während den anderen Regelungen keine Wertungen zu entnehmen sind, die im Rahmen des Art. 21 MAR beachtet werden können, enthält § 19 MStV publizistische Sorgfaltspflichten, denen eine Vielzahl von Wertungen zu entnehmen sind, die im Rahmen des Art. 21 MAR beachtet werden müssen und die deshalb in die Interessenabwägung einzustellen sind. Nach § 19 Abs. 1 MStV müssen solche Telemedien, die journalistisch-redaktionell gestaltet sind,[178] anerkannten journalistischen Grundsätzen entsprechen.

§ 19 Abs. 1 MStV unterscheidet dabei zwei verschiedene Typen von journalistisch-redaktionell gestalteten Telemedien. Zwischen diesen bestehen bisweilen Abgrenzungsschwierigkeiten, insbesondere bei verfassungskonformer Auslegung der Regelung.[179] In § 19 Abs. 1 S. 1 MStV werden solche Telemedien mit journalistisch-redaktionell gestalteten Angeboten adressiert, in denen insbesondere vollständig oder teilweise Inhalte periodischer Druckerzeugnisse in Text oder Bild wiedergegeben werden, weshalb oft von Online-Presse oder elektronischer Presse gesprochen wird.[180] § 19 Abs. 1 S. 2 MStV ist mit S. 1 insoweit deckungsgleich, als dass ebenfalls an „journalistisch-redaktionell gestaltete Telemedien" angeknüpft wird.[181] Statt der *Presseakzessorietät (hybride Presse)* setzt S. 2 voraus, dass das Telemedienangebot geschäftsmäßig betrieben wird, dass regelmäßig Nachrichten oder politische Informationen enthalten sind und dass das Telemedienangebot nicht schon unter S. 1 fällt (Subsidiaritätsklausel). Ob sich bei verfassungskonformer Auslegung der beiden Sätze und Betrachtung im systematischen Zusammenhang tatsächlich eine Einschränkung aus der *Presseakzessorietät* ergibt, ist fraglich.[182] In den Gesetzgebungsmaterialien ist eine Unterscheidung zwischen „Online-Presse" (S. 1) und „journalistisch-redaktionell gestalteten Telemedienangeboten" (S. 2) zwar angelegt[183] und auch die Subsidiaritätsklausel des S. 2 („andere") spricht für eine Unterscheidung, aber diese ist weder in der Historie von S. 1 angelegt noch erscheint sie praktikabel.[184]

---

[178] Näher zum Begriff journalistisch-redaktionelle Gestaltung BeckOK InfoMedienR/*Lent*, 43. Ed. 01.02.2024, MStV § 17 Rn. 13–15.

[179] BeckOK InfoMedienR/*Lent*, 43. Ed. 01.02.2024, MStV § 19 Rn. 8ff., zu der verfassungsrechtlichen Problematik vgl. auch Rn. 2–3.

[180] Elektronische Presse etwa BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 4; *Online-Presse etwa* LT-Drs. NRW 17/9052, 135.

[181] Die leicht andere Formulierung geht nicht mit einem Bedeutungsunterschied einher, vgl. BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 8.

[182] BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 8.

[183] LT-Drs. NRW 17/9052, 135.

[184] Zur langen Historie vgl. *Lent*, ZUM 2020, 593, 594;); zur Abwesenheit praktikabel

Dagegen spricht außerdem, dass ansonsten die formale Gestaltungsfreiheit elektronischer Presseanbieter zu stark eingeschränkt werden würde.[185] Der Online-Auftritt von Printmedien kann nicht alleine deshalb anders behandelt werden, weil er keine Inhalte aus der Printausgabe enthält; weshalb originär online erscheinende journalistischen Formate (etwa investigative journalistische Blogs oder Portale mit regionalen journalistischen Inhalten)[186] anders als *presseakzessorische Formate* behandelt werden sollen, erscheint nicht nachvollziehbar.[187] Die Gleichbehandlung lässt sich auch am Wortlaut des S. 1 festmachen, der die Wiedergabe des Inhalts periodischer Druckerzeugnisse beispielhaft anführt („insbesondere") und nicht zur Voraussetzung erhebt. Eine Beschränkung des Anwendungsbereichs des S. 1 auf presseakzessorische Publikationsformen ist daher abzulehnen.[188] Im Ergebnis ist damit der Anwendungsbereich des S. 1 weiter als der des S. 2.[189] Vor diesem Hintergrund und mit Blick auf die Subsidiaritätsklausel des S. 2 kann, ohne auf die einschränkenden Voraussetzungen desselben (Geschäftsmäßigkeit des Angebots; inhaltliche Beschränkung auf solche Telemedien, die regelmäßig Nachrichten oder politische Informationen enthalten) genauer einzugehen, im Folgenden die Anwendbarkeit auf Finfluencer allein am Merkmal des journalistisch-redaktionellen Angebots geprüft werden.

Das Merkmal des journalistisch-redaktionellen Angebots ist ein unbestimmter Rechtsbegriff. Ein Angebot in diesem Sinne ist jedes Medienprodukt, kostenlos oder kostenpflichtig, dass sich aus Sicht der Zielgruppe bei wertender Gesamtbetrachtung als abgeschlossene, selbstständige Einheit darstellt.[190] Ein einzelnes Posting eines Finfluencers ist nach diesem Verständnis kein Angebot, sondern die Gesamtheit der Postings auf einer Plattform, die von einem Account ausgeht, stellt ein solches dar. Das einzelne Posting ist nur ein unselbstständiger Teil, aber der Plattformauftritt (etwa der YouTube-Kanal oder die Instagramseite) als Ganzes stellt aus Sicht der Zielgruppe bei wertender Gesamtbetrachtung ganz regelmäßig eine selbstständige Einheit dar.

---

Unterscheidungsmöglichkeiten (insbesondere kein bekannt und bewehrt) vgl. *Roß*, DÖV 2022, 453, 462.

185 BeckOK InfoMedienR/*Kühling*, 43. Ed. 01.08.2023, GG Art. 5 Rn. 94; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 8.

186 BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 18 ff.

187 Eine Ungleichbehandlung etwa hinsichtlich der freiheitsbeschränkenden Pflichten der §§ 18 Abs. 2, Abs. 4, 20 MStV wäre mit Blick auf das Verfassungsrecht unzulässig, vgl. BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 11.

188 Vgl. BVerwG, Urt. v. 21.03.2019 – 7 C 26/17 – NVwZ 2019, 1283, 1289, Rn. 52 „gesetzliche Regelbeispiele"; VGH Mannheim, Urt. v. 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 76 m. w. N.

189 BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 4; ausführlicher *Lent*, ZUM 2020, 593, 597 f.; *Ferreau*, AfP 2021, 204, 207; *aA Gersdorf*, Aufsicht über journalistisch-redaktionell gestaltete Telemedien, 2023, 47 ff.; *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 129; *Holznagel/Kalbhenn*, in: FS Taeger 2020, 589, 595.

190 Vgl. nur BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 13.

Ein solches Angebot des Finfluencers muss journalistisch-redaktionell gestaltet sein. Journalistisch und redaktionell sind zwei kumulative Voraussetzungen, die der Bindestrich verbindet.[191] Ein journalistisches Angebot setzt voraus, dass sich das Angebot an den klassischen Publizistikkriterien der Universalität, Aktualität, Periodizität und Publizität orientiert.[192] Universalität bedeutet in diesem Zusammenhang, dass eine gewisse inhaltliche Vielfalt gegeben sein muss, wenngleich nicht in dem Sinne, dass sich das Angebot an jedermann richten muss. Neben themenübergreifend gestalteten Angeboten sind auch Angebote erfasst, die sich an eine bestimmte Zielgruppe richten.[193] Die Aktualität ist gegeben, wenn dem Angebot ein gewisser Neuigkeitswert zukommt, wobei ein Gegenwartsbezug keine zwingende Voraussetzung ist.[194] Ebenso keine zwingende Voraussetzung ist die politische oder kulturelle Natur des Angebots, selbst einfachste Unterhaltung ist erfasst, solange sie ein „Mindestmaß an gedanklicher Auseinandersetzung" voraussetzt.[195] Periodizität ist im Kontext der Telemedien nicht als periodisch im presserechtlichen Sinne zu verstehen. Voraussetzung ist jedoch, dass das Angebot auf eine gewisse Dauerhaftigkeit und Kontinuität angelegt ist.[196] Rein statische Medien (etwa E-Books) sind trotz des grundrechtlichen Schutzes nach den einfachrechtlichen Kriterien nicht als journalistisch einzuordnen.[197] Publizität liegt vor, wenn ein Angebot allgemein zugänglich ist und für die Zielgruppe erkennbar am Prozess der öffentlichen Meinungsbildung teilnimmt.[198] Dazu gehört auch, dass das Angebot faktenorientiert ist und nicht fiktive Inhalte verbreitet. Die publizistische Ausrichtung ist nach objektiven Kriterien aus Sicht der Zielgruppe zu bestimmen (der Wille des Anbieters genügt nicht)[199] und muss für das Angebot prägend sein.[200] Redaktionell ist das Angebot, wenn eine Auswahl, Zusammenstellung, Bearbeitung

---

[191] VGH Mannheim, Urteil vom 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 77; *Lent*, ZUM 2013, 914, 915; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 13.

[192] OVG Berlin-Brandenburg, Beschl. v. 13. 8. 2014 – 11 S 15.14 – LKV 2015, 180, 181; VG München, Urteil vom 17.12.2015 – M 17 K 14.4369 – BeckRS 2016, 47886.

*Lent*, ZUM 2013, 914, 915; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 14.

[193] VGH Mannheim, Urteil vom 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 77.

[194] BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 14; *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f.

[195] *Weiner/Schmelz*, K&R 2006, 453, 457; *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f.; *Smid*, in: Spindler/Schuster, Recht der elektronsichen Medien, 4. Aufl. 2019, 8. Teil § 54 Rn. 7.

[196] *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f.; Beck RundfunkR/*Held*, 4. Aufl. 2018, RStV § 54 Rn. 55; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 14.

[197] *Graef*, Recht der E-Books und des Electronic Publishing, 1. Aufl. 2016, Rn. 467.

[198] Vgl. BVerwG, Urt. v. 21.03.2019 – 7 C 26/17 – NVwZ 2019, 1238, Rn. 34; VGH Mannheim, Urteil vom 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 77; BayVGH, Beschluss vom 27.01.2017 – 7 CE 16.1994 – ZUM-RD 2017, 349, 350; OVG Bautzen, Beschluss vom 10.05.2017 – 3 A 726/16 – MMR 2017, 716, 718; OVG Berlin-Brandenburg, Beschl. v. 13. 8. 2014 – 11 S 15.14 – LKV 2015, 180, 181; VG München, Urteil vom 17.12.2015 – M 17 K 14.4369 – BeckRS 2016, 47886; *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f.

[199] *Roß*, DÖV 202 2, 453, 456.

[200] VGH Mannheim, Urteil vom 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 79.

und Anpassung der Inhalte zu einem formal einheitlichen Angebot regelmäßig oder kontinuierlich durch eine natürliche Person erfolgt.[201]

Bei Finfluencern ist die journalistisch-redaktionelle Gestaltung des Angebots im Einzelfall zu prüfen. Dies ist aus Sicht der Zielgruppe in einer wertenden Gesamtschau unter Berücksichtigung aller publizistischen Rechte und Pflichten der §§ 17 ff. MStV zu beurteilen.[202] Als wichtige Indizien für eine die journalistisch-redaktionelle Gestaltung zählen namentlich die häufige Aktualisierung des Social-Media-Auftritts, das längere Bestehen des Auftritts, die Festlegung auf ein bestimmtes Thema, Themengebiet oder eine Ausrichtung und das damit verbundene Maß an Kontinuität, die über rein private Meinungsäußerungen hinausgehende, faktenorientierte Behandlung dieses Themas, sowie schließlich eine hohe Zahl von Postings und eine Vielzahl von Interaktionen.[203] Die Interaktionen sind deshalb relevant, weil eine hohe Anzahl von Likes, Kommentaren oder Shares auf eine hohe Beachtung in der Öffentlichkeit hindeutet kann.[204] Wenn viele Inhalte von Dritten verlinkt werden, kommt es darauf an, ob es zu einer wertenden Filterung, Aggregierung, Kommentierung bzw. Einordnung der Inhalte kommt. Nur dann kann auch die Verlinkung von Drittinhalten in die Beurteilung der journalistisch-redaktionellen Gestaltung des eigenen Angebots eingestellt werden.[205] Bei den Angeboten von Finfluencern muss außerdem die Abgrenzung der journalistisch-redaktionellen Gestaltung von der Eigenpräsentationen besonders sorgfältig vollzogen werden.[206]

Parallel zum Ausschluss journalistischer Zwecksetzung bei privater oder werblicher Tätigkeit auf Tatbestandsseite des Art. 21 MAR schließt der private oder kommerzielle Charakter der Kommunikation auch die journalistisch-redaktionelle Gestaltung iSd MStV aus. Private Kommunikation ist durch Eigenpräsentation und persönliche Meinungsäußerung geprägt, der Social-Media-Auftritt stellt sich bei wertender Gesamtbetrachtung als Privatprofil dar.[207] Kommerzielle Kommunikation steht der journalistisch-redaktionelle Gestal-

---

[201] Vgl. OVG Greifswald, Beschluss vom 08.03.2013 – 2 M 2/13 – BeckRS 2013, 49418; VG Stuttgart, Urteil vom 22.04.2010 – 1 K 943/09 – BeckRS 2010, 50336; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 15; Beck RundfunkR/*Held*, 4. Aufl. 2018, RStV § 54 Rn. 58. Automatische Auflistungen reichen hingegen nicht aus, vgl. BGH, Urteil vom 23. 6. 2009 – VI ZR 196/08 – NJW 2009, 2888, 2890. Zur automatisierten Erstellung sogleich.

[202] Hinsichtlich der Beurteilung aus der Sicht der Zielgruppe: VG Köln, Beschluss vom 14.11.2022 – 6 L 1523/22 – ZUM 2023, 402, 403; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 23; zur wertenden Gesamtschau näher *Lent*, LKV 2015, 145, 146 f.

[203] Vgl. (mit Bezug auf einen Blog) VGH München, Beschluss vom 27.01.2017 – 7 CE 16.1994 – BeckRS 2017, 102335; vgl. auch Beck RundfunkR/*Held*, 4. Aufl. 2018, RStV § 54 Rn. 58a; HK-RStV/*Hartstein*, RStV § 54, Rn. 18.

[204] BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 19.

[205] BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 19.

[206] Vgl. *Weiner/Schmelz*, K&R 2006, 453, 457.

[207] BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 22.

tung des Angebots ebenfalls entgegen.[208] Kommerzielle Kommunikation ist etwa Werbung oder Öffentlichkeitsarbeit (Public Relations).[209]

Wenngleich deren primärer Geschäftszweck nicht als publizistisch einzustufen ist, ist für Unternehmen anerkannt, dass ein journalistisch-redaktionelles Angebot jedenfalls von einer organisatorisch in sich geschlossenen, gegenüber sonstigen Stellen abgeschotteten und in der redaktionellen Tätigkeit autonomen Organisationseinheit ausgehen kann.[210] Für Finfluencer bedeutet dies, dass deren Integration in ein nicht publizistisches Unternehmen dann unschädlich ist, wenn sie über einen ausreichenden Grad an Autonomie verfügen und die eigene Tätigkeit nach den dargestellten Grundsätzen als journalistisch-redaktionelles Angebot einzustufen ist.

Geht die Finfluenceraktivität, die nach dem Gesagten eigentlich als journalistisch-redaktionell gestaltetes Telemedienangebot einzustufen ist, nicht von einem Menschen aus, sondern ist sie durch Kommunikationsformen Künstlicher Intelligenz automatisiert, stellt sich die Frage, ob dies der Einstufung entgegensteht. Hierfür wird argumentiert, dass die verfassungsrechtliche Presse- und Meinungsfreiheit nur Inhalte schütze, die unter prägender Mitwirkung von Menschen entstanden seien, sodass automatisierte Telemedienangebote keine Berichterstattung iSd Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG seien.[211] Dies schlage sich einfachrechtlich darin nieder, dass automatisierten Telemedienangeboten die notwendige publizistische Ausrichtung fehle und diese deshalb nicht am Prozess der öffentlichen Meinungsbildung teilnähmen. Die Einordnung als journalistisch-redaktionell gestaltetes Telemedienangebot sei deshalb zu verneinen.[212]

Handelt es sich beim Content der Finfluencer um ein journalistisch-redaktionell gestaltetes Telemedienangebot, müssen die journalistischen Sorgfaltspflichten beachtet werden. Diese dienen nicht etwa der Aufrechterhaltung des inhaltlichen Niveaus, sondern dem Schutz von Individualgütern.[213] Zu den jour-

---

[208] BVerwG, Urt. v. 21.03.2019 – 7 C 26/17 – NVwZ 2019, 1283; 1288; VGH Mannheim, Urteil vom 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 79 f.; OVG Bautzen, Beschluss vom 10.05.2017 – 3 A 726/16 – MMR 2017, 716, 718; OVG Berlin-Brandenburg, Beschl. v. 13. 8. 2014 – 11 S 15.14 – LKV 2015, 180, 181 f.; VG München, Urteil vom 17.12.2015 – M 17 K 14.4369 – BeckRS 2016, 47886; OLG Koblenz, Beschluss vom 12.04.2021 – 4 W 108/21 – MMR 2021, 568, 568 f.; OVG Münster (5. Senat), Beschluss vom 04.07.2014 – 5 B 1430/13 – BeckRS 2015, 49483.

[209] Zu Öffentlichkeitsarbeit: VG Köln, Beschluss vom 14.11.2022 – 6 L 1523/22 – ZUM 2023, 402, 403; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 23.

[210] VGH Mannheim, Urteil vom 09.05.2017 – 1 S 1530/16 – BeckRS 2017, 112670, Rn. 79; kritisch gegenüber dieser Einschränkung BVerwG, Urt. v. 21.03.2019 – 7 C 26/17 – NVwZ 2019, 1283; Rn. 32 ff.

[211] Zum Streitstand *Conraths*, ZUM 2023, 574, 576.

[212] *Weberling*, NJW 2018, 735; anders *Habel*, Roboterjournalismus, 1. Aufl. 2019, 114 ff. und 227 ff.; vgl. zum Streitstand in aller Kürze BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 172), § 17 Rn. 29.

[213] BVerfG, Beschluss vom 06.11.2019 – 1 BvR 16/13 – NJW 2020, 300 – Recht auf Vergessen I; vgl. auch *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f.

nalistischen Sorgfaltspflichten zählt ausweislich § 19 Abs. 1 S. 3 MStV insbesondere die Wahrheitspflicht, daneben besteht etwa die Pflicht Quellen sorgfältig auszuwählen und auf Seriosität zu prüfen oder insbesondere bei Zweifeln oder Verdachtsberichterstattung den Betroffenen die Gelegenheit zur Stellungnahme einzuräumen.[214] Ein Trennungsgebot von Berichterstattung und Kommentar oder eine Neutralitätspflicht besteht nicht, im Gegenteil besteht sogar Tendenzschutz.[215] Die Sorgfaltspflichten können für semiprofessionelle Akteure, wie es in der Regel auch Finfluencer sein werden, durch ein sog. Laienprivileg gelockert werden.[216] Wird gegen die Sorgfaltspflichten verstoßen, können die zuständigen Landesmedienanstalten gem. § 109 Abs. 1 MStV Maßnahmen wie die Beanstandung, Untersagung, Sperrung, Rücknahme und den Widerruf verhängen. Behördliche Aufsichtsfreiheit besteht nach § 109 Abs. 1 S. 3 MStV für Anbieter iSd § 19 Abs. 1 S. 1 MStV,[217] Anbieter die sich der Selbstregulierung durch den Pressekodex und der Beschwerdeordnung des deutschen Presserates unterworfen haben, und solche Anbieter, die sich einer anerkannten Einrichtung der freiwilligen Selbstkontrolle im Sinne des § 19 Abs. 3 MStV angeschlossen haben. Aufsichtsmaßnahmen nach § 109 MStV wegen eines Verstoßes gegen publizistische Sorgfaltspflichten nach § 19 Abs. 1 MStV sind bei diesen Anbietern nicht möglich.[218]

*(2) Pressekodex*

Neben den Berufsregeln sind die journalistischen Standesregeln zu beachten. Diese sind der Pressekodex des Deutschen Presserats, ergänzt um die journalistischen Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung. Hinzu kommen in Zukunft die journalistischen Standesregeln weiterer Einrichtungen der regulierten freiwilligen Selbstkontrolle,[219] die nach den Regeln des § 19 Abs. 3–8 MStV errichtet wurden.[220] Diese Einrichtungen steht dem eindeutigen Wortlaut nach

---

[214] *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f. m. w. N.

[215] *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 128 f.; BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 6; vgl. auch LT-Drs. NRW 14/130, 28 (Trennungsgebot von Berichterstattung und Kommentar); LT-Drs. NRW 17/9052, 135 f. (Neutralitätspflicht und Tendenzschutz).

[216] Zum Laienprivileg eines Online-Bloggers (der sich jedoch nicht der üblichen Formate von Finfluencern bedient) LG Düsseldorf, Urteil vom 11.01.2023 – 12 O 71/21 – ZUM-RD 2023, 348, 354; vgl. auch LG Köln, Urteil vom 26.04.2017 – 28 O 162/16 – MMR 2017, 849; *Schierbaum*, Sorgfaltspflichten von professionellen Journalisten und Laienjournalisten im Internet, 2016, 355 ff.

[217] Wie dies mit dem herausgearbeiteten Verhältnis der S. 1 und 2 zusammenpasst, sei an dieser Stelle ausgeklammert.

[218] *Roß*, DÖV 2022, 453, 455; vgl. auch BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 15.

[219] Anders als beim Presserat können die Landesmedienanstalten die Entscheidungen der neuen Einrichtungen der Selbstkontrolle bei der Überschreitung des Beurteilungsspielraums beanstanden oder aufheben, vgl. § 19 Abs. 8 MStV, hierzu *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 130.

[220] Ausführlich hierzu BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 15 ff.; *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 129 f.

nur den Anbietern nach § 19 Abs. 1 S. 2 MStV offen,[221] sodass die Differenzierung zwischen S. 1 und S. 2 an dieser Stelle Bedeutung gewinnt.[222] Allerdings ist nicht ersichtlich, dass bisher solche journalistischen Standesregeln weiterer Einrichtungen der regulierten freiwilligen Selbstkontrolle erlassen worden wären.[223] Vorerst kann sich deshalb auf den Pressekodex und dessen Ergänzungen konzentriert werden.

Der Pressekodex legt Richtlinien für die journalistische Arbeit fest. Die Anwendbarkeit wird durch eine Selbstverpflichtungserklärung begründet. Es gibt eine Selbstverpflichtungserklärung für Anbieter von Printmedien und Telemedien und eine, die sich an reine Anbieter von Telemedien richtet.[224] Anerkannten journalistischen Grundsätzen müssen Anbieter von Telemedien mit journalistisch-redaktionell gestalteten Angeboten wie eben beschrieben gem. § 19 Abs. 1 MStV jedoch unabhängig von dieser Selbstverpflichtung entsprechen. Die Selbstverpflichtung führt damit in erster Linie dazu, dass die anerkannten journalistischen Grundsätze konkretisiert werden, denen die Anbieter nach § 19 Abs. 1 MStV entsprechen müssen. Außerdem führt sie dazu, dass in jedem Fall eine behördliche Aufsichtsfreiheit gem. § 109 Abs. 1 S. 3 Nr. 2 MStV für die Anbieter besteht. Die Einhaltung des Pressekodex wird nämlich nicht durch die Aufsichtsbehörden sichergestellt, sondern durch ein mit ehrenamtlichen Mitgliedern besetztes Gremium des Presserats (Beschwerdeausschuss). Dieses wird tätig, wenn sich über eine Veröffentlichung beschwert wurde. Der Pressekodex sieht im Kontrast zu § 109 MStV keine Eingriffsmöglichkeiten vor. Kommt es zu Verstößen, kann der Presserat nur durch den Hinweis, die Missbilligung und die öffentliche Rüge gegen diese vorgehen. Die Anbieter verpflichten sich, Hinweise und Missbilligungen ernst zu nehmen und öffentliche Rügen im Zusammenhang mit dem gerügten Inhalt zu veröffentlichen.

### *b) Presse- und Meinungsfreiheit*

In jedem Fall ist in der Interessenabwägung auf Rechtsfolgenseite des Art. 21 MAR die Presse- und Meinungsfreiheit aus Art. 11 GRCh zu beachten. Diese muss mit den Auswirkungen auf die Marktintegrität und den Anlegerschutz austariert werden. Sind die journalistischen Berufs- und Standesregeln auf den Sachverhalt anwendbar, sind diese in der Interessenabwägung vorrangig zu be-

---

[221] *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 129f.; zur Verfassungskonformität BeckOK InfoMedienR/*Lent* (Fn. 173), § 19 Rn. 3.

[222] Diskutiert wurde auch, ob Anbietern iSd § 19 Abs. 1 S. 2 MStV (soweit man diesem einen eigenen Anwendungsbereich zuspricht) die Möglichkeit offen steht sich der Selbstregulierung durch den Pressekodex mittels Selbstverpflichtung beim Presserat zu unterwerfen; vgl. *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 130.

[223] Vgl. *Heins/Lefeldt*, MMR 2021, 126, 130, die auch am Interesse der Anbieter an der Mitgliedschaft zweifeln.

[224] Weiter Informationen abrufbar unter https://www.presserat.de/selbstverpflichtung-onlinemedien.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

rücksichtigen. Sie müssen aber ihrerseits darauf überprüft werden, ob sie der Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit aus Art. 11 GRCh ausreichend Rechnung tragen. Sind die journalistischen Berufs- und Standesregeln nicht anwendbar, ist Art. 11 GRCh der alleinige Anhaltspunkt. Art. 11 GRCh enthält keine spezifischen Regelungen zur Lösung dieses Zielkonflikts, weshalb auf eine allgemeine Interessenabwägung zurückzugreifen ist.[225] Innerhalb dieser Interessenabwägung ist weder dem Schutz der Marktintegrität und der Anleger noch der Meinungs- und Pressefreiheit ein grundsätzlicher Vorrang einzuräumen. Die Rechtsgüter müssen im Wege der praktischen Konkordanz in einen Ausgleich gebracht werden, in dem beide Rechtsgüter ihre größtmögliche Entfaltung und Wirksamkeit erlangen.[226] Hierbei sind verschiedene Abwägungskriterien zu berücksichtigen. Auf Seiten der Meinungs- und Pressefreiheit spielt etwa der Grad des Interesses der Öffentlichkeit eine Rolle, aber auch die Aktualität der Information, die Verlässlichkeit, die Art und Weise der Offenlegung oder Verbreitung, ob und wie die Information bereits vorher verbreitet war, das Vorhandensein milderer Mittel (die die Kapitalmarktintegrität weniger beeinträchtigen) und der meinungsbildende oder kommerzielle Charakter der Information.[227] Im Rahmen des Art. 10 MAR spielt die Art und Weise der Offenlegung oder Verbreitung eine besondere Rolle. In diesem Kontext kann unterschieden werden, ob die Offenlegung der Informationen gegenüber, innerhalb oder durch die Medien erfolgt.[228] Die Offenlegung der Information innerhalb der Medien und durch die Medien wird regelmäßig als weniger problematisch angesehen, sodass die Abwägung eher zu Gunsten des Art. 11 GRCh und damit der Rechtmäßigkeit der Offenlegung ausfallen wird.[229] Die Offenlegung gegenüber den Medien wird dagegen überwiegend als kritisch eingeschätzt.[230] Auf der Seite der Kapitalmarktintegrität hingegen ist etwa zu berücksichtigen, wie kursrelevant die Information ist, aber auch die Marktliquidität des Finanzinstruments, die Höhe des drohenden Schadens, etwaige

---

[225] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21.

[226] *Assmann*, AG 2022, 390, Rn. 28; *Mock*, ZIP 2022, 777, 780; *Nietsch*, BKR 2022, 611, 616; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 72), Art. 21 Rn. 36 ff.; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 21, Rn. 46 ff.

[227] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.4.

[228] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.5.

[229] Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 207 ff.; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.5; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 91 ff.; vorsichtiger Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, MAR Art. 10, Rn. 51 f.; sogar restriktiver hinsichtlich der Offenlegung innerhalb der Medien (jedoch zur alten Rechtslage) *Sturm*, ZBB 2010, 20, 31 f.

[230] Assmann/Schneider/Mülbert/*Assmann*, MAR Art. 10, Rn. 50 ff.; BeckOK WpHR/*Kulenkamp/v. Bonin,* 10. Ed. 01.06.2023, VO (EU) 596/2014 Art. 10 Rn. 44; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 87 ff.; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 200 ff.

Reputationsrisiken für den Emittenten, und ob mit der Veröffentlichung Compliance-Verstöße des Unternehmens aufgedeckt werden können.[231]

Der Abwägungsansatz insgesamt wird im Schrifttum teilweise stark dafür kritisiert, dass die privilegierten Normadressaten mögliche negative Auswirkungen der Offenlegung auf die Marktintegrität nur schwer einschätzen könnten, weshalb die Regelung wenig vorhersehbar, nicht praktikabel und daher reformbedürftig sei.[232] Dem Problembefund ist grundsätzlich zuzustimmen. Die Abwägung, in der die Rechtsgüter im Wege der praktischen Konkordanz in Ausgleich gebracht werden sollen, lässt breite Wertungsspielräume offen und führt dazu, dass erhebliche Rechtsunsicherheiten im Einzelfall bestehen können.[233] Dies gilt umso mehr für Finfluencer, die die Grenzen von Journalismus, die Grenzen zwischen beruflich und privat, zwischen Information und Entertainment verschwimmen lassen und sich deshalb noch weniger gut pauschal beschreiben und einordnen lassen. Gleichwohl erscheint der Abwägungsansatz alternativlos zu sein, denn mit der Presse- und Meinungsfreiheit aus Art. 21 GRCh ist ein äußerst grundrechtssensibler Bereich betroffen.[234] Die ergebnisoffene Abwägung lässt sich durch stärker dogmatische, mit formellen Kriterien arbeitende Ansätze trotz der höheren Rechtssicherheit nicht sinnvoll ersetzen. Die mit der Rechtsunsicherheit verbundenen Nachteile lassen sich zumindest mit Blick auf die Sanktionierung abmildern, indem die Irrtumsreglungen unter Berücksichtigung eben dieser Unsicherheiten angewendet werden.[235] Fällt das Abwägungsergebnis letztendlich anders als vom Finfluencer antizipiert aus und war sein Abwägungsprozess dennoch ordnungsgemäß, so sollten die Unsicherheiten der Abwägung nicht den Finfluencer belasten.

---

[231] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.4; Generalanwalt beim EuGH (*Kokott*), Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 – BeckRS 2021, 26204, Rn. 93 ff.; Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 72), Art. 21 Rn. 37; Klöhn/*Klöhn* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 44 ff.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Schmidt* (Fn. 66), Art. 21 Rn. 22 ff.; speziell zu der Offenlegung von Compliance-Verstöße *Assmann*, AG 2022, 390, Rn. 29 ff.; zu Whistleblowern allgemein Assmann/Schneider/Mülbert/*Sajnovits* (Fn. 72), Art. 21 Rn. 40.

[232] *Mock*, ZIP 2022, 777, 781.

[233] *Fahrländer*, GPR 2022, 257, 261; vgl. auch *Assmann*, AG 2022, 390, Rn. 30.

[234] BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.7.

[235] *Harnos*, AG 2021, R312, R316; *Nietsch*, BKR 2022, 611, 618; BeckOK WpHR/*Harnos* (Fn. 65), Art. 21 Rn. 14.7; vgl. auch Generalanwalt beim EuGH (*Kokott*), Schlussantrag vom 16.09.2021 – C-302/20 – BeckRS 2021, 26204, Rn. 104, der davon ausgeht, dass keine Sanktionierung vorzunehmen ist; anders *Assmann*, AG 2022, 390, Rn. 30, der das Beurteilungsrisiko bei der Presse verortet.

## IV. Fazit

So wie sich Finfluencer nur schwer in klassische medienrechtliche Kategorien einordnen lassen, stellen sie auch das Kapitalmarktrecht auf die Probe, weil die Anwendbarkeit der Regeln zu Anlageempfehlungen, informationsgestützter Marktmanipulation und Insiderinformationen in Frage steht. Während die Regeln zu Anlageempfehlungen bilaterale Informationsdefizite der einzelnen Anleger ausgleichen sollen, birgt der Auftritt von Finfluencern in den sozialen Medien auch für die Integrität und Stabilität des Kapitalmarkts insgesamt Risiken, gerade weil Äußerungen in den sozialen Medien das Potential haben sich schnell und massenhaft zu verbreiten. Die Verbote sowohl der Marktmanipulation als auch der Offenlegung von Insiderinformationen begrenzen in diesem Bereich deshalb auch Finfluencer in ihrer Tätigkeit.

Die genannten Regelungen des Marktmissbrauchsrechts stehen jedoch unter dem Vorbehalt des sog. Journalistenprivilegs, das in Art. 21 MAR geregelt ist und der Meinungs- und Pressefreiheit des Art. 11 GRCh dient. Im Rahmen des Journalistenprivilegs ist eine Interessenabwägung zwischen der Meinungs- und Pressefreiheit und den Auswirkungen auf die Marktintegrität und den Anlegerschutz vorzunehmen. Sind die journalistischen Berufs- und Standesregeln auf den Sachverhalt anwendbar, sind diese in der Interessenabwägung zu berücksichtigen. Die Einhaltung der journalistischen Berufs- und Standesregeln allein führt aber noch nicht dazu, dass ein Verstoß gegen das Marktmissbrauchsrecht ausgeschlossen ist. Das Befolgen der Regeln ist vielmehr ein Aspekt, wenn auch ein wichtiger, der zugunsten des Journalisten in die Interessenabwägung im Rahmen des Art. 21 MAR einzustellen ist. Im Rahmen dieser Interessenabwägung können und müssen die Berufs- und Standesregeln außerdem ihrerseits darauf überprüft werden, ob sie die Presse- und Meinungsäußerungsfreiheit ausreichend berücksichtigen.

Die journalistischen Berufsregeln sind in den Presse- und Mediengesetzen der Länder sowie im Medienstaatsvertrag enthalten. Unter die journalistischen Standesregeln fällt der Pressekodex des Deutschen Presserats ergänzt um die journalistischen Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung, sowie in Zukunft die Standesregeln weiterer Einrichtungen der regulierten freiwilligen Selbstkontrolle, die nach den Regeln des § 19 Abs. 3–8 MStV errichtet wurden. Während die Presse- und Mediengesetze der Länder für Finfluencer (wenn überhaupt) nur eine ganz untergeordnete Rolle spielen, ist § 19 Abs. 1 MStV von zentraler Bedeutung. Dieser enthält publizistische Sorgfaltspflichten, denen eine Vielzahl von Wertungen zu entnehmen sind, die im Rahmen des Art. 21 MAR beachtet werden müssen und die deshalb in die Interessenabwägung einzustellen sind. Die Anwendbarkeit auf Finfluencer setzt einerseits die regelmäßig unproblematische Einordnung des Angebots des Finfluencers als Telemedium voraus

und andererseits die stehts genau zu prüfende journalistisch-redaktionelle Gestaltung desselben anhand der klassischen Publizistikkriterien. Zentrale Einschränkungen sind dabei der Ausschluss rein privater und kommerzieller Kommunikation und auch die Auswirkung von Automatisierung auf den redaktionellen Charakter des Angebots erscheint wichtiger zu werden.

Sind die journalistischen Berufs- und Standesregeln nicht anwendbar, ist Art. 11 GRCh der alleinige Anhaltspunkt. Art. 11 GRCh enthält keine spezifischen Anhaltspunkte zur Lösung dieses Zielkonflikts, weshalb die betroffenen Rechtsgüter in einer allgemeinen Interessenabwägung im Wege der praktischen Konkordanz in einen Ausgleich gebracht werden müssen. Entscheidende Anhaltspunkte sind etwa der Grad des Interesses der Öffentlichkeit, die Aktualität, Verlässlichkeit und Kursrelevanz der Information, die Art und Weise der Offenlegung oder Verbreitung, die Marktliquidität des Finanzinstruments, das Vorhandensein milderer Mittel, die Höhe des drohenden Schadens, etwaige Reputationsrisiken für den Emittenten und der meinungsbildende oder kommerzielle Charakter der Information.

Insgesamt scheint das Journalistenprivileg mit der Interessenabwägung einen Ansatz bereits zu halten, der in der Lage ist neuen Phänomenen wie Finfluencern gerecht zu werden. Obwohl Finfluencer, die Grenzen von Journalismus, von beruflicher und privater Tätigkeit, zwischen Information und Entertainment verschwimmen lassen und sich nur schwerlich pauschal beschreiben und einordnen lassen, können die jeweiligen Besonderheiten in der Abwägung berücksichtigt werden. Die Kehrseite dieser breiten Wertungsspielräume sind immer erheblicher werdende Rechtsunsicherheiten im Einzelfall. Gleichwohl erscheint der Ansatz mit Blick auf den hinsichtlich der Presse- und Meinungsfreiheit äußerst grundrechtssensiblen Bereich alternativlos zu sein.

# Kapitalmarktrecht, Informationseffizienz und soziale Medien

*Katja Langenbucher*

I. Einführung ..... 54
II. Informationsgegenstand ..... 55
1. Handelsrechtliche Regelpublizität ..... 55
2. Anlassbezogene Publizität ..... 55
a) Ad-hoc-Publizität ..... 55
aa) Illustration: Gestreckte Geschehensabläufe ..... 56
bb) Kursrelevanz und die Bestimmung des Anlegerleitbilds ..... 57
b) Börsengang ..... 58
c) Emission eines Kryptowertes ..... 59
d) Zulassungsfolgepflichten ..... 59
3. Veröffentlichung nicht kursrelevanter Informationen ..... 60
a) MAR ..... 60
b) MiCAR ..... 60
c) § 63 Abs. 6 WpHG ..... 61
III. Informationsformat ..... 61
IV. Informationsgeber ..... 63
V. Herausforderungen durch soziale Medien ..... 63
1. Informationsgegenstand, *Social Media* und *GameStop* ..... 64
a) *Information overload* ..... 64
b) Implikationen (insbesondere) für nicht-professionelle Anleger ..... 65
aa) Digital engagement practices ..... 65
bb) *Information overload* ..... 65
cc) Kommunikation unter Anlegern ..... 65
c) Normative Implikationen ..... 66
aa) MAR und *information overload* ..... 66
bb) *Information overload* als Informationsgewinnungsquelle ..... 66
cc) Neuauflage des Streits um die Definition des Anlegerleitbilds ..... 68
2. Informationskanal, *Social Media* und ..... 68
a) Kapitalmarktpublizität durch *Social Media*? ..... 69
b) Herstellung öffentlicher Bekanntheit durch *Social Media*? ..... 69
3. Informationsgeber, *Social Media* und *Finfluencer* ..... 70
a) *Finfluencer* und Informationsregime der MAR ..... 70
b) Verbreitung objektiver Information ..... 71
c) Verbot marktmanipulativer Praktiken ..... 72
d) Weitere Betrugsfälle ..... 73

e) Informationswert von *finfluencing* ..... 73
VI. Fazit und Ausblick ..... 73

## I. Einführung

Die zeitnahe Versorgung des Kapitalmarkts mit relevanten Informationen ist ein Herzstück internationaler, europäischer und deutscher Rechtsordnungen. Dem liegt die Prämisse zu Grunde, dass die Preisfindung mit Blick auf Finanzinstrumente nur bei gut informierten Marktteilnehmern effizient ist. Das Kapitalmarktrecht versucht hierfür einen Rahmen zu schaffen. Einschlägige Regeln legen fest, welche Informationen zu veröffentlichen sind, auf welche Weise dies zu geschehen hat und wer hierzu befugt ist. Mit der weiten Verbreitung sozialer Medien droht diese Ordnung ins Ungleichgewicht zu geraten.[1] Nach einer aufsehenerregenden Untersuchung beziehen knapp 80 % der zwischen 18 und 41 Jahre alten US-Amerikaner ihre Finanzinformationen aus den sozialen Medien, insbesondere *Reddit*, *YouTube*, nachgeordnet auch *TikTok*. Zwar setzt diese Entwicklung immerhin positive Anreize zur Auseinandersetzung mit dem Kapitalmarkt und bietet inklusives Potenzial mit Blick auf historisch kapitalmarktferne Gruppen.[2] Zugleich entstehen allerdings Risiken. An die Stelle präziser, kursrelevanter Informationen tritt nicht selten ein Fluss verzerrender und ungenauer Darstellungen. Statt auf klar vorgegebenen Berichtswegen werden auf zahlreichen unterschiedlichen Kanälen Informationen verbreitet. Akteure ohne Finanznähe übernehmen zunehmend die Rolle eines Informationsgebers. Der vorliegende Beitrag gibt einen Überblick über das hergebrachte Regelwerk, zeigt an einzelnen Beispielen die Herausforderungen durch soziale Medien auf und schließt mit einer Überlegung *de lege ferenda*. Zur Sprache kommt dabei auch die im Entstehen begriffene Änderungsrichtlinie der EU Kommission zu MiFID II, die sich mit *Finfluencern* befasst.

---

[1] Zu Besonderheiten der Kommunikation über soziale Medien: *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 196 ff.

[2] *Bollen/Mao/Zeng*, 2 Journal of Computational Science (2011), 1; *He/Guo/Shen/Akula*, 28 Journal of Organization and End User Computing (2016), 74; *Grover/Kar/Ilavarasan*, 48 Journal of Information Management (2019), 39; *Al Atoom/Alafi/Al-Fedawi*, 15 International Journal of Innovation, Creativity and Change (2021), 934; *Chartered Financial Analyst (CFA) Institute*, The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media, January 2024, abrufbar unter doi.org/10.56227/24.1.1; *Lin/Bumcrot/Mottola/Valdes/Walsh*, The Changing Landscape of Investors in the United States: A Report of the National Financial Capability Study, December 2022, abrufbar unter https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/NFCS-Investor-Report-Changing-Landscape.pdf; *Egan*, Nearly 80 % Of Young Adults Get Financial Advice From This Surprising Place, Forbes Advisor v. 4. März 2023, abrufbar unter https://www.forbes.com/advisor/investing/financial-advisor/adults-financial-advice-social-media/; *FINRA/CFA Institute*, Gen Z and Investing: Social Media, Crypto, FOMO, and Family, 2023, abrufbar unter doi.org/10.56227/23.1.15 (allesamt zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

## II. Informationsgegenstand

### *1. Handelsrechtliche Regelpublizität*

Informationspflichten sind nicht nur Bestandteil des Kapitalmarktrechts. Bereits die handelsrechtliche Regelpublizität sorgt dafür, dass der Markt in regelmäßigen Abständen informiert wird.[3] So verpflichtet § 325 Abs. 1, 1a, 4 HGB zur Offenlegung des festgestellten oder gebilligten Jahresabschlusses, des Lageberichts, des Bilanzeids und des Bestätigungsvermerks. Abs. 1 S. 1 Nr. 1 derselben Norm verlangt die Abgabe der Erklärung zum Corporate Governance Kodex. Börsennotierte Unternehmen haben nach § 289f. Abs. 1 S. 1 HGB eine Erklärung zur Unternehmensführung als Teil des Lageberichts zu erstellen. Nach den §§ 114–118 WpHG müssen Kapitalmarktteilnehmer unterjährig Informationen mit Blick auf die Rechnungslegung bereitstellen. Es gilt: Diejenigen Unternehmen, die bereits nach § 325 Abs. 1 und 2 HGB zur Offenlegung verpflichtet sind, müssen nicht zusätzlich nach kapitalmarktrechtlichen Vorschriften informieren. Für die übrigen Emittenten, für die Deutschland der Herkunftsstaat ist, bestehen Veröffentlichungspflichten mit Blick auf den Jahresfinanzbericht und den Halbjahresfinanzbericht.

Zur Regelpublizität im weiteren Sinne zählt auch die nichtfinanzielle Berichterstattung. Dabei geht es um die Veröffentlichung bestimmter Leistungsindikatoren, die Erweiterung des Lageberichts um eine nichtfinanzielle Erklärung und um klimabezogene Angaben.[4] Auch über Lieferkettenrisiken ist hier zu berichten.[5]

### *2. Anlassbezogene Publizität*

Andere Veröffentlichungspflichten erfolgen nicht in regelmäßigen Zeitabständen, sondern knüpfen an Einzelereignisse von kapitalmarktrechtlicher Bedeutung an.

#### *a) Ad-hoc-Publizität*

Von besonderer Wichtigkeit ist die anlassbezogene Information des Marktes im Rahmen der Ad-hoc-Publizität.[6] Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 VO (EU) 596/2014 (MAR) verlangt die unverzügliche Veröffentlichung einer Ad-hoc-Information. Dem liegt der Funktionsschutz des Kapitalmarkts zugrunde. Nur wenn

---

[3] *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2022, § 17 Rn. 3.

[4] *Schön*, ZHR 180 (2016), 279, 283; zum Zweck MüKoHGB/*Kajüter*, 5. Aufl. 2024, §§ 289b–289e Rn. 2; zum Klima, *Europäische Kommission*, Mitteilung, Leitlinien für die Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen: Nachtrag zur klimabezogenen Berichterstattung, ABl. EU C 209, 1.

[5] *Hennrichs*, ZGR 2018, 206, 211 ff.

[6] S. hierzu *Hinz/Jansen* in diesem Band.

eine Information zügig publik gemacht wird, können die Marktteilnehmer hierauf reagieren und mit ihrem Verhalten auf Preisanpassungen hinwirken.[7]

Jede gesetzliche Regelung der Ad-hoc-Publizität muss eine Abwägung zwischen der Kursrelevanz einer Information und der Übersättigung des Marktes (*information overload*) treffen. Das europäische Insiderrecht hat seit seiner Entstehung mit dieser Balance zu kämpfen. Im Einzelnen sind zahlreiche Fälle hoch umstritten. Das betrifft beispielsweise die Frage, welche unternehmensexternen Umstände eine Veröffentlichung erforderlich machen, ob die Ad-hoc-Pflicht eine Kenntnis des Emittenten von den betreffenden Umständen voraussetzt und wann nach Art. 17 Abs. 4 MAR eine Befreiung von der Veröffentlichungspflicht in Betracht kommt.[8]

### *aa) Illustration: Gestreckte Geschehensabläufe*

Besonders intensiv wurde bis zur Verabschiedung des *EU Listing Act* über die Beurteilung gestreckter Geschehensabläufe gestritten.[9] Sie zeichnen sich dadurch aus, dass Unsicherheit über das Eintreten eines künftigen kursrelevanten Ereignisses besteht. Das erschwert nicht nur die Beurteilung der Ad-hoc-Pflicht mit Blick auf dieses künftige Ereignis selbst. Komplex ist auch die Einordnung im Zeitablauf eintretender Ereignisse, die sich als Vorstufen des künftigen Ereignisses einordnen lassen. Die Verortung solcher „Zwischenschritte" variiert, abhängig davon, ob der Zwischenschritt als Hinweis auf den Eintritt des Endresultats oder als isoliert zu betrachtendes kursrelevantes Ereignis verstanden wird. Der *EU Listing Act* erleichtert künftig immerhin die Beurteilung solcher Ereignisse, die sich eindeutig als Zwischenschritt einordnen lassen. Unverändert bleibt freilich die Definition der Insiderinformation und damit auch deren Kursrelevanz.[10]

---

[7] *Langenbucher* (Fn. 3), § 15 Rn. 83.

[8] Meyer/Veil/Rönnau/*Veil/Brüggemeier*, Hdb-MarktmissbrauchsR, 2. Aufl. 2023, § 10 Rn. 49; zum Streit um die Kenntnis *Koch*, AG 2019, 273, 276 f., welcher sie für notwendig hält; ebenso *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385; gegen ein Kenntniserfordernis *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427 f.; mit besonderem Bezug zum Merkmal der Unverzüglichkeit Klöhn/*Klöhn*, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 17 Rn. 105 ff. zum Streit, 110 ff.; *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, Emittentenleitfaden, Modul C, März 2020, I.3.3.1, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_3/Kapitel1_3_3/kapitel1_3_3_node.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[9] *Kührt/Schreiber*, BKR 2023, 351, 353 ff.; Mülbert/Sajnovits, WM 2023, 1437, 1446; eingehend zum bisherigen Streitstand s. *Langenbucher*, NZG 2013, 1401 f.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek*, Kapitalmarktrecht-Kommentar, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 7 Rn. 49 ff.; Meyer/Veil/Rönnau/*Veil/Brüggemeier* (Fn. 8), § 10 Rn. 44 ff.; außerdem *Klöhn*, ZIP 2012, 1885; *Bonin/Böhmer*, EuZW 2012, 694, *Ihrig/Kranz*, AG 2013, 515.

[10] *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57; knapp *Langenbucher*, ZGR 2024, 287, 308.

### *bb) Kursrelevanz und die Bestimmung des Anlegerleitbilds*

Das Tatbestandsmerkmal „kursrelevant" determiniert nur auf den ersten Blick die Beurteilung gestreckter Geschehensabläufe. Was kursrelevant ist, hängt notwendig davon ab, welche Modellierung man der Entstehung von Kursen am Kapitalmarkt zugrunde legt. Dabei überschneiden sich deskriptive und normative Fragen, nämlich die empirisch unterlegte Beschreibung denkbarer Anlegertypen und deren Anlageverhalten sowie die Frage, wie eng oder weit die Menge kursrelevanter Informationen gezogen werden soll. Mit Blick auf die Beschreibung von Anlegertypen kontrastiert man üblicherweise rational-optimal handelnde Anleger (die in ihrer Idealform nur in finanztheoretischen Modellen vorkommen) mit empirisch beobachtbaren Anlegern, deren Investitionsverhalten infolge verhaltenswissenschaftlich feststellbarer Heuristiken von der finanztheoretisch optimalen Anlageentscheidung abweicht. Was die Annahmen mit Blick auf das Anlageverhalten dieser Modellfiguren betrifft, findet man engere und weitere Sichtweisen.

#### *(1) Fundamentalwertrelevanz entscheidend*

Eine Sichtweise beschreibt den Anleger als ausschließlich an fundamentalwertrelevanten Informationen interessiert und infolgedessen nur dann Investitionsentscheidungen treffend, wenn neue Informationen Fundamentalwertrelevanz haben. Marktphänomene, die sich mit dieser Herangehensweise nicht erklären lassen, ordnet man als „Friktionen" ein. Das heißt: An sich effiziente Transaktionen erfolgen nicht (oder ineffiziente Transaktionen erfolgen) aus Gründen, die nicht direkt mit der Informationsverarbeitung auf Finanzmärkten zu tun haben – beispielsweise Transaktionskosten oder Steuern.[11]

#### *(2) Kursbeeinflussungspotenzial entscheidend*

Eine weitere Sichtweise nimmt an, dass Investoren auch kurzfristige Preisschwankungen ohne Fundamentalwertrelevanz zur eigenen Gewinnerzielung ausnutzen. Gelingt es nämlich, Marktverhalten vorherzusagen, unabhängig davon, ob es sich um fundamentalwertorientierte Informationen handelt, kann ebenso Gewinn erzielt werden. Diese Modellfigur handelt folglich nicht nur, wenn eine Information Einfluss auf den Fundamentalwert des Emittenten hat, sondern immer, wenn sie von – auch kurzfristigen, mitunter extern bedingten – Preisveränderungen ausgeht.

---

[11] *DeGennaro/Robotti*, Economic Review/Federal Reserve Bank of Atlanta, 2007/3, 1, abrufbar unter https://core.ac.uk/download/pdf/6608995.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

*(3) Normative Konsequenzen*

Aus den unterschiedlichen Anlegertypen und Verhaltensweisen folgt nicht denknotwendig eine einzelne normative Schlussfolgerung. Die engste Auslegung des Tatbestandsmerkmals „kursrelevant" würde wie folgt argumentieren: Anleger sind grundsätzlich rational und fundamentalwertorientiert. Ein Emittent muss deshalb nach Art. 17 Abs. 1 MAR nur Informationen offenlegen, die das Potenzial haben, den Fundamentalwert des Unternehmens zu beeinflussen. Eine weiter gefasste Interpretation mag einwenden, dass ein als rational porträtierter Anleger auch mit einer Flut an potenziell kursrelevanten Informationen umgehen kann und will. Die MAR, so mag man hieraus folgern, schafft die Voraussetzungen, ihm die Auswahl derjenigen Informationen, die er der eigenen Investitionsentscheidung tatsächlich zugrunde legt, zu überlassen. Der Emittent müsste nach dieser Sichtweise jede Information, die den Kurs nur geringfügig beeinflussen könnte, veröffentlichen, auch wenn diese keine Fundamentalwertrelevanz hat. Wieder anders wird man normativ urteilen, wenn der aufgrund von Entscheidungsheuristiken agierende, also nicht durchgängig rational handelnde Anleger zugrunde gelegt wird, bei dem sich optimales ebenso wie nicht optimales Investitionsverhalten beobachten lässt. Erblickt man das Anliegen der MAR darin, Transaktionskosten und die Gefahr volatiler Märkte gering zu halten, gegebenenfalls auch ein Grundmaß an paternalistischem Schutz des Anlegers vor sich selbst zu verwirklichen, lässt sich das wiederum am besten bei einer engen Interpretation des Tatbestandsmerkmals „kursrelevant" verwirklichen.

*b) Börsengang*

Der Börsengang einer Gesellschaft bietet ein weiteres Beispiel für anlassbezogene Informationen. Die Prospektverordnung (EU) 2017/1129 (ProspektVO) verpflichtet zur Veröffentlichung eines Angebots- und eines Zulassungsprospekts.[12] Sachlich muss der Inhalt des Prospekts den Grundsätzen der Prospektwahrheit oder -objektivität, der Prospektklarheit, -vollständigkeit und -aktualität genügen. Die Informationen im Prospekt sollen auf der einen Seite ausreichend und objektiv, auf der anderen Seite leicht zu analysieren, knapp und verständlich sein. Der Verordnungsgeber mahnt, dass ein Überangebot an Informationen zu vermeiden ist. Noch konziser sind die Informationen im Kontext der Prospektzusammenfassung nach Art. 7 ProspektVO darzubieten. Diese richtet sich insbesondere an Kleinanleger, die kurz und verständlich zu informieren sind.

[12] Zum Angebotsprospekt *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, WpPG §2 Rn. 10ff.; zum Zulassungsprospekt *Bauerschmidt*, BKR 2019, 324, 327ff.

Die Frage, welches Anlegerleitbild der Prospektverordnung zugrunde zu legen ist, ist ebenso umstritten wie die parallele Frage bei der Ad-hoc-Publizität.[13] Der rational-optimal investierende Anleger kann mit einer Fülle möglicherweise relevanter Informationen umgehen und zieht daher einen Prospekt vor, in welchem ihm möglichst viele Informationen geboten werden. Er kann diese selbst bewerten, unter Umständen wird seine Einschätzung dabei von derjenigen des Emittenten abweichen. Der Heuristiken unterliegende Investor wird einen Prospekt präferieren, der die dargestellten Informationen klar selektiert. Der Verordnungsgeber hat auf dieses Problem durch das Erfordernis der Erstellung einer Prospektzusammenfassung reagiert.

### *c) Emission eines Kryptowertes*

Einer ähnlichen Grundidee wie die ProspektVO folgt die VO (EU) 2023/1114 (MiCAR) mit Blick auf die Emission von Kryptowerten. Bei einem öffentlichen Angebot eines Kryptowertes ist ein Whitepaper zu erstellen, welches der zuständigen Behörde (in Deutschland der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) zu übermitteln und zu veröffentlichen ist. Art. 6, 19, und 51 MiCAR ordnen diese Pflicht für vermögenswertereferenzierte Token, E-Geld-Token und für andere Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token oder E-Geld-Token an. Zusätzlich präzisieren diese Vorschriften den veröffentlichungspflichtigen Inhalt. Erwägungsgrund 24 MiCAR formuliert die Erwartungshaltung des Verordnungsgebers, was den sachlichen Informationsgehalt betrifft: „Ein Kryptowerte-Whitepaper sollte allgemeine Informationen über den Emittenten, den Anbieter oder die Person, die die Zulassung des Kryptowertes zum Handeln beantragt, das mit dem aufgebrachten Kapital durchzuführende Projekt, das öffentliche Angebot über Kryptowerte oder ihre Zulassung zum Handel, die mit den Kryptowerten verbundenen Rechte und Pflichten, die für diese Kryptowerte verwendete zugrunde liegende Technologie und die damit verbundenen Risiken enthalten".[14] Anhang I der MiCAR konkretisiert offenzulegende Angaben mit Blick auf andere Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token, Anhang II regelt dasselbe für vermögenswertereferenzierte Token, Anhang III betrifft E-Geld-Token.

### *d) Zulassungsfolgepflichten*

Noch weitere Beispiele ergeben sich aus den Zulassungsfolgepflichten börsennotierter Gesellschaften. Nach den §§ 49, 50 WpHG ist beispielsweise die Hauptversammlung eines Emittenten über verschiedene emittentenbezogene

[13] Habersack/Mülbert/Schlitt/*Mülbert/Steup*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 41.36 ff.; dazu auch *Langenbucher* (Fn. 3), § 14 Rn. 51 ff.; § 15 Rn. 42 ff.

[14] Erwägungsgrund (24), VO (EU)2023/1114(MiCAR).

Umstände zu informieren.[15] Auch über die Zusammensetzung des Aktionärskreises samt Stimmrechten ist nach den §§ 33, 34, 38, 39 WpHG, denen die Richtlinie (EU) 2004/109/EG zugrunde liegt, Transparenz herzustellen.[16]

### *3. Veröffentlichung nicht kursrelevanter Informationen*

Klassische Kapitalmarktmodelle, die auf Fundamentalwertrelevanz blicken,[17] sind an der Behandlung nicht kursrelevanter Informationen wenig interessiert. Anders verhält es sich für Modelle, welche Investitionsentscheidungen als nicht ausschließlich fundamentalwertorientiert porträtieren.[18] Für die Veröffentlichung nicht kursrelevanter Informationen werden sich außerdem normative Ansätze interessieren, die sich auf Anlegerschutz fokussieren.[19]

#### *a) MAR*

Nicht kursrelevante Informationen behandelt die MAR nur in Andeutungen. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 2 MAR untersagt es dem Emittenten, aus Anlass einer Ad-hoc-Meldung die eigene Tätigkeit zu vermarkten. In zeitlicher Unabhängigkeit von einer Ad-hoc-Meldung darf der Emittent hingegen den Markt und seine Aktionäre durchaus mit Informationen versorgen. Die Auswahl geeigneter Mittel für die „im Ausgangspunkt frei bestimmbare Öffentlichkeitsarbeit“[20] obliegt dabei dem Emittenten. Zu beachten bleibt zum einen das Verbot der Marktmanipulation. Unzulässig ist zum anderen die Verdeckung einer Insiderinformation durch eine unwahre Pressemeldung. Versucht der Emittent das Vorliegen einer ad-hoc-pflichtigen Information, etwa durch eine Pressemeldung, welche einen sachlich unzutreffenden Eindruck der Situation vermittelt, zu verschleiern, kann sich die Pflicht ergeben, eine klarstellende Ad-hoc-Meldung herauszugeben.[21]

#### *b) MiCAR*

Etwas anders verhält es sich unter der MiCAR. Der Verordnungsgeber ist sich im Klaren darüber, dass gerade im Bereich von Kryptowerten zahlreiche Marketingmitteilungen auch über soziale Medien verbreitet werden. Erwägungsgrund 24 enthält deshalb einen Hinweis mit Blick auf die sozialen Medien: „Informationen sollten redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Die Informationen in Werbebotschaften und Marketingmaterialien sollten mit den

---

15 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 13. Aufl. 2023, Rn. 845 ff.
16 Beispiele bei *Langenbucher* (Fn. 3), § 17 Rn 25 f.
17 S. oben II.2.a)bb)(1).
18 S. oben II.2.a)bb)(2).
19 S. oben II.2.a)bb)(3).
20 BGH Beschluss v. 17.12.2020 – II ZB 31/14 – BeckRS 2020, 40730, Rz. 163.
21 BGH Beschluss v. 17.12.2020 – II ZB 31/14 – BeckRS 2020, 40730, Rz. 208.

im Kryptowerte-Whitepaper erteilten Angaben übereinstimmen." Die Art. 7, 17, 27, 29, 53 MiCAR regeln detailliert die Anforderungen an Marketingmitteilungen. Dem Verordnungsgeber kommt es unter anderem darauf an, dass Marketingmitteilungen „als solche erkennbar", „redlich und eindeutig und nicht irreführend"[22] sind, dass sie mit dem Whitepaper übereinstimmen und einen Hinweis auf dessen Veröffentlichung enthalten. Bei vermögenswertereferenzierten Token und bei E-Geld-Token müssen weitere Hinweise auf die mit diesen Token verbundenen Rechtspositionen aufgenommen werden, Art. 29 Abs. 2, 53 Abs. 2 MiCAR.

#### *c) § 63 Abs. 6 WpHG*

Ein Hinweis, was die Versorgung des Marktes mit Informationen angeht, lässt sich außerdem § 63 Abs. 6 WpHG entnehmen. Die Vorschrift spricht davon, dass die Weitergabe bestimmter Informationen „redlich und eindeutig" sein muss und „nicht irreführend", außerdem gilt, dass „Marketingmitteilungen" „eindeutig als solche erkennbar sein" müssen. § 63 WpHG betrifft allerdings nicht den Emittenten, sondern Wertpapierdienstleistungsunternehmen und damit Informationsintermediäre. Zielrichtung der zugrundeliegenden RL (EU) 2014/65 (MiFID II) ist primär bekanntlich der Anlegerschutz, nicht die Preisbildung am Kapitalmarkt. Die Informationen, welche die Vorschrift im Auge hat, betreffen deshalb vor allem das Leistungsangebot des Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Der Fokus des hiesigen Beitrags liegt demgegenüber auf den Voraussetzungen effizienter Preisbildung am Kapitalmarkt und damit auf den Zielsetzungen der MAR und der MiCAR. Der Seitenblick auf die MiFID II ist dabei (nur, aber immerhin) insofern von Interesse, als intransparent arbeitende oder aufgrund von Interessenkonflikten voreingenommene Informationsintermediäre die Wahrscheinlichkeit suboptimaler Anlageentscheidungen der beratenen Verbraucher erhöhen. Das hat wiederum Folgewirkungen für die effiziente Preisbildung am Kapitalmarkt und damit dem Kernanliegen dieses Beitrags.

## III. Informationsformat

Die Art und Weise der Erfüllung einer kapitalmarktrechtlichen Informationspflicht ist hoch standardisiert. Die Herstellung der handelsrechtlichen Regelpublizität erfolgt nach § 325 Abs. 1 S. 2 HGB durch die elektronische Übermittlung an die das Unternehmensregister führende Stelle und die Einstellung in das Unternehmensregister.[23]

---

[22] S. Art. 7 Abs. 1 lit. a–c, Art. 29 Abs. 1 lit. a–c sowie Art. 53 Abs. 1 lit. a–c MiCAR.

[23] S. MüKoHGB/*Fehrenbacher*, 5. Aufl. 2024, § 325 Rn. 74 ff.; vgl. auch § 8b Abs. 2 Nr. 4 HGB.

Die kapitalmarktrechtliche Publizität nach den §§ 114 ff. WpHG ist einheitlich auf der Basis der Richtlinie 2013/50/EU sowie der Delegierten Verordnung (EU) 2019/815 geregelt. Die Informationen werden europaweit über ein Bündel unterschiedlicher Medien verbreitet, in der Praxis kümmern sich hierum professionelle Dienstleister. Die §§ 3c, 19 WpAV verlangen zeitgleich mit der Veröffentlichung den Nachweis an die BaFin. Unverzüglich im Anschluss sind die Informationen an das Unternehmensregister zu melden.[24]

Ein Prospekt ist vor seiner Veröffentlichung durch die BaFin zu billigen, Art. 20 Abs. 1, 31 Abs. 1 S. 1 ProspektVO, § 17 WpPG. Die Behörde prüft die Vollständigkeit des Prospekts ebenso wie dessen Kohärenz und Verständlichkeit. Nach der Prospektbilligung wird er in elektronischer Form veröffentlicht.[25]

Die Veröffentlichung eines Kryptowerte-Whitepapers erfolgt grundsätzlich auf der Website des Unternehmens, Art. 51 Abs. 12, 13 MiCAR. Die European Securities and Markets Authority (ESMA) erstellt ein Kryptowerte-Whitepaper Register, in welchem Kryptowerte erfasst werden, die keine vermögenswertereferenzierten Token oder E-Geld-Token sind. Zusätzlich werden Register für Emittenten vermögenswertereferenzierter Token und Emittenten von E-Geld-Token sowie Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen erstellt, Art. 109 MiCAR.

Die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung hat nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 1 MAR so zu erfolgen, dass die Öffentlichkeit schnellen Zugang erhält und ihr die vollständige, korrekte und rechtzeitige Bewertung ermöglicht wird.[26] Vom Emittenten wird die aktive Verbreitung der Information verlangt. Die Art. 2 Abs. 1 Buchst. a lit. i VO (EU) 2016/1055, §§ 3a, 3b, 4 WpAV geben ein standardisiertes Format vor. Gemäß § 26 Abs. 1 WpHG haben bestimmte Emittenten vor der Veröffentlichung einer Insiderinformation der BaFin und der Börsengeschäftsführung eine Vorabmitteilung zu machen. Das Unternehmensregister erhält die Information unverzüglich im Anschluss zum Zwecke der Speicherung. Wiederum kümmern sich hierum in der Praxis professionelle Intermediäre. Zu erinnern ist daran, dass Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 2 MAR die Verbindung einer Ad-hoc-Meldung mit Werbung untersagt. Damit soll die isolierte Hervorhebung marktrelevanter Informationen erreicht und einer Überflutung mit Informationen entgegengewirkt werden.[27]

---

[24] *Buck-Heeb* (Fn. 15), Rn. 857, 861.

[25] Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/*Groß*, 4. Aufl. 2020, Art. 21 ProspektVO Rn. 5.

[26] *Langenbucher,* ZHR 185 (2021), 414, 446.

[27] Assmann/Schneidet/Mülbert/*Assmann*, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, Art. 17 MAR Rn. 159; vgl. auch BaFin (Fn. 8), I.3.5.5.

## IV. Informationsgeber

Die Veröffentlichung handels- und kapitalmarktrechtlicher Informationen schuldet nach Art. 17 Abs. 1 MAR der Emittent. Regelmäßig fällt diese Aufgabe in den Aufgaben- und Zuständigkeitsbereich der Geschäftsführung, im Falle börsennotierter Aktiengesellschaften also des Vorstands des Emittenten, § 76 Abs. 1 AktG.[28] Anderen Personen ist die Offenlegung von Insiderinformationen grundsätzlich untersagt, Art. 10 Abs. 1 MAR. Entsprechend ist der Emittent bei der Prospektveröffentlichung in die Pflicht genommen, Art. 3 ProspektVO. Die MiCAR adressiert den Anbieter von Kryptowerten, Art. 9, 16, 48 MiCAR. Neben den Informationsschuldnern regelt das kapitalmarktrechtliche Anlegerschutzrecht, wie berichtet, auch die Informationsintermediäre.[29] Die MiFID II enthält umfangreiche Vorschriften für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, insbesondere für die Anlageberatung. Soweit im Kontext einer Anlageberatung über den Emittenten informiert wird, sind hierbei die Wohlverhaltensregeln der MiFID II zu beachten.

## V. Herausforderungen durch soziale Medien

Im vorangegangenen Abschnitt wurde das hoch standardisierte kapitalmarktrechtliche Informationsregime mit Blick auf die effiziente Preisbildung am Kapitalmarkt beschrieben. Geregelt wird, worüber zu informieren ist (Informationsgegenstand), auf welche Weise dies zu geschehen hat (Informationsformat) und wer Informationen erteilen darf (Informationsgeber). Soweit es sich um Informationsintermediäre handelt, gibt der Gesetzgeber Wohlverhaltenspflichten vor. Wie eingangs bereits angedeutet, fordert die Art und Weise der Informationsverbreitung über soziale Medien das hergebrachte Regime auf unterschiedliche Weise heraus. Im Folgenden wird anhand dreier Fallbeispiele verdeutlicht, worin derartige Herausforderungen liegen können. Der Fall *GameStop* illustriert die Überflutung des Kapitalmarkts mit Informationen durch soziale Medien. *Elon Musks* viel diskutierter Tweet, er werde das Unternehmen Tesla von der Börse nehmen, steht für die Wahl von S*ocial Media* als Informationskanal. Das Phänomen der *Finfluencer* verdeutlicht den Aufwuchs neuartiger Informationsgeber über soziale Medien.[30]

---

[28] *Langenbucher* (Fn. 26), 416, 426.

[29] S. o. II.3.c).

[30] Für *Finfluencer* wird hier und im Folgenden auf den Beitrag von *Möslein/Jetzen* in diesem Band verwiesen.

### 1. *Informationsgegenstand, Social Media und GameStop*

Die Geschehnisse um das US-amerikanische Unternehmen *GameStop* sind nicht nur in der rechtswissenschaftlichen Literatur[31], sondern auch romanhaft[32] und cinematisch[33] aufgearbeitet worden. Auf der Plattform *Reddit* hatte sich eine intensive Diskussion um das Unternehmen *GameStop*, dessen Kennzahlen und Erfolgsaussichten sowie eine als „Angriff" eingeordnete Leerverkaufsstrategie einer Gruppe prominenter Hedgefonds entwickelt. Informationen wurden auf *Reddit* gleichsam im Sekundentakt veröffentlicht, zur Kenntnis genommen, debattiert und wieder zurückgenommen. Ob es sich hierbei teilweise um unternehmensinterne Insiderinformationen handelte ist nicht bekannt, hierauf deutet wenig hin.

Im Vordergrund der Auseinandersetzung mit *GameStop* standen institutionelle Fragen der Kapitalmarktarchitektur, beispielsweise die Abrechnungszyklen von Wertpapiertransaktionen, daneben auch die Beziehung zwischen Neo-Brokern und deren Kunden, insbesondere deren Vergütungsmodell in Form eines *payment for order flow*.[34] Mit Blick auf die Verbreitung von Informationen wurde unter anderem erörtert, ob es sich bei den Diskussionen und Absprachen auf *Reddit* und anderen sozialen Netzwerken möglicherweise um marktmanipulatives Verhalten gehandelt haben könnte.[35]

#### a) *Information overload*

Hier soll *GameStop* paradigmatisch für ein anderes Phänomen, nämlich die Überflutung des Marktes mit ungefilterter Information stehen. *Keith Gill*, der unter dem Namen *Roaring Kitty* bekannt wurde, teilte auf *Reddit* wiederholt seine Ansicht, bei *GameStop* handele es sich um ein unterbewertetes Unternehmen, eine Investition sei deshalb sinnvoll, ein Leerverkauf wertvernichtend. Täglich postete er über einen gewissen Zeitraum Screenshots, die seine Investitionen belegten. Seiner Handelsstrategie schlossen sich zahlreiche andere *Reddit*-Nutzer an. Es entstand eine breit gefächerte Kommunikation mit Blick auf *GameStop*, dessen Fundamentalwert nahezu durchgängig gelobt wurde. Von der Leerverkaufsstrategie der erwähnten Hedgefonds wurde hingegen abgeraten, zusätzlich wurde mit eher finanzmarkt- und systemkritischer Motivation dazu aufgerufen, eine gegenläufige Anlagestrategie einzuschlagen.[36]

---

[31] *Langenbucher* (Fn. 26), 441 ff.; *Klöhn/Franke*, NZG 2021, 257; *Sajnovits*, ZGR 2021, 804, *Veil/Templer*, ZIP 2021, 981; *Wegner*, BKR 2021, 181.

[32] *Mezrich*, The Antisocial Network: The GameStop Short Squeeze and the Ragtag Group of Amateur Traders That Brought Wall Street to Its Knees (2021).

[33] *Gillespie/Ryder/Schwarzman*, Dumb Money (2023).

[34] *Kumpan/Misterek*, WM 2022, 53, 56.

[35] S. *Wegner*, BKR 2021, 181; *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280.

[36] *Langenbucher* (Fn. 26), 442 zu „it's not about the money, it's about sending a message".

### *b) Implikationen (insbesondere) für nicht-professionelle Anleger*

Ob ein *information overload* die Kapitalmarkteffizienz beeinträchtigt, hängt mit den oben dargestellten Anlegermodellen und den hieraus zu ziehenden normativen Konsequenzen zusammen.[37] Für rational-optimal handelnde Anleger, die eigenständig Informationen selektieren können, ist ein *overload* weit weniger schädlich als für Anleger, denen das nicht gelingt, etwa weil sie Heuristiken unterliegen. Für jene ergeben sich im wesentlichen nur Transaktionskosten, um effizient selektieren zu können, für diese droht eine Fehlinvestition.

#### *aa) Digital engagement practices*

Eine Informationsüberflutung auf sozialen Medien hat deshalb vor allem das Potenzial, nicht-professionelle Kleinanleger, etwa die eingangs genannte Gruppe, die ihre Anlagetipps vorwiegend aus *Social Media* bezieht,[38] zu Fehlinvestitionen zu motivieren. Verstärkend wirkt dabei die digitale Incentivierung von Anlegerverhalten, wofür der Fall *GameStop* beispielhaft steht. Die Investitionstätigkeit von Kleinanlegern erfolgt häufig über Neo-Broker wie *Robin Hood*. Diese verwenden nicht selten *digital engagement practices*, also Praktiken, die durch positives digitales Feedback, vom virtuellen Konfetti auf dem Smartphone-Bildschirm über Push-Nachrichten bis hin zu *league tables*, Anreize zu weiteren Handelsaktivitäten setzen. Die Abweichung von dem auf optimale Informationsauswertung gerichteten Leitbild der MAR liegt auf der Hand, es wundert deshalb nicht, dass sich die US-amerikanische und die europäische Finanzaufsicht bereits hiermit auseinandergesetzt haben.[39]

#### *bb) Kommunikation unter Anlegern*

Charakteristisch für *GameStop* ist weiter die Abweichung des Kommunikationsverhaltens vom kapitalmarktrechtlichen Standardformat. Angesichts des regen Austausches, der breiten und nahezu durchweg begeisterten Erörterung auf *Reddit*, durfte ein unbedarfter Nutzer davon ausgehen, dass eine beachtliche Gruppe in diese Papiere investiert hatte und noch weitere Investitionen plante. Für wenig informierte oder mit Kapitalmarktusancen unvertraute Nutzer dieser Plattform schien festzustehen, dass die Anlage in *GameStop* gewissermaßen das Gebot der Stunde sei. Professionelle Investoren konnten bei aufmerksamer Beobachtung sozialer Medien darauf schließen, dass entsprechende Kursbewegungen jedenfalls wahrscheinlich seien.

---

[37] S. oben II.2.a)bb).
[38] S. oben I.
[39] Hierzu *Langenbucher/Stolper/Beilner/Radetzky/Scheld/Seborz/Tilk*, ZBB 2023, 95.

### c) Normative Implikationen

Die Entstehung einer derartigen Anlagestimmung verträgt sich auf den ersten Blick nicht recht mit der Philosophie des kapitalmarktrechtlichen Informationsregimes.

#### aa) MAR und information overload

Art. 7 MAR bemüht sich um eine möglichst präzise Definition dessen, was Art. 17 Abs. 1 MAR dem Emittenten zur Veröffentlichung aufgibt (wenn auch weiter oben die Herausforderungen, die etwa die Behandlung gestreckter Geschehensabläufe aufwirft, deutlich geworden sind).[40] Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 2 MAR, der die Veröffentlichung von Insiderinformationen im Verbund mit der Vermarktung der eigenen Tätigkeit untersagt, belegt das besonders deutlich. Dem Gesetzgeber der MAR ist nicht nur daran gelegen, kursrelevante Informationen zügig in den Markt zu bringen. Zugleich wehrt er sich explizit gegen die zeitgleiche Übersättigung des Marktes soweit es um rein werbende Informationen geht. Der Emittent soll jedenfalls nicht bei Gelegenheit der Ad-hoc-Veröffentlichung „Stimmung machen" dürfen. Entsprechendes gilt für das Informationsregime der ProspektVO und der MiFID II. Auch hier ist dem Gesetzgeber daran gelegen, relevante von nicht relevanten Informationen zu trennen. Neben MAR und MiFID II spricht wie berichtet auch die MiCAR nicht relevante, rein werbende Informationen an.[41] Im Vergleich zu MAR und MiFID II enthält die MiCAR sogar ein besonders detailliertes Anforderungsprofil für Werbeinformationen.

#### bb) Information overload als Informationsgewinnungsquelle

Bei näherem Hinsehen lässt sich dem auf die präzise Fassung kursrelevanter Information gerichteten Regime der MAR eine zusätzliche gesetzgeberische Andeutung entnehmen. Weiter oben wurde bereits erläutert, dass die Beurteilung der Kursrelevanz einer Information notwendig vor dem Hintergrund einer bestimmten Modellvorstellung des Anlegers erfolgt.[42] Nur wenn man den Investor als rational handelnd und fähig, bedeutsame von irrelevanten Informationen zu sondern, modelliert, überzeugt ein breites Verständnis der Kursrelevanz von Informationen, denn es verspricht akkurate Preisfindung unter Auswertung sämtlicher Informationen. Je zurückhaltender man hingegen die empirische Wahrscheinlichkeit optimalen Anlegerverhaltens einschätzt, desto eher wird man die Gefahr einer Überversorgung mit Informationen fürchten,

[40] S. oben II.2.a).
[41] S. oben II.3.b).
[42] S. oben II.2.a)bb).

die Transaktionskosten und Volatilität produzieren sowie Anlegervertrauen beeinträchtigen kann.

Art. 7 MAR strebt mit den Merkmalen „präzise Information", „Emittenten- bzw. Finanzinstrumentenbezug", „erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial", „vernünftige Erwartung eines künftig eintretenden Ereignisses" sowie „spezifische Information" eine mittlere Linie an.[43]

Stellt sich *GameStop* aus der Perspektive des nicht-professionellen Anlegers als Situation potenziell verwirrender Überversorgung mit Informationen dar, ist das für den professionellen Investor möglicherweise genau umgekehrt. Jedenfalls anekdotisch wird berichtet, dass institutionelle Investoren und Hedgefonds schon während, insbesondere aber post-*GameStop* sich mit einiger Sorgfalt der Überwachung sozialer Medien widme(te)n.[44] Dabei geht es um die Risikoabsicherung eigener Handelsstrategien, wenn, wie in *GameStop*, ein Sturm entrüsteter *Social Media*-Nutzer eine möglicherweise fundamental vernünftige (Des-)Investition zu durchkreuzen droht. Auch spekulative Händler mögen die Überversorgung mit Informationen nicht fürchten, sondern schätzen. Ihnen könnte sich die Chance bieten, das (ggf. kurzfristige und volatile) Investitionsverhalten insbesondere weniger informierter Anleger vorherzusagen und auf diese Weise das informationsgetriebene Auf und Ab der Kurse zum eigenen Vorteil zu nutzen.[45]

Hinzu kommt die Verbreitung potenziell fundamentalrelevanter Informationen über soziale Medien.[46] Dabei kann es sich um die Offenlegung echter Insiderinformationen über soziale Medien, aber beispielsweise auch um Alltagskonversationen handeln. Diese mögen von kenntnisreichen *Social Media*-Nutzern gezielt ausgewertet werden oder auch einer KI als Grundlage zur Mustererkennung dienen. Nimmt man nämlich die Möglichkeiten algorithmenbasierter Investitionsstrategien hinzu, darf davon ausgegangen werden, dass die Analyse großer Datenmengen die Vorhersage einzelner kursrelevanter Entwicklungen ermöglichen, mindestens erleichtern wird. In der klassischen Entscheidung des EuGH zu gestreckten Geschehensabläufen stand für Marktteilnehmer bekanntlich die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit im Vordergrund, dass der Vorstand des Emittenten zurücktreten werde.[47] Es lässt sich leicht vorstellen, dass eine menschliche, erst recht aber eine KI-gestützte Auswertung öffent-

---

[43] Dabei liegt auf der Hand, dass nur der Emittent Adressat des Art. 17 MAR ist. Die folgende Überlegung dient deshalb der Verdeutlichung des normativen Konzepts der MAR, nicht etwa der Unterstellung, das Verbot des Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 2 MAR sei für andere Personen als den Emittenten unmittelbar oder analog anwendbar.

[44] S. z. B. *Chow*, Dumb Money and the Complicated Legacy of GameStop, 15. September 2023, abrufbar unter https://time.com/6312307/GameStop-meme-stocks-dumb-money/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[45] *Bollen/Mao/Zeng* (Fn. 2), 1; *He/Guo/Shen/Akula* (Fn. 2), 74.

[46] S. dazu die Untersuchung von *Hinz/Jansen* in diesem Band.

[47] EuGH, Urt. v. 28.06.2012 – C-19/11 – BKR 2012, 338.

licher Chatverläufe oder Suchwörter von Mitarbeitern des Emittenten und mit dem Vorstandsmitglied in Verbindung stehender Personen wertvolle Hinweise liefern wird.

### *cc) Neuauflage des Streits um die Definition des Anlegerleitbilds*

Die hergebrachte Diskussion um das einschlägige Investorenleitbild der MAR, der ProspektVO, möglicherweise auch der MiCAR dürfte sich vor diesem Hintergrund mit Blick auf soziale Medien wiederholen. Jedenfalls wenn man das Informationsregime der MAR unter der Annahme optimal handelnder Akteure zugrunde legt, steht keineswegs fest, dass die Information über soziale Medien dem Grundanliegen der MAR, möglichst vollständige Informationsauswertung zu erreichen, widerspricht. Genau umgekehrt gilt: Soziale Medien können Hinweise liefern, die nicht nur kurzfristig-spekulative Handelsstrategien ermöglichen, sondern auch fundamental bedeutsame Informationen zutage fördern mögen, noch bevor diese unter der MAR veröffentlichungspflichtig werden. Blickt man hingegen auf den Anleger, dessen Investitionsverhalten von Entscheidungsheuristiken beeinflusst ist, werfen soziale Medien die Gefahr auf, unklare, widersprüchliche oder Herdenverhalten begünstigende Signale zu senden. Nimmt man das auf diese Weise gesteigerte Volatilitätsrisiko am Markt mit den Gefahren für effizienten Anlegerschutz zusammen, tut sich ein Missverhältnis zwischen dem Anliegen der MAR und der Informationsflut in sozialen Medien auf. Insbesondere die MiCAR als das modernste Gesetzgebungswerk hat dieses Problem gesehen und eigenständige Anforderungen für Marketing auf sozialen Medien formuliert.

## *2. Informationskanal, Social Media und „taking Tesla private"*

Ob der Siegeszug sozialer Medien zu einer Anpassung der Art und Weise der Veröffentlichung kursrelevanter Information führen sollte, wurde schon vor dem *Tweet* von *Elon Musk*, er plane Tesla von der Börse zu nehmen und verfüge über das erforderliche Kapital, erörtert. Dem standardisierten Veröffentlichungsformat des deutschen und europäischen Handels- und Kapitalmarkt-, übrigens auch des Aktienrechts,[48] entspricht die Bekanntgabe von Informationen über *Social Media* nicht. Gleichwohl bedienen sich Emittenten zunehmend digitaler Kanäle, um mit ihren Aktionären, insbesondere mit Kleinanlegern, in Kontakt zu kommen. Was als digitales „Schaufenster" begann, hat sich zu einem kontinuierlichen, wechselseitigen Kommunikationsstrom mit immer neuen Dialogangeboten entwickelt.[49] Das rasante Voranschreiten von *large*

[48] Hierzu *Langenbucher* (Fn. 26), 414.

[49] *Langenbucher* (Fn. 26), 419 f., 445; *Bukovina*, 11 Journal of Behavioral and Experimental Finance (2016) 18, 20.

*language models* dürfte das noch fördern. Auch Vorstandsmitglieder verbreiten mitunter über *X* (vormals *Twitter*) Informationen, die ihre *Follower* weiterleiten. Auf diese Weise entsteht ein weiterer Kommunikationskanal, der potenziell kursrelevante Informationen zu verbreiten geeignet ist.[50]

### *a) Kapitalmarktpublizität durch Social Media?*

Die europäische und die deutsche Finanzmarktaufsicht, im Wesentlichen unter dem Beifall der Literatur, stehen der Einordnung von *Social Media* als für die Herstellung von Kapitalmarktpublizität hinreichendes (oder auch nur geeignetes) Medium ablehnend gegenüber.[51] Die Praxis der US-amerikanischen Aufsicht sieht das anders, allerdings vor einem abweichenden regulatorischen Umfeld. Die dortige *Regulation FD* stellt nicht, wie Art. 17 MAR, eine Veröffentlichungspflicht für sämtliche kursrelevanten Informationen auf. Stattdessen verbietet die *Regulation FD* die selektive Veröffentlichung zugunsten einzelner Kapitalmarktteilnehmer. Um eine solche handelt es sich nach Ansicht der Behörde nicht, wenn Nachrichten über soziale Medien verbreitet werden und das Unternehmen den Markt darüber im Vorfeld aufgeklärt hat. Der europäischen Ad-hoc-Pflicht eher vergleichbar ist die – ebenfalls hochgradig standardisierte – Pflicht, den Kapitalmarkt über bestimmte Ereignisse durch Publikation einer *Form 8-K* aufzuklären. Jedenfalls bislang lässt sich das hierfür erforderliche *filing* allerdings nicht durch einen *Social Media Post* ersetzen. Relevant wird dieser nur, wenn das Unternehmen die knapp gefasste Meldung in der *Form 8-K* näher erläutern möchte. Das traditionelle Mittel hierfür ist die Pressemeldung, jedoch kann, so die US-Aufsicht, ebensogut auf soziale Medien zurückgegriffen werden.

### *b) Herstellung öffentlicher Bekanntheit durch Social Media?*

Aus dem zuletzt genannten Beispiel ergibt sich eine umgekehrte Fragestellung.[52] Übersieht der Emittent, dass es sich in der Sache um eine ad-hoc-pflichtige Meldung handelt und verbreitet er diese über die sozialen Medien, liegt bei vorsätzlichem oder leichtfertigem Handeln eine Ordnungswidrigkeit vor, § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG. Zweifelhaft ist aber, ob im Anschluss die Ad-hoc-Meldung noch nachgeholt werden muss. Immerhin, so lässt sich vorbringen, ist die Tatsache nun „öffentlich" und damit keine Insiderinformation gemäß der

---

[50] Eingehend *Kuntz* (Fn. 1), 213 ff.

[51] Zum Folgenden: *Langenbucher* (Fn. 26), 446 ff.; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Grütze* (Fn. 9), Art. 17 MAR Rn. 141; Ellenberger/Bunte/*Hopt/Kumpan*, BankR-Hdb, 6. Aufl. 2022, § 86 Rn. 150*; Buck-Heeb* (Fn. 15), § 6 Rn. 494; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043. Zur Veröffentlichung in sozialen Medien s. *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737, 740 ff., *Klöhn* (Fn. 8), Art. 17 MAR Rn. 138; zu § 5 WpAIV s. außerdem *Klöhn/Bartmann* AG 2014, 737, 742 f.; a. A. *Kuntz* (Fn. 1), 222 ff.; 239 ff.

[52] Hierzu *Langenbucher* (Fn. 26), 448; *Buck-Heeb*, AG 2021, 42, 46 ff.

Art. 7, 17 MAR mehr.[53] So liegt es jedenfalls, wenn die Meldung über ein Medium verbreitet wurde, dem ad-hoc-gleiche Öffentlichkeitswirkung zukommt. Ob diese Wirkung dann über *Social Media* oder über andere Kanäle hergestellt wurde, ist unerheblich. Entsprechendes gilt, wenn ein Vorstandsmitglied über *Social Media* seine Impressionen aus einer Vorstandssitzung oder einem Treffen mit wichtigen Investoren teilt. An einem Verstoß gegen Art. 14 lit. c) MAR kann es fehlen, wenn dieser *Post* bereits öffentliche Bekanntheit herstellt. Unberührt bleibt freilich die Strafbarkeit des schwatzhaften Vorstandsmitglieds gemäß § 404 Abs. 1 Nr. 1 AktG.[54]

### *3. Informationsgeber, Social Media und Finfluencer*

Soziale Medien wirken sich nicht zuletzt darauf aus, wer Investoren mit Informationen versorgt. Weiter oben wurde bereits berichtet, dass eine erhebliche Anzahl jüngerer Anleger intensiv auf *Social Media* zurückgreift.[55] Die dort aufzufindenden Informationen hat nur in seltenen Fällen der Emittent verbreitet. Gesetzliche Normen zielen zwar immerhin insofern auf digitale Medien, als die Vorhaltung von Informationen auf der Website des Unternehmens verlangt wird.[56] Im Regelfall geht die von Anlegern auf sozialen Medien nachgefragte Information aber von anderen Informationsgebern aus. Dazu zählen speziell auf Finanzberatung ausgerichtete Unternehmen. Hinzu kommen Personen, die – wie *Keith Gill* in der Causa *GameStop* – Anlagetipps als ihre persönliche Empfehlung verbreiten. Zu den Informationsgebern gehören zusätzlich Personen, die eine gewisse Prominenz aus Gründen erfahren haben, die nichts mit deren Finanzkompetenz zu tun haben, nun aber für Finanzprodukte ebenso Werbung machen wie für Kosmetika oder Kleider.[57]

#### *a) Finfluencer und Informationsregime der MAR*

Mit dem Informationsregime der MAR passt das nicht recht zusammen. Handelt es sich um kursrelevante Insiderinformationen sind diese vom Emittenten als Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen. Die Veröffentlichung durch andere Insider wird im Umfang der Art. 10, 14 MAR untersagt. Das betrifft auch Organmitglieder des Emittenten, wie beispielsweise das aus der Vorstandssitzung heraus einen *Post* absetzende Vorstandsmitglied. Ein Graubereich entsteht dabei

---

[53] Dazu Habersack/Mülbert/Schlitt/*Brellochs,* Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020, § 1 Rn. 197; *Klöhn/Bartmann* (Fn. 51), 744 ff.; Meyer/Veil/Rönnau/*Meyer* (Fn. 8), § 8 Rn. 47; Schwark/Zimmer/*Kumpan/Misterek* (Fn. 9), Art. 7 Rn. 101; *Kuntz* (Fn. 1), 215 ff.

[54] *Langenbucher* (Fn. 26), 449.

[55] S. oben I.

[56] S. oben III.

[57] *Langenbucher* (Fn. 26), 420 zu *celebrity endorsements*, 432 ff., 441 ff. zur Auslegung des Art. 20 MAR.

insofern, als Art. 14 lit. c) MAR grundsätzlich nur die Veröffentlichung einer Insiderinformation gegenüber „einer" anderen Person untersagt. Überwiegend wird zwar die Weitergabe einer Insiderinformation an mehrere Personen ebenfalls unter diese Norm subsumiert. Legt der Insider allerdings – etwa durch Bekanntgabe auf einem der breiten Öffentlichkeit ohne Weiteres zugänglichen sozialen Medium – dem breiten Anlegerpublikum die Information offen, liegt kein Verstoß gegen Art. 14 lit. c) MAR vor.[58]

Art. 20 MAR, sowie ergänzend die MiFID II, regeln Informationsintermediäre, indem sie bestimmte Anforderungen sowohl an deren Qualifikation als auch an die Transparenz der Informationserteilung, etwa mit Blick auf drohende Interessenkonflikte, stellen.[59]

Am deutlichsten hat sich, wie weiter oben berichtet,[60] die MiCAR mit dem über soziale Medien erfolgenden Marketing auseinandergesetzt. So findet sich beispielsweise in Art. 59 Abs. 5 MiCAR ein Verbot für Personen, die nicht Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen sind, Namen oder Firmennamen zu verwenden. Dasselbe gilt mit Blick auf die Veröffentlichung von Marketingmitteilungen, die suggerieren, dass ein Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen handelt. Dass die MiCAR hier auch nicht-professionelle, von Heuristiken betroffene und suboptimal handelnde Anleger jedenfalls in den Blick nimmt, deutet ein Nachsatz an. Die von dem genannten Personenkreis verlangte Transparenz schließt nämlich ein, dass nichts verbreitet werden darf, was geeignet ist, „in dieser Hinsicht Verwirrung" zu stiften. Geht man vom Modellbild des rational und optimal handelnden Anlegers aus, wäre ein solcher Nachsatz im Grunde überflüssig. Dieser wäre nämlich stets in der Lage, relevante von irrelevanter Information zu sondern. Die Gefahr, dass „Verwirrung" entsteht, würde allenfalls bestehen, wenn marktmanipulatives Handeln in Rede steht.

### *b) Verbreitung objektiver Information*

Für die unterschiedlichen Arten von *Finfluencern* existiert zunächst einmal kein explizites Informationsregime, sieht man von Art. 59 Abs. 5 MiCAR ab. Die doppelte Herausforderung für MAR und MiFID II besteht somit in der Gewähr einer adäquaten Qualitätskontrolle mit Blick auf die am Markt veröffentlichten Informationen und eines angemessenen Anlegerschutzes. Beide

---

[58] *Langenbucher* (Fn. 26), 448 f.

[59] Siehe *Langenbucher/Stolper/Beilner/Radetzky/Scheld/Seborz/Tilk* (Fn. 39), 95, 105 zur Frage, inwieweit auch *digital engagement practices* als Anlageberatung unter die MiFID II zu subsumieren sind; weiter *Fisch*, GameStop and the Reemergence of the Retail Investor, Working Paper Nr. 637/2022, European Corporate Governance Institute (ECGI), April 2022, S. 37 ff., abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4049896 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[60] S. oben II.3.

Ziele, die Verwirklichung von Anlegerschutz und die Art und Weise der Umsetzung des Informationsregimes, hat der Beitrag von *Möslein/Jetzen* im Auge.[61] Der detaillierten Untersuchung des Art. 20 MAR entnehmen die Autoren, dass jedenfalls bestimmte *Finfluencer* Informationen objektiv darzustellen verpflichtet sind und Interessenkonflikte offenlegen müssen.

### *c) Verbot marktmanipulativer Praktiken*

Die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen kann weiter eine Marktmanipulation darstellen.[62] Erwägungsgrund 48 der MAR belegt, dass es für die Einordnung als Marktmanipulation nicht etwa darauf ankommt, ob traditionelle Informationsformate genutzt wurden.[63] Das Informationsregime der MAR greift für jeden Eingriff in die Marktdynamik, auch soweit dieser über „Websites, Blogs und soziale Medien" erfolgt. Das gilt gleichsam „erst recht", wenn die weite Verbreitung von *Social Media Posts* mitunter ebenso viel Sprengkraft enthält wie eine klassische Ad-hoc-Meldung.[64] An Grenzen stößt die MAR nur, soweit es sich beim *finfluencing* um eine geschützte journalistische Tätigkeit nach Art. 21 MAR handelt.[65]

Das Raster falscher oder irreführender Information ist freilich einigermaßen grobschlächtig. Nur bedingt lassen sich auf diese Weise beispielsweise „Schwarmphänomene" einfangen, bei denen auf der Basis von Gerüchten, Stellungnahmen oder Marktstimmungen stark volatile Preise entstehen. Dem kann ein Einzelner oder eine Gruppe von Informationsgebern zugrunde liegen, die *Social Media* nutzen, um zum eigenen Vorteil etwa *pump and dump schemes*, *scalping* oder *touting* Praktiken zu verwenden.[66] Alternativ mag sich gleichsam „unschuldig" und als lawinenartige Reaktion auf einzelne *Posts*, ein suboptimaler Markttrend entwickeln, der von unzähligen einzelnen Nutzern angefacht und weitergetrieben wird.[67]

---

[61] *Möslein/Jetzen*, in diesem Band.

[62] *Langenbucher* (Fn. 26), 442 f.; *Sajnovits*, in: Köhler/Korch, Schwärme im Recht, 2022, 197, 204 f. zu einer ähnlichen Diskussion mit Blick auf Schwarmphänomene bei *GameStop*.

[63] *Möslein/Jetzen*, mwN in diesem Band.

[64] Beispielhaft *Langenbucher* (Fn. 26), 440.

[65] *Möslein/Jetzen*, mwN in diesem Band.

[66] *U. S. Securities and Exchange Commission (SEC)*, Social Media and Investment Fraud – Investor Alert, 29. August 2022, abrufbar unter https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/social-media-and-investment-fraud-investor-alert (zuletzt abgerufen: 06.08.2024); *SEC*, SEC Charges Eight Social Media Influencers in $100 Million Stock Manipulation Scheme Promoted on Discord and Twitter, 14. Dezember 2022, abrufbar unter https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[67] *Langenbucher* (Fn. 26), 440 ff.

### *d) Weitere Betrugsfälle*

Die Informationsverbreitung über soziale Medien führt mitunter auch zu Investitionen aus völlig sachfremden Erwägungen. Schon wenn der *Finfluencer* in der Form des *celebrity endorsement* daherkommt, mag bisweilen der Wunsch, es dem bewunderten Idol gleichzutun, prominenter sein als die Annahme, eine vernünftige Investition zu tätigen. Erst recht gilt das für Betrugsfälle, die auf einer ausschließlich virtuell hergestellten Nähebeziehung beruhen (*romance scam*). In diesen Fällen baut der Betrüger eine Verbindung zum Opfer auf, etwa über eine Dating-App, und veranlasst das Opfer zu angeblich lukrativen Investitionen über bestimmte – betrügerische – Websites. Später gelingt es dem Opfer nicht mehr, seine eingesetzten Beträge zurückzuerhalten.[68] Nach ähnlichen Mustern gehen Betrüger vor, deren Opfer eine homogene Gruppenzugehörigkeit aufweisen, etwa eine gemeinsame ethnische Herkunft, Religion oder Alter (*community-based investment fraud*).[69]

Mit dem hier behandelten Thema haben diese Fälle nur am Rande zu tun. Sie zeigen die Gefahren von *Social Media* für Kleinanleger. Normativ geht es dabei aber nur um die Erleichterung eines klassischen Betrugs durch soziale Medien, nicht um eine Infragestellung des gesamten Informationsregimes.

### *e) Informationswert von finfluencing*

Auf der Basis des Vorstehenden wiederholt sich erneut die Frage nach dem kapitalmarktrechtlichen Anlegerleitbild. Stellt man auf den optimal handelnden, rationalen Investor ab, schadet die Verbreitung von Informationen über *Finfluencer* nicht, solange es sich nicht um marktmanipulatives Verhalten handelt. Je professioneller die Informationsauswertung durch derartige Investoren, unter Einschluss künstlicher Intelligenz, erfolgt, desto eher können Anleger Kurstendenzen antizipieren und damit die adäquate Preisbildung beschleunigen. Je eher das Investorenverhalten hingegen durch Heuristiken beeinflusst wird, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass *Finfluencer* Kursbewegungen verursachen, die wenig mit dem Fundamentalwert des Emittenten zu tun haben.

## VI. Fazit und Ausblick

Die vorliegenden Überlegungen haben gezeigt, dass die standardisierte Informationsverbreitung über *Social Media* sich in dreierlei Hinsicht von dem Informationsregime der MAR, der ProspektVO, der MiCAR, nachgelagert auch der MiFID II, unterscheidet. Das betrifft *erstens* den Informationsgegenstand,

---

[68] S. *SEC* (Fn. 66).
[69] *SEC* (Fn. 66).

*zweitens* das Informationsformat und *drittens* den Informationsgeber. Die MAR definiert in Art. 7, wann eine kursrelevante Insiderinformation vorliegt. Nach Art. 17 Abs. 1 MAR ist diese vom Emittenten zwingend zu veröffentlichen, eine Verbindung der Ad-hoc-Meldung mit werbeartiger Anpreisung des Emittenten verbietet sich. Für diese Veröffentlichung ist ein Standardformat vorgegeben. Zuständig hierfür ist der Emittent, nachgelagert nimmt die MiFID II Informationsintermediäre in den Blick. Entsprechendes gilt für die ProspektVO und die MiCAR.

Vor diesem Hintergrund entsteht gleichsam ein Idealbild der Versorgung des Kapitalmarktes mit Informationen: Die MAR, die ProspektVO und die MiCAR selektieren kursrelevante Informationen, zwingen zur Veröffentlichung auf standardisiertem Weg und durch feststehende Informationsgeber. Von diesem Idealbild unterscheidet sich die Informationsversorgung über *Social Media*. Gegenstand der Informationen können kursrelevante ebenso wie nicht kursrelevante Nachrichten sein, als Format der Information kommt der gesamte Bereich sozialer Medien in Betracht und Informationsgeber kann jeder Nutzer von *Social Media* sein.

Welche Folgerungen aus der dargestellten Inkongruenz von *Social Media*-Information und kapitalmarktrechtlichem Idealbild zu ziehen sind, steht damit allerdings noch nicht fest. Zum einen ließ sich zeigen, dass weder die MAR noch die ProspektVO oder die MiCAR ein Kommunikationsverbot mit Blick auf nicht kursrelevante Informationen enthalten. Grenzen ziehen die genannten Verordnungen nur dort, wo kurserhebliche Informationen verdeckt werden oder ein Marktmanipulationstatbestand verwirklicht ist.[70] Teilweise regeln sie außerdem die Veröffentlichung von Werbung und Marketingmitteilungen.

Zum anderen konnte nicht festgestellt werden, dass die Verbreitung nicht kursrelevanter Informationen dem *Telos* dieser Regelwerke notwendig widerspricht. Für rational-optimal handelnde Anleger bieten soziale Medien eine Quelle potenziell interessanter Information. Noch am wenigsten im Einklang mit den auf effiziente Preisfindung zielenden Vorschriften wird man solche Investoren beurteilen, die kurzfristige Kursschwankungen ausnutzen, welche sie antizipieren, sobald in *Social Media* Hinweise auf Herdenverhalten zutage treten. Anders verhält es sich mit Blick auf langfristig/fundamentalwertorientierte Investoren. Auch diesen können soziale Medien wichtige Anhaltspunkte liefern. Das mag verdeckte Insiderinformationen betreffen, aber auch eher allgemeine Einschätzungen zur Geschäftsstrategie einzelner Emittenten oder deren Wahrnehmung am Markt. Dabei ist zu unterstellen, dass diese Investoren erfolgreich relevante von irrelevanten, verzerrten und in diesem Sinne „schädlichen" Informationen zu trennen vermögen. Problematisch erscheint die Verbreitung von Finanzmarktinformationen über *Social Media* vor allem dann, wenn subopti-

[70] S. oben V.

mal und unter Entscheidungsheuristiken handelnde Anleger investieren. Bei ihnen steht nicht fest, dass nicht fundamentalwertrelevante bzw. nicht kursrelevante Informationen erfolgreich ausgesondert werden. Investitionen in Reaktion auf *Social Media Posts* tragen deshalb manchmal, aber nicht stets zur besseren Preisbildung bei. Am Markt entsteht die Gefahr volatiler Preise oder Blasen, der Anlegerschutz ist in manchen Fällen kompromittiert.

Folgt man dieser Einschätzung, ergibt sich eine naheliegende Schlussfolgerung. *Social Media* stören das kapitalmarktrechtliche Informationsregime vor allem dann, wenn sie zu suboptimalem Anlegerverhalten führen. Dem kann zunächst einmal der Aufbau von Finanzwissen und Hinweise zum Umgang mit sozialen Medien entgegenwirken. Reaktionsfähig ist in dieser Situation zweifellos die Aufsicht. Die US-amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) hat schon vor zehn Jahren begonnen, ausdrückliche *investor alerts* herauszugeben, etwa um Kleinanleger vor typischen Betrugsszenarien zu warnen, zur Meldung an die Behörde zu animieren und Unterstützung anzubieten.[71] Einige Jahre später warnte die Behörde davor, Investmententscheidungen ausschließlich auf der Basis von Informationen zu treffen, die auf *Social Media* Plattformen verbreitet wurden. *Finfluencer* und *celebrity endorsements* spricht die Behörde ausdrücklich an.[72] Ähnliche Warnungen verbreiten auch die ESMA[73] und die BaFin[74].

Auf der Hand liegt allerdings, dass Kleinanleger, die Informationen mit Blick auf geeignete Kapitalanlagen vornehmlich aus sozialen Medien beziehen, sich eher selten auf der Website der Aufsicht umsehen werden. Immerhin sind SEC und BaFin darüber hinaus selbst auf *Social Media* Kanälen aktiv und informieren dort über aktuelle Themen.[75] Es dürfte sich lohnen, diese Aktivitäten weiter auszubauen. Die BaFin hat im Jahr 2022 die recht überschaubare

---

[71] *SEC*, Updated Investor Alert: Social Media and Investing – Avoiding Fraud, 12. November 2014, abrufbar unter https://www.sec.gov/resources-investors/investor-alerts-bulletins/social-media-investing-avoiding-fraud (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[72] *SEC* (Fn. 66).

[73] *ESMA*, Statement on Social Media driven share trading, 17. Februar 2021, ESMA70–155–11809, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11809_episodes_of_very_high_volatility_in_trading_of_certain_stocks_0.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2021); *ESMA*, Warning for investment recommendation on Social Media, 6. Februar 2024, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024); *ESMA*, Requirements when posting investments recommendations on Social Media, 6. Februar 2024, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/requirements-when-posting-investments-recommendations-social-media (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[74] *BaFin*, Anlagetipps in sozialen Medien: Vorsicht ist oberstes Gebot, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/soziale_medien.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[75] *BaFin*, Social-Media-Netiquette der BaFin, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/Kontakt/Social_Media/SocialMedia_node.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024);

Zahl von knapp 15.000 Followern auf LinkedIn, 2.700 auf *X* (vormals *Twitter*) gewonnen.[76] Vergleicht man das mit den 1,4 Mio. Followern etwa von *Bodo Schäfer* (Moneycoach)[77] oder den 1,3 Mio. Followern von *Luca Rolle* (Finanzhacker)[78] wird der hohe Nachholbedarf deutlich. Dabei geht es zum einen um die Steigerung der Reichweite, zum anderen um die konkrete Reaktionsfähigkeit der Behörden. Beobachtet die Aufsicht beispielsweise die Verbreitung unklarer, widersprüchlicher oder irreführender *Social Media Posts*,[79] empfiehlt sich eine anlassbezogene Reaktion. Man wird die Aufsicht zwar nicht dazu ermuntern wollen, selbst *Finfluencer* zum Zwecke der besseren Finanzbildung der Bevölkerung zu beauftragen. Denkbar wäre aber durchaus das Angebot eines eigenen Formats, in welchem die Behörde etwa Interviews mit derartigen *Finfluencern* anbietet, um auf diese Weise deren Bekanntheit für die eigenen Zwecke zu nutzen.

*De lege ferenda* ist auf das im Entstehen begriffene *Retail Investment Package* der EU zu verweisen.[80] Soweit hier auch die MiFID II überarbeitet wird, enthält das Paket in der derzeit vorliegenden Form Art. 24c MiFID II-E, der sich mit Marketingmitteilungen befasst.[81] Ähnlich wie bereits die MiCAR verlangt diese Norm die klare Identifikation von Marketingmitteilungen und die Benennung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, welches für deren Inhalt und Verteilung verantwortlich ist. Weiter muss nach Art. 24c darauf geachtet werden, dass Marketingmitteilungen so konzipiert werden, dass sie fair, klar, nicht missverständlich, ausgewogen was Gewinnerwartungen und Risiken betrifft sowie angemessen mit Blick auf Inhalt und Verteilungskanäle informieren. Dem Grundgedanken der MiFID II-Kurzzusammenfassung folgend

---

*SEC*, Social Media, abrufbar unter https://www.sec.gov/opa/socialmedia (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[76] *BaFin*, Jahresbericht 2022, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Publikationen Daten/Jahresbericht/jahresbericht_node.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[77] BS Akademie, abrufbar unter https://shop.bodoschaefer-akademie.de (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[78] *Rolle*, Aktienkauf Podcast, 14. Mai 2023, abrufbar unter https://de.everand.com/podcast/645188860/Luca-Rolle-Finanzhacker-Uber-sein-Treffen-mit-Christian-Linder-wie-viel-man-als-Finfluencer-verdient-warum-er-nicht-in-Einzelaktien-investiert-u (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[79] Beispielhaft: *Europäische Kommission*, Investigation of the Commission and consumer authorities finds that online influencers rarely disclose commercial content, 14. Februar 2024, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_708 (zuletzt abgerufen: 06.05.2024).

[80] *Europäische Kommission*, Q&A on the Retail Investment Package, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[81] Rat der Europäischen Union, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules, 7 June 2024, 10825/24 ADD 1, abrufbar unter: https://www.consilium.europa.eu/media/rv5dc4rc/st10825-ad01en24.pdf (zuletzt abgerufen am 06.08.2024).

müssen Marketingmitteilungen die wesentlichen Charakteristika in verknappter Form zusammenstellen. Art. 24c Abs. 4 MiFID II-E scheint in seiner derzeitigen Form auch einer Haftung für rechtswidrigen Inhalt von Marketingmitteilungen gegenüber offen. Jedenfalls wird die Aufsicht ausdrücklich beauftragt, gegebenenfalls einzuschreiten. Für den in diesem Beitrag verfolgten Fokus, die effiziente Preisbildung an Kapitalmärkten, ist dieser Hinweis auf den im Kommissionspaket verfolgten Anlegerschutz zwar nur abrundend zu verstehen. Ein wichtiges Anliegen lässt sich dem gleichwohl entnehmen. Der Verordnungsgeber reagiert zunehmend auf die Informationsverbreitung über soziale Medien. Auch die schwierige Differenzierung zwischen Werbung und kursrelevanter Information hat der Verordnungsgeber in den Blick genommen. Vor diesem Hintergrund bleibt der kapitalmarktrechtliche Gesetzgeber nachdrücklich aufgerufen, sich mit den Gewichtsverschiebungen auseinanderzusetzen, die *Social Media* bereits hervorgerufen haben und – berücksichtigt man die Verwendung von Verfahren künstlicher Intelligenz – voraussichtlich weiter vertiefen werden.

# Empirische Analysen im Bereich der digitalen Unternehmenskommunikation

## Ein zeitlicher Vergleich von Ad-hoc-Meldungen und der dazugehörigen Tweets

*Nora Jansen/Oliver Hinz/Jendrik Seip/Vahid Sidiri Javadi*

I. Einführung ..... 79
II. Theoretische Grundlagen ..... 81
III. Daten & Methode ..... 83
1. Ad-hoc-Meldungen von EQS-News ..... 83
2. Tweets von Twitter ..... 84
3. Methodisches Vorgehen ..... 84
IV. Ergebnisse ..... 85
1. Analyse der Twitter-Konten ..... 85
2. Analyse der den Ad-hoc-Meldungen zeitlich vorgelagerten Tweets ..... 85
a) 1. Fall – Kreditinstitut ..... 86
b) 2. Fall – Pharmazeutisches Unternehmen ..... 87
c) 3. Fall – Sportverein ..... 87
d) 4. Fall – Industrie-Unternehmen ..... 88
e) 5. Fall – Medienverlag ..... 88
f) 6. Fall – Software-Unternehmen ..... 89
g) 7. Fall – Pharmazeutisches Unternehmen ..... 90
V. Diskussion ..... 90
1. Gestreckte Geschehensabläufe ..... 91
2. Verspätete Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen ..... 91
3. Art und Sprache der Mitteilung/Ad-hoc-Meldung ..... 92
4. Vorveröffentlichung von nicht-kursrelevanten Informationen ..... 93
VI. Zusammenfassung ..... 94

## I. Einführung

Im Rahmen digitaler Unternehmenskommunikation werden börsenkursrelevante Information auch über soziale Medien verbreitet. Die Herausforderung hierbei ist es, zu vermeiden, dass aufgrund der vorzeitigen Kommunikation bör-

senkursrelevanter Informationen, Nutzenden von sozialen Medien ein Wettbewerbsvorteil gegenüber Nicht-Nutzenden entsteht. Um informationelle Ungleichgewichte zu vermeiden, greifen anlassbezogene Offenlegungspflichten, die als sogenannte Ad-hoc-Publizität europaweit in der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) geregelt sind. Die MAR hat damit zum Ziel, Insidergeschäfte und Marktmanipulationen zu verhindern. Dennoch entsteht immer wieder der Verdacht, dass Insiderinformationen durch Mitarbeitende von Unternehmen oder Dritte über soziale Medien in Umlauf gebracht wurden, bevor diese Informationen regelkonform veröffentlicht wurden.

Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich dieses Kapitel mit der Frage, inwiefern die Digitalisierung die Unternehmenskommunikation in Bezug auf Ad-hoc-Meldungen beeinflusst. Die Frage wird mithilfe einer empirischen Analyse beantwortet und betrachtet die folgenden engeren Forschungsfragen: Welche Typen von Nutzenden veröffentlichen Tweets in Bezug auf Ad-hoc-Meldungen? Gibt es Anhaltspunkte dafür, dass Insiderinformationen regelmäßig in sozialen Medien veröffentlicht werden, bevor eine entsprechende Ad-hoc-Meldung bekannt gegeben wurde? Welche Implikationen lassen sich aus den Befunden ableiten?

Um diese Fragen zu beantworten, wurden Daten aus zwei verschiedenen Quellen verwendet: zum einen wurden deutsche Ad-hoc-Meldungen von eqs-news.com zwischen dem 02.01.2013 und dem 21.04.2023 und zum anderen Daten von Twitter (jetzt: X) gesammelt, die aufgrund von Schlüsselwörtern den Ad-hoc-Meldungen zugeordnet werden konnten. Der Datensatz besteht aus 30.768 Ad-hoc-Meldungen, denen insgesamt 51.598 Tweets zugeordnet wurden. Die Zuordnung von Tweets zu Ad-hoc-Meldungen hat dabei auf Basis von Schlüsselwörtern (Unternehmensnamen und Personennamen) stattgefunden und wurde zeitlich auf ein Tweet-Veröffentlichungsdatum 30 Tage vor bzw. nach einer Ad-hoc-Meldung eingeschränkt.

Das methodische Vorgehen zur Auswertung dieser Daten bestand darin, zunächst die Zeitstempel der Ad-hoc-Meldungen und Tweets zu vergleichen, um herauszufinden, ob der Veröffentlichungszeitpunkt von Tweets vor dem von den zugeordneten Ad-hoc-Meldungen lag. War dies der Fall, folgte eine qualitative Analyse des Falls unter Verwendung von „Thematischer Analyse“ und „Open-Source Intelligence (OSINT)“-Praktiken. Darüber hinaus wurde analysiert, welche Typen von Nutzenden an der Veröffentlichung von Tweets in Bezug auf Ad-hoc-Meldungen beteiligt sind.

Die Ergebnisse zeigen, dass 9.123 Tweets zeitlich vor Ad-hoc-Meldungen veröffentlicht wurden. Allerdings befindet sich darunter eine Vielzahl an Tweets, die keinen inhaltlichen Zusammenhang zu den zugeordneten Ad-hoc-Meldungen haben oder sich zwar auf Ad-hoc-Meldungen beziehen, diesen allerdings nicht korrekt zugeordnet wurden. Beide Beobachtungen weisen darauf hin, dass aus Sicht der Informatik eine Verbesserung bei der Zuordnung von kurzen

Texten vorgenommen werden sollte. Zudem konnten einige Tweets identifiziert werden, die über anstehende Entscheidungen bzw. Prüfungen berichteten und Ad-hoc-Meldungen zugeordnet wurden, die das finale Ergebnis dieser Entscheidungen bzw. Prüfungen enthielten. Demnach waren diese Tweets den Ad-hoc-Meldungen korrekterweise zeitlich vorgelagert. Zu guter Letzt gibt es einzelne Tweets, die tatsächlich den Inhalt der Ad-hoc-Meldung vorweggegriffen haben. Diese Fälle wurden einer intensiveren Analyse unterzogen, aus welcher sich neun Handlungsempfehlungen für Unternehmen in den Bereichen „Gestreckte Geschehensabläufe", „Verspätete Veröffentlichungen von Ad-hoc-Meldungen", „Art und Sprache der Mitteilung/Ad-hoc-Meldung" sowie „Vorveröffentlichung nicht-kursrelevanter Informationen" ableiten lassen. Die Analyse der Nutzenden, die Tweets im Hinblick auf Ad-hoc-Meldungen veröffentlichten, ergab, dass es drei Typen von Nutzenden gibt: (1) professionelle Anbieter von Finanznachrichten, (2) Anbieter von Nachrichten-Zusammenfassungen und (3) private Personen.

## II. Theoretische Grundlagen

Unternehmenskommunikation versteht sich als „Aufgabe von Organisationen, mit Stakeholdern leistungsfähige Kommunikationsbeziehungen zu unterhalten und zu pflegen"[1] und bezieht sich auf die Bereiche Public Relations (PR), Interne Kommunikation, sowie Markt- und Personal-Kommunikation. Das vorliegende Kapitel fokussiert sich ausschließlich auf die Markt-Kommunikation. Die Digitalisierung hat die Unternehmenskommunikation auf vielen Ebenen verändert und Potenziale sowie Risiken mit sich gebracht[2] – so auch im Hinblick auf die Markt-Kommunikation. Anleger können zum einen einfacher über digitale Kommunikationskanäle erreicht und informiert werden. Zum anderen besteht die Gefahr, dass Insiderinformationen über digitale Kanäle in den Markt gelangen, bevor Unternehmen diese Informationen rechtzeitig und regelkonform veröffentlichen können. Die Kontrolle der Unternehmen über die Verbreitung von Informationen wird durch die Digitalisierung folglich erschwert.[3] Vor allem in sozialen Netzwerken hat sich die Kommunikation „von einer sozial selektiven, einseitigen, linearen und zentralen zu einer partizipativen, interaktiven, netzartigen und dezentralen Kommunikation"[4] gewan-

[1] *Mast*, Unternehmenskommunikation – Ein Leitfaden, 8. Aufl. 2020, 8.

[2] *Kühte/Rohde*, in: Lucas/Schuster (Hrsg.), Innovatives und digitales Marketing in der Praxis, 2023, 395.

[3] *Kirf/Eicke/Schömburg*, Unternehmenskommunikation im Zeitalter der digitalen Transformation. Wie Unternehmen interne und externe Stakeholder heute und in Zukunft erreichen, 2. Aufl. 2020.

[4] *Neuberger*, in: Schmidt/Taddicken (Hrsg.), Handbuch Soziale Medien, 1. Aufl. 2017, 102.

delt. Dort kann auch eine „inoffizielle" Kommunikation durch Mitarbeitende von Unternehmen stattfinden, indem sie auf ihren privaten Profilen unternehmensinterne Informationen veröffentlichen.[5] Auch sogenannte Finfluencer (Zusammensetzung aus „Finance" und „Influencer") agieren in sozialen Netzwerken als Finanzexperten und beraten ihre Anhänger in Bezug auf finanzielle Themen. In einzelnen Fällen kann dies sowohl von Mitarbeitenden als auch Finfluencern die Weitergabe von kursrelevanten Informationen beinhalten. Um solche Insidergeschäfte bzw. Marktmanipulation zu verhindern, gibt es in Deutschland die Ad-hoc-Publizität, die in der MAR geregelt ist.

Bisher haben sich Wissenschaftler in Bezug auf die digitale Unternehmenskommunikation mit der strategischen Unternehmenskommunikation durch die Digitalisierung allgemein beschäftigt bzw. sind auf deren Herausforderungen eingegangen.[6] *Wolter et al.*[7] fokussierten sich dabei auf die Kommunikation über soziale Medien und zogen dabei rechtliche Fragestellungen in Erwägung. Andere konkretisierten ihr Forschungsvorhaben in Bezug auf die Kommunikation über soziale Medien und befassten sich speziell mit der Finanzberichterstattung und damit der Ad-hoc-Publizität.[8] Der Veröffentlichung von börsenkursrelevanten Informationen über online soziale Netzwerke wurde in einzelnen Beiträgen detaillierter nachgegangen – bspw. im Hinblick auf Finfluencer[9] und deren Regulierung,[10] aber auch in Bezug auf die MAR und der potenziellen Bevorzugung von gewissen Anlegern gegenüber anderen.[11] *Szücs* weist in seinem Artikel entsprechend der geltenden Regelungen darauf hin, dass kursrelevante Informationen niemals zuerst über soziale Medien veröffentlicht werden dürfen, sondern dem Prozess der Ad-hoc-Publizität folgen müssen:

„Erst wenn die Veröffentlichung über die vorgesehenen Medien erfolgt ist, dürfen die Informationen auch in den Sozialen Medien zu finden sein. Dies heißt nicht, dass in

---

[5] *Wolter/Graewe/Adam,* BB 2023, 2890.

[6] *Kirf/Eicke/Schömburg* (Fn. 3)*; Pleil/Helferich*, in: Zerfaß/Piwinger/Röttger (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskommunikation, 2022, abrufbar unter: https://doi.org/10.1007/978–3-658-22933-7_49 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024); *Kühte/Rohde* (Fn. 2), 395.

[7] *Wolter/Graewe/Adam*, BB 2023, 2890.

[8] *Zwirner/Lindmayr*, in: Finanzberichterstattung in Zeiten von Social Media und Digitalisierung, 2019; *Hoffmann*, in: Schiereck/Zerfaß (Hrsg.), Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation, 2022, 333.

[9] *Guan*, 19 New York University Journal of Law and Business 489, 2023, abrufbar unter: https://ssrn.com/abstract=4400042 oder http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4400042 (beide zuletzt abgerufen: 06.08.2024); *Müllner/Barrantes/Kovarova-Simecek/Zülch*, KoR 2023, 245.

[10] *Pflücke*, Journal of European Consumer and Market Law 2022, 212, abrufbar unter: https://ssrn.com/abstract=4291905 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024); *Pflücke*, Rethinking the Regulation of Financial Influencers. Social Media Contracts – The Quest for Fairness and the Need for Reform, 2023, abrufbar unter: https://verfassungsblog.de/finfluencers/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[11] *Fleischer,* ZGR 2009, 505; *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737; *Szücs*, in: Stumpf (Hrsg.), Digitalisierung und Kommunikation – Europäische Kulturen in der Wirtschaftskommunikation, 2019, 283; *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333.F.

Sozialen Medien nicht auf eine bevorstehende Erstveröffentlichung kursrelevanter Informationen hingewiesen werden darf. Der Hinweis darf auch enthalten, wo die Veröffentlichung erfolgen wird."[12]

Da es nach bestem Wissen bisher keine empirische Studie für diesen Sachverhalt gibt, wird in diesem Kapitel analysiert, ob kursrelevante Informationen in Beiträgen in sozialen Netzwerken stets zuvor als Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurden.

## III. Daten & Methode

Die zur Beantwortung der Forschungsfragen verwendeten Daten stammten aus zwei verschiedenen Quellen: zwischen dem 02.01.2013 und dem 21.04.2023 wurden zum einen Ad-hoc-Meldungen von EQS-News[13] und zum anderen Daten von Twitter (jetzt: X)[14] gesammelt, die aufgrund von Schlüsselwörtern den Ad-hoc-Meldungen zugeordnet wurden. Der Zeitraum wurde so gewählt, dass etwas mehr als die letzten zehn Jahre der Aktivitäten im Hinblick auf die digitale Kommunikation von Unternehmen auf Twitter (jetzt: X) erfasst wurden und damit analysiert werden konnten. Im Allgemeinen hat sich Twitter (jetzt: X) im Bereich der Finanzmarktforschung als eines der relevanteren online sozialen Netzwerke erwiesen.[15]

### *1. Ad-hoc-Meldungen von EQS-News*

Die Daten von EQS-News wurden mithilfe eines Python-Crawlers heruntergeladen, wobei auf die Kategorie „AD-HOC" zugegriffen wurde, und in eine SQLite-Datenbank abgespeichert. Insgesamt wurden 30.768 Ad-hoc-Meldungen heruntergeladen. Zu jeder Ad-hoc-Meldung wurden folgende Daten gespeichert: *newsId*, *ISIN*, *title*, *content*, *htmlContent*, *dateTimestamp*, *originalTimeString*. Da die Struktur der Ad-hoc-Meldungen auf EQS-News nicht konsistent von 2013 bis 2023 war, gab es unterschiedliche Formate für die Datums- und Zeitangaben, sowie unterschiedliche Positionen der ISIN, welche für die eindeutige Identifizierung der Unternehmen wichtig ist. Die Zeitstempel wurden nachträglich auf ein gemeinsames Datumsformat angepasst. Die unterschiedlichen ISIN-Positionen konnten für 1.716 verschiedene Unternehmen durch das automatisierte Auslesen der EQS-News Webseite ermittelt werden. Zu 62 Ad-hoc-Meldungen, die insgesamt von elf Unternehmen stammten, hat

---

12 *Szücs* (Fn. 11), 283.
13 https://www.eqs-news.com/de/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).
14 https://x.com/.
15 *Nofer/Hinz*, BISE 2015, 229.

diese automatisierte Ermittlung nicht funktioniert, und wurde deshalb manuell durchgeführt.

### 2. *Tweets von Twitter*

Um die Ad-hoc-Meldungen zu Daten von Twitter (jetzt: X) zuzuordnen, mussten zunächst relevante Tweets gesammelt werden. Da Tweets nicht mehr kostenlos über das „Application Programming Interface (API)" gesammelt werden konnten,[16] wurde auf die Entwicklerversion von „snscrape"[17] zurückgegriffen, die das Sammeln von Daten von online sozialen Netzwerken und damit auch das Sammeln von Tweets auf Basis von Schlüsselwörtern ermöglicht. Für die Zuordnung selbst wurden die Ad-hoc-Meldungen auf relevante Schlüsselwörter untersucht. Da Unternehmens- und Personennamen in jeder Ad-hoc-Meldung enthalten sind, wurden diese als Schlüsselwörter zum Auffinden relevanter Tweets festgelegt. Die Extraktion von Unternehmens- und Personennamen aus den Ad-hoc-Meldungen wurde mithilfe der „Natural Language Processing (NLP)"-Technik „Named Entity Recognition", durchgeführt. Die maximale Anzahl an zuzuordnenden Tweets für die Schlüsselwörter wurde auf 10.000 gesetzt, da nicht erwartet wurde, dass es mehr Tweets pro Schlüsselwort gab. Darüber hinaus wurden nur die Tweets betrachtet, die 30 Tage vor bzw. 30 Tage nach der zugeordneten Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurden. Der finale Datensatz bestand aus 51.598 Tweets, die aufgrund der beschriebenen Methode den Ad-hoc-Meldungen zugeordnet wurden.

### 3. *Methodisches Vorgehen*

Das methodische Vorgehen zur Auswertung der Daten bestand darin, zunächst die Zeitstempel der Ad-hoc-Meldungen und Tweets zu vergleichen, um herauszufinden, ob der Veröffentlichungszeitpunkt eines Tweets vor demjenigen der zugeordneten Ad-hoc-Meldungen lag. War dies der Fall, folgte eine qualitative Analyse des Falls unter Verwendung von „Thematischer Analyse" und „OSINT"-Praktiken, wie z. B. einer umfassenden Online-Recherche zu dem Sachverhalt der jeweiligen Ad-hoc-Meldung sowie den zugeordneten Tweets. Darüber hinaus wurden die Nutzenden mithilfe von „OSINT"-Praktiken auf Basis frei zugänglicher Informationen aus dem Internet analysiert, um ein besseres Verständnis von den Akteuren zu bekommen, die an der Veröffentlichung von Tweets in Bezug auf Ad-hoc-Meldungen beteiligt waren.

---

[16] https://developer.twitter.com/en/docs/twitter-api (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).
[17] https://github.com/JustAnotherArchivist/snscrape (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

## IV. Ergebnisse

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse der Datenanalyse vorgestellt. Zunächst wird auf die Ergebnisse der Analyse der Twitter-Nutzerkonten eingegangen, bevor im Anschluss die Analyse der den Ad-hoc-Meldungen zeitlich vorgelagerten Tweets vorgestellt wird.

### *1. Analyse der Twitter-Konten*

Die Analyse der im Datensatz befindlichen Twitter-Konten ergab, dass die 51.598 Tweets, welche den Ad-hoc-Meldungen zugeordnet wurden, von 11.520 einzigartigen Nutzenden stammten. 6.495 dieser Nutzenden (56,38 %) setzten dabei nur einen einzigen Tweet ab, 11.140 dieser Nutzenden (96,70 %) veröffentlichten zehn oder weniger Tweets und 48 dieser Nutzenden (0,42 %) verfassten mehr als 100 Tweets. Die zuletzt genannte Gruppe von Nutzenden war für die Analyse von großem Interesse, da sie diejenigen Nutzenden zu sein schienen, die sich aktiv mit Ad-hoc-Meldungen auseinandersetzten und möglicherweise einen großen Einfluss hatten.

Eine detaillierte Analyse dieser 48 Nutzenden ergab, dass 31 (64,58 %) der Kategorie der „professionellen Anbieter von Finanznachrichten“, 10 (20,83 %) der Kategorie der „Anbieter von Nachrichten-Zusammenfassungen“ und 6 (12,5 %) der Kategorie „private Personen“ zugeordnet werden konnten. Ein/e Nutzende/r wurde von Twitter (jetzt: X) blockiert, sodass diese/r keiner der genannten Kategorien zugeordnet werden konnte.

### *2. Analyse der den Ad-hoc-Meldungen zeitlich vorgelagerten Tweets*

Nach dem Vergleich der Zeitstempel der 51.598 Tweets mit dem der zugeordneten Ad-hoc-Meldung gab es 9.123 Tweets, die den zugeordneten Ad-hoc-Meldungen zeitlich vorgelagert waren. Bei einer detaillierten thematischen Analyse dieser 9.123 Tweets wurde festgestellt, dass diese vier verschiedenen Kategorien zugeordnet werden können:

1. Der Tweet hat inhaltlich nichts mit der zugeordneten Ad-hoc-Meldung zu tun und konnte auch keiner anderen der 30.767 Ad-hoc-Meldungen in dem Datensatz thematisch zugeordnet werden.
2. Der Tweet hat inhaltlich nichts mit der zugeordneten Ad-hoc-Meldung zu tun, kann aber einer der anderen 30.767 Ad-hoc-Meldungen in dem Datensatz thematisch zugeordnet werden, der er nicht zeitlich vorgelagert ist.
3. Der Tweet hat inhaltlich etwas mit der zugeordneten Ad-hoc-Meldung zu tun, bezieht sich allerdings auf eine anstehende Entscheidung, eine durchzuführende Prüfung oder ein sonstiges zukünftiges Ereignis, über dessen finales Ergebnis in der zugeordneten Ad-hoc-Meldung berichtet wurde.

4. Der Tweet entspricht inhaltlich der zugeordneten Ad-hoc-Meldung.

Hinsichtlich der Forschungsfrage dieses Kapitels wird sich auf die Fälle der vierten Kategorie konzentriert, da bei diesen eine besondere Relevanz hinsichtlich der rechtlichen Regularien besteht.

Die 41 Tweets aus der vierten Kategorie beziehen sich auf jeweils einen von sieben Fällen, die in den folgenden Unterkapiteln vorgestellt werden. Aufgrund der sensiblen Daten, die im Zusammenhang mit diesem Buchkapitel verwendet wurden, wird auf die Nennung der Unternehmen sowie die Inhalte und den Link der untersuchten Tweets verzichtet.

Tabelle 1 stellt die beschriebenen Kategorien sowie ihre Häufigkeiten in dem vorliegenden Datensatz dar.

| *Nr.* | *Beschreibung* | *Häufigkeit* |
|---|---|---|
| 1 | Der Tweet stimmt inhaltlich nicht mit der zugeordneten oder einer sonstigen Ad-hoc-Meldung im Datensatz überein. | 6.263 (68,65 %) |
| 2 | Der Tweet kann inhaltlich einer anderen Ad-hoc-Meldung im Datensatz zugeordnet werden. | 1.752 (19,20 %) |
| 3 | Der Tweet ist der zugeordneten Ad-hoc-Meldung zeitlich vorgelagert, bezieht sich aber nicht auf das in der Ad-hoc-Meldung enthaltene finale Ergebnis. | 1.067 (11,70 %) |
| 4 | Der Tweet bezieht sich inhaltlich auf die zugeordnete Ad-hoc-Meldung und ist dieser zeitlich vorgelagert. | 41 (0,45 %) |

*Tabelle 1:* Kategorien der analysierten 9.123 Tweets sowie deren Häufigkeiten

### *a) 1. Fall – Kreditinstitut*

Im ersten Fall geht es um ein Kreditinstitut, welches am 06.03.2016 um 14:25 Uhr (CET) über seinen neuen Vorstandsvorsitzenden in einer Ad-hoc-Meldung informierte. Bereits am 04.03.2016 wurde in einem Nachrichtenartikel darüber berichtet, wer neuer Vorstandsvorsitzende werden soll. Dieser Artikel wurde ab dem 04.03.2016 um 15:09 (CET) auch auf Twitter (jetzt: X) aufgegriffen und von einem Twitter-Nutzenden bereits vor der tatsächlichen Wahl als finale Entscheidung kommuniziert. Da das betrachtete Unternehmen eine entsprechende Ad-hoc-Meldung direkt nach der Wahl des Vorstandsvorsitzenden veröffentlicht hat, scheint in diesem Fall kein Verstoß gegen Artikel 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR vorzuliegen. Vielmehr handelt es sich in diesem Fall um eine Problematik im Rahmen von sogenannten „gestreckten Geschehensabläufen", die im folgenden Kapitel diskutiert wird. Abbildung 1 zeigt die beschriebenen Ereignisse auf einem Zeitstrahl.

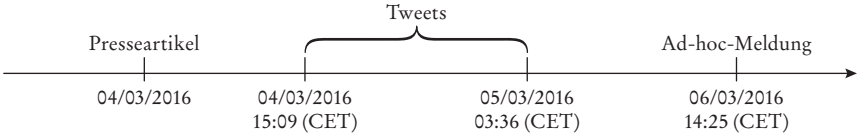


*Abbildung 1:* Zeitliche Abfolge von Fall 1

### *b) 2. Fall – Pharmazeutisches Unternehmen*

Im zweiten Fall handelt es sich um ein amerikanisches Pharmazie-Unternehmen, welches auch an deutschen Börsen gelistet ist, und damit der MAR und somit der Ad-hoc-Publizität unterliegt. Der Inhalt einer am 27.12.2022 um 7 Uhr (CET) veröffentlichten Ad-hoc-Meldung kursierte bereits ab dem 23.12.2022 um 20:02 Uhr (CET) auf Twitter (jetzt: X). Die Tweets bezogen sich auf einen Zeitungsartikel der Nachrichtenagentur „Reuters" vom 23.12.2022 um 19:50 Uhr (CET), der über die Zulassung eines Medikaments des betrachteten Unternehmens durch die amerikanische Lebens- und Arzneimittel-Behörde (im Englischen: US Food and Drug Administration [FDA]) informierte. Die Behörde hatte das Zulassungsverfahren des Medikaments dieses Unternehmens bereits am 22.12.2022 um 19:39 Uhr (EST, d. h. 23.12.2022 um 01:39 Uhr [CET]) abgeschlossen.[18] Aus einem Artikel auf der Homepage des betrachteten Unternehmens geht hervor, dass mit dem Abschluss des Zulassungsverfahrens durch die FDA erst am 15.01.2023 gerechnet wurde. Ein möglicher Verstoß gegen Artikel 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR müsste geprüft werden (s. Kapitel „Diskussion" für mehr Details). Abbildung 2 stellt die zeitliche Abfolge der genannten Daten dar.

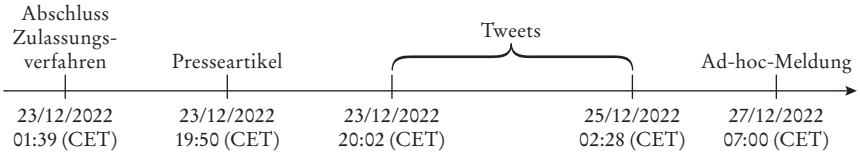


*Abbildung 2:* Zeitliche Abfolge von Fall 2

### *c) 3. Fall – Sportverein*

Der dritte Fall bezieht sich auf einen Sportverein und den Wechsel eines Spielers zu einem anderen Verein. Eine offizielle Ad-hoc-Meldung über den Wechsel wurde am 31.01.2018 um 11:57 Uhr (CET) veröffentlicht. Der vorliegende Datensatz enthält allerdings bereits ab dem 15.01.2018 121 Tweets, die sich auf einen „unmittelbaren" Wechsel beziehen. Tweets ab dem 29.01.2018 ent-

[18] U. S. Food and Drug Administration – FDA, NDA 214860 Approval, abrufbar unter: https://www.accessdata.fda.gov/drugsatfda_docs/appletter/2022/214860Orig1s000ltr.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

halten dabei auch die Details des Vertrags, wie z. B. die Ablösesumme, die dann auch in der genannten Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurden. In diesem Fall müsste ebenfalls überprüft werden, ob der Sportverein gegen Artikel 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR verstoßen hat (s. Kapitel „Diskussion" für mehr Details). Abbildung 3 gibt den zeitlichen Verlauf dieses Falls wieder.

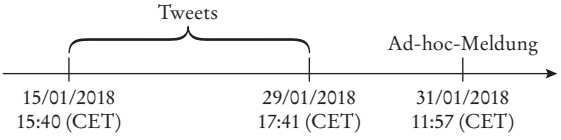


*Abbildung 3:* Zeitliche Abfolge von Fall 3

### *d) 4. Fall – Industrie-Unternehmen*

Der vierte Fall handelt von einem Industrie-Unternehmen und dem Zusammenschluss mit einem weiteren Industrie-Unternehmen, worüber am 01.06.2017 um 18:40 Uhr (CET) in einer Ad-hoc-Meldung die Öffentlichkeit informiert wurde. Allerdings wurde über den vertraglich besiegelten Zusammenschluss der beiden Unternehmen bereits am Vortag um 11:28 Uhr (CET) auf Twitter (jetzt: X) berichtet, sodass auch in diesem Fall der Verdacht eines Verstoßes gegen Artikel 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR vorliegt (s. Kapitel „Diskussion" für mehr Details). Abbildung 4 zeigt den zeitlichen Verlauf.

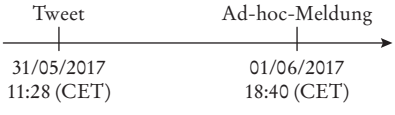


*Abbildung 4:* Zeitliche Abfolge von Fall 4

### *e) 5. Fall – Medienverlag*

Im fünften Fall handelt es sich um einen deutschen Medienverlag, welcher sowohl an deutschen als auch an einer Börse eines EWR-Landes gelistet ist, und damit ebenfalls der MAR und somit der Ad-hoc-Publizität unterliegt. In diesem Fall wurden insgesamt drei inhaltsgleiche Meldungen in zwei verschiedenen Sprachen veröffentlicht. Zwei dieser Meldungen – eine in englischer und eine in deutscher Sprache – wurden als Unternehmensnachrichten veröffentlicht, die dritte – in deutscher Sprache – wurde als Ad-hoc-Meldung deklariert. Zunächst erschien die englischsprachige Unternehmensnachricht am 07.07.2020 um 8 Uhr (CET). Am 09.07.2020 um 18:51 Uhr wurde die inhaltsgleiche deutschsprachige Ad-hoc-Meldung und am selben Tag um 19:25 Uhr die inhaltsgleiche deutschsprachige Unternehmensnachricht veröffentlicht. Der im Datensatz befindliche Tweet vom 07.07.2020 um 08:01 Uhr bezog sich auf die

englischsprachige Unternehmensnachricht, die als erstes veröffentlicht wurde, weshalb der Tweet der Ad-hoc-Meldung nicht direkt zeitlich vorgelagert war. Im nächsten Kapitel werden jedoch weitere Details dieses Falls im Hinblick auf die Art und Sprache der Mitteilung bzw. Ad-hoc-Meldung diskutiert. Abbildung 5 fasst dies auf einem Zeitstrahl zusammen.

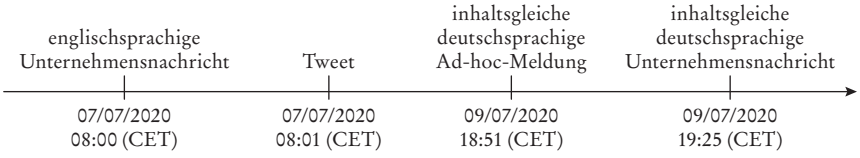


*Abbildung 5:* Zeitliche Abfolge von Fall 5

### *f) 6. Fall – Software-Unternehmen*

Ähnlich wie im fünften Fall handelt der sechste Fall von einem deutschen Unternehmen, das sowohl an deutschen als auch an Börsen von EU-/EWR-Ländern gelistet ist, und eine Ad-hoc-Meldung zu unterschiedlichen Zeitpunkten in verschiedenen Sprachen veröffentlicht hat. Im vorliegenden analysierten Datensatz wurden deutschsprachige Tweets vom 18.01.2018 einer inhaltsgleichen englischsprachigen Ad-hoc-Meldung vom 19.01.2018 zugeordnet. Eine Recherche ergab, dass bereits am 18.01.2018 eine deutschsprachige Ad-hoc-Meldung mit dem gleichen Inhalt der englischsprachigen Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurde. Ein Tweet eines seriösen Finanznachrichten-Nutzerkontos bezog sich in seinem Tweet auch auf einen veröffentlichten Presseartikel vom 18.01.2018 um 10:37 Uhr auf seiner eigenen Webseite. Abbildung 6 spiegelt die beschriebenen zeitlichen Abläufe wider. Auch in diesem Fall stellte sich die Frage, ob die englischsprachige Ad-hoc-Meldung zeitgleich mit der deutschsprachigen hätte veröffentlicht werden müssen, um nicht den deutschsprachigen Aktionären einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Dieser Fall wird gemeinsam mit dem vorherigen Fall im Hinblick auf die Art und Sprache der Mitteilung bzw. Ad-hoc-Meldung im anschließenden Kapitel diskutiert.

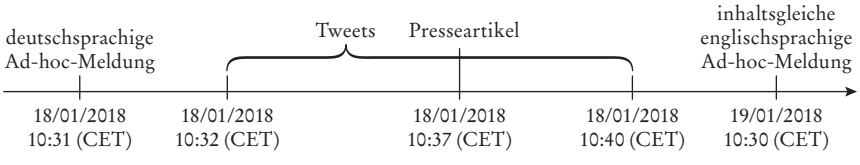


*Abbildung 6:* Zeitliche Abfolge von Fall 6

### *g) 7. Fall – Pharmazeutisches Unternehmen*

Im siebten Fall handelt es sich um ein lettisches pharmazeutisches Unternehmen, welches auch an einer deutschen Börse gelistet ist. Dieses Unternehmen veröffentlichte am 15.05.2013 um 15 Uhr (CET) eine Ad-hoc-Meldung in Bezug auf ein zu dieser Uhrzeit stattfindendes Webinar. Im analysierten Datensatz gab es mehrere Tweets vom 09.05.2013, die dieser Ad-hoc-Meldung zugeordnet wurden, da sie den exakten Titel der Ad-hoc-Meldung enthielten und zu einem Artikel von *GlobeNewswire* verlinkten, welcher am 09.05.2013 um 07:51 (CET) veröffentlicht wurde und den Inhalt der Ad-hoc-Meldung wiedergab. Abbildung 7 fasst die Ereignisse in zeitlicher Abfolge zusammen. Ob es sich in diesem Fall um einen Verstoß gegen die MAR handelt, wird im anschließenden Kapitel diskutiert.

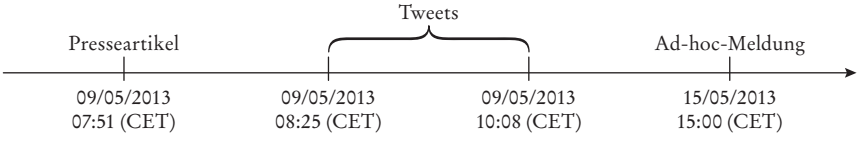


*Abbildung 7:* Zeitliche Abfolge von Fall 7

## V. Diskussion

Im Folgenden werden die Ergebnisse der durchgeführten Analysen diskutiert. In Bezug auf die verschiedenen Typen von Nutzenden im vorliegenden Datensatz konnte herausgefunden werden, dass die Nutzenden mit der höchsten Aktivität – im Sinne von der Veröffentlichung von Tweets, die den analysierten Ad-hoc-Meldungen zugeordnet wurden – den Kategorien „professionellen Anbieter von Finanznachrichten", „Anbieter von Nachrichten-Zusammenfassungen" sowie „private Personen" angehören. Diese Auswertung hat gezeigt, dass nur ganz wenige Privatpersonen – und damit nur ganz wenige Personen, die ggf. als Finfluencer agieren – versuchen, Einfluss auf das Geschehen rund um Ad-hoc-Meldungen zu nehmen.

Die Ergebnisse der Analyse der sieben Fälle bestehend aus den 41 Tweets, welche der zugeordneten Ad-hoc-Meldung zeitlich vorgelagert waren und sich inhaltlich genau auf diese Ad-hoc-Meldung bezogen haben, werden im Folgenden diskutiert. Dabei wird auf die Fälle basierend auf ihrem jeweiligen Hintergrund zusammengefasst eingegangen. Zunächst wird sich mit der Gruppe der „Gestreckten Geschehensabläufe" beschäftigt, bevor sich im Anschluss mit der „Verspäteten Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen", der „Art und Sprache der Mitteilung/Ad-hoc-Meldung" und schließlich mit der „Vorveröffentlichung von nicht kursrelevanten Informationen" befasst wird.

### *1. Gestreckte Geschehensabläufe*

Bei mehreren der analysierten Fälle (Fälle 1, 2, 3 und 4) handelte es sich um sogenannte „gestreckte Geschehensabläufe". Ein gestreckter Geschehensablauf ist vereinfacht als Entwicklungsprozess eines Ereignisses zu verstehen und „verwirklicht sich nicht plötzlich, sondern nähert sich über sogenannte ‚Zwischenschritte' Stück für Stück dem beabsichtigten oder der Sache zu erwartenden Ende".[19] Daraus folgt, dass sich bei gestreckten Geschehensabläufen Informationen über die Zeit immer mehr verdichten, bis sie schließlich zu einer konkreten Information werden. Beispiele für solche gestreckten Geschehensabläufe sind Unternehmensübernahmen, Insolvenzen und Personalveränderungen im Unternehmen.[20] Im europäischen Insiderrecht zählt der gestreckte Geschehensablauf zu einem besonders umstrittenen Thema und beschäftigte den Europäischen Gerichtshof sowie den Bundesgerichtshof bereits mehrfach.[21]

Auch im vorliegenden Datensatz spielt die Problematik der gestreckten Geschehensabläufe bei mehr als der Hälfte der Fälle eine Rolle, weshalb die folgende Handlungsempfehlung für Unternehmen gegeben werden kann:

*Handlungsempfehlung 1:* Es gilt darauf zu achten, dass Informationen auch im laufenden Geschehen schon konkret werden können und daraufhin einer entsprechenden Ad-hoc-Meldung bedürfen.

### *2. Verspätete Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen*

In den Fällen 2 bis 4 bestehen neben einem gestreckten Geschehensablauf auch Anhaltspunkte dafür, dass die jeweilige Information schon vor der Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung hinreichend konkret und präzise war. In allen drei betrachteten Fällen brachten die Unternehmen mit der Veröffentlichung der Information als Ad-hoc-Meldung zum Ausdruck, dass sie die Information als Insiderinformation einschätzten. Diese wurde jedoch nicht bis zur Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung geheim gehalten, sondern bereits im Vorfeld von der Presse bzw. Twitter-Nutzenden aufgegriffen und veröffentlicht. Im zweiten Fall war das Unternehmen von einer externen Entscheidung abhängig, die öffentlich mitgeteilt wurde. Dies geschah jedoch früher als geplant (vgl. Details Fall 2 im Kapitel „Ergebnisse"). Da von der Presse und auch auf Twitter (jetzt: X) über diese Entscheidung berichtet wurde, stellt sich die Frage, warum das Unternehmen die Ad-hoc-Meldung nicht früher veröffentlicht hat. Im dritten und vierten Fall waren die Unternehmen nicht von einer externen

---

[19] *Gellings*, Der gestreckte Geschehensablauf im Insiderrecht: Zugleich eine Diskussion ökonomischer Perspektiven und rechtsvergleichender Erkenntnisse aus dem US-amerikanischen Recht, 2015, 19.

[20] *Gellings* (Fn. 19), 19.

[21] *Gellings* (Fn. 19), 19.

Entscheidung abhängig, sondern hatten selbst die Kontrolle über das Endereignis. Entsprechende Verträge für den Spielerwechsel (vgl. Details Fall 3 im Kapitel „Ergebnisse") und den Unternehmenszusammenschluss (vgl. Details Fall 4 im Kapitel „Ergebnisse") mussten in diesen beiden letzten Fällen vorbereitet werden, sodass gleichzeitig auch eine entsprechende Ad-hoc-Meldung hätte vorbereitet und diese sofort nach den Vertragsabschlüssen hätte veröffentlicht werden können. Aus diesen drei Fällen lassen sich die folgenden Handlungsempfehlungen ableiten:

*Handlungsempfehlung 2:* Es gilt die Prozessabläufe für eine unverzügliche Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen in Unternehmen zu optimieren.

*Handlungsempfehlung 3:* Unternehmen sollten im Fall von externen Prüfungen/Behördenentscheidungen darauf vorbereitet sein, dass Prüfungsergebnisse bzw. finale Entscheidungen auch früher als geplant bzw. angekündigt eintreffen können. Demnach sollte eine entsprechende Ad-hoc-Meldung vorbereitet sein, wodurch Verzögerungen im Prozessablauf nach Entscheidungseingang minimiert oder gar verhindert werden können.

*Handlungsempfehlung 4:* Bei ad-hoc-pflichtigen Informationen, bspw. in Bezug auf Vertragsunterzeichnungen, bietet es sich an, bereits beim Aufsetzen des Vertrags eine entsprechende Ad-hoc-Meldung vorzubereiten, die sofort nach der Unterzeichnung des Vertrags veröffentlicht werden kann und damit dem Kriterium der „Unverzüglichkeit" entspricht.

### *3. Art und Sprache der Mitteilung/Ad-hoc-Meldung*

Im fünften Fall handelte es sich um ein Unternehmen, das eine inhaltsgleiche Meldung sowohl als Unternehmensnachricht als auch als Ad-hoc-Meldung veröffentlichte (vgl. Details Fall 5 im Kapitel „Ergebnisse"). Daraus lässt sich bereits die folgende Handlungsempfehlung ableiten:

*Handlungsempfehlung 5:* Vor der Veröffentlichung einer Meldung gilt es sorgfältig zu überprüfen, ob es sich bei der zu veröffentlichenden Information um eine ad-hoc-pflichtige Information handelt oder nicht. Ist die Information ad-hoc-pflichtig, so sollte die Meldung entsprechend als Ad-hoc-Meldung gekennzeichnet werden. Ist die Information nicht ad-hoc-pflichtig, so sollte die Meldung entsprechend nicht als Ad-hoc-Meldung gekennzeichnet werden.

Wird in diesem fünften Fall die Einschätzung des betreffenden Unternehmens zu Grunde gelegt, dass die Information zu einem späteren Zeitpunkt selbst als Insiderinformation eingeschätzt wurde, hätte die zunächst als Unternehmensnachricht veröffentlichte Meldung in englischer Sprache auch als Ad-hoc-Meldung gekennzeichnet werden müssen.

Darüber hinaus wurden in diesem fünften Fall die inhaltsgleichen Meldungen in verschiedenen Sprachen veröffentlicht – ähnlich wie im sechsten Fall (vgl. Fall 6 im Kapitel „Ergebnisse"). Daraufhin stellte sich die Frage, in welcher Sprache die Ad-hoc-Meldung in den jeweiligen Fällen hätte veröffentlicht werden müssen. Aus § 3b WpAV geht hervor, dass verschiedene aufeinanderfolgende Fragen beantwortet werden müssen, um diese Eingangsfrage klären zu können. Diese Fragen lauten wie folgt:

1. Ist Deutschland nach § 2 Abs. 13 WpHG der Herkunftsstaat des Unternehmens?
2. Falls 1. mit „Ja." beantwortet wird: Ist das Unternehmen nur an (einer) deutschen Börse(n) gelistet?
3. Falls 2. mit „Nein." beantwortet wird: Ist das Unternehmen zusätzlich auch an einer oder mehreren Börsen der EU oder eines EWR-Landes gelistet?

Falls die letzte Frage mit „Ja." beantwortet wird, ist eindeutig, dass das betrachtete Unternehmen seine Ad-hoc-Meldungen gemäß § 3b Abs. 2 WpAV „in deutscher oder englischer Sprache und nach Wahl des Emittenten in einer Sprache, die von den zuständigen Behörden der betreffenden Mitgliedstaaten der EU oder der betreffenden Vertragsstaaten des EWR akzeptiert wird, oder in englischer Sprache zu veröffentlichen" hat. Daraus ergibt sich die folgende Handlungsempfehlung:

*Handlungsempfehlung 6:* Es gilt sorgfältig zu überprüfen, in welcher Sprache die Meldung einer ad-hoc-pflichtigen Information veröffentlicht werden muss.

Falls das Unternehmen die Insiderinformation noch in einer zusätzlichen Sprache veröffentlichen möchte, als die von § 3b WpAV vorgesehene(n), empfiehlt sich Folgendes:

*Handlungsempfehlung 7:* Möchte das Unternehmen eine Insiderinformation noch in einer zusätzlichen Sprache, als die von § 3b WpAV vorgesehene(n) veröffentlichen, so ist es empfehlenswert, eine Unternehmensnachricht in der gewünschten Sprache zu veröffentlichen, welche auf die entsprechende Ad-hoc-Meldung Bezug nimmt.

### *4. Vorveröffentlichung von nicht-kursrelevanten Informationen*

Im siebten Fall handelt es sich um eine bloße Ankündigung eines Webinars, welche keine Insiderinformation darstellt und damit nicht ad-hoc-relevant ist. Daraus ergibt sich die folgende Handlungsempfehlung:

*Handlungsempfehlung 8:* Bevor eine Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wird, sollte überprüft werden, ob es sich bei der zu veröffentlichenden Information auch um eine Insiderinformation handelt, für welche eine Ad-hoc-Pflicht besteht.

Darüber hinaus ist es bei Stakeholder-Treffen wichtig darauf zu achten, dass keine Insiderinformationen in dem Treffen kommuniziert werden, da dafür Sorge getragen werden muss, dass der gesamten Öffentlichkeit – d. h. auch potenziell nicht anwesenden Stakeholdern – diese Informationen zur gleichen Zeit zur Verfügung gestellt werden. Daraus kann die folgende Handlungsempfehlung abgeleitet werden:

*Handlungsempfehlung 9:* Im Falle von Stakeholder-Treffen ist es ratsam, bereits im Vorfeld des Treffens eine Ad-hoc-Meldung mit den Insiderinformationen zu veröffentlichen, die im Rahmen des Treffens besprochen werden sollen. So kann allen Stakeholdern die gleiche Möglichkeit gegeben werden, die Informationen ohne Verzögerung wahrzunehmen und ohne diejenigen zu benachteiligen, die nicht an dem Treffen teilenehmen können.

## VI. Zusammenfassung

Vor dem Hintergrund der Einhaltung von Publikationspflichten in einer Welt der digitalen Unternehmenskommunikation, beschäftigte sich dieses Kapitel mit der Frage, welche Typen von Nutzenden sich an der öffentlichen Diskussion von Ad-hoc-Meldungen über Twitter (jetzt: X) beteiligen. Die Analyse der Nutzenden, die mehr als 100 Tweets zu Ad-hoc-Meldungen veröffentlichten, ergab, dass es sich bei ihnen hauptsächlich um professionelle Anbieter von Finanznachrichten handelte, gefolgt von Anbietern von Nachrichten-Zusammenfassungen sowie privaten Personen. Darüber hinaus beschäftigte sich dieses Kapitel mit der Frage, ob börsenkursrelevante Informationen stets zunächst durch Ad-hoc-Meldungen veröffentlicht werden, bevor sie in sozialen Netzwerken kursieren. Die Analyse von 30.768 deutschen Ad-hoc-Meldungen sowie ihren 51.598 zugeordneten Tweets ergab, dass in sieben Fällen Tweets den zugeordneten Ad-hoc-Meldungen zeitlich vorgelagert waren. Dies entspricht 0,02 % der untersuchten Ad-hoc-Meldungen sowie 0,44 % der analysierten Tweets. Diese Fälle wurden mithilfe von „Thematischer Analyse“ und „OSINT“-Praktiken detailliert untersucht. Aufgrund der geringen Anzahl an zeitlich vorgelagerten Tweets konnten damit keine Anhaltspunkte dafür gefunden werden, dass Insiderinformationen regelmäßig in sozialen Medien veröffentlicht werden, bevor eine entsprechende Ad-hoc-Meldung bekannt gegeben wurde. Waren Tweets den zugeordneten Ad-hoc-Meldungen zeitlich vorgelagert, so war in der Mehrzahl der untersuchten Fälle nicht auszuschließen, dass es sich um einen Verstoß gegen die MAR handelte. Zu all diesen Fällen, in denen ein Vorlauf der Information in den sozialen Medien zu beobachten war, ließen sich Handlungsempfehlungen ableiten, um Unternehmen zukünftig vor Fehlern im Bereich der Publizitätspflichten zu bewahren.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Unternehmen sich sorgfältig mit den bestehenden Publizitätspflichten auseinandersetzen sollten, um in Zeiten digitaler Unternehmenskommunikation keinen Verstoß gegen die MAR zu riskieren. Darüber hinaus wurde festgestellt, dass Unternehmen das Bedürfnis haben, Insiderinformationen in mehreren Sprachen zu veröffentlichen. Dies ist mit Blick auf die Ziele der Ad-hoc-Publizität ausdrücklich zu begrüßen. Wünschenswert wäre, dass der Gesetzgeber diesem Bedürfnis Rechnung trägt und die Rechtslage zur überobligatorischen Veröffentlichung in mehreren Sprachen klarstellt.

Zum Abschluss wird auf die Limitationen der durchgeführten Studie hingewiesen. Zunächst soll betont werden, dass der im Rahmen dieser Analyse verwendete Zuordnungsprozess von Ad-hoc-Meldungen und Tweets optimiert werden kann. Bei der Auswertung der gesammelten Daten wurde festgestellt, dass die Verwendung der Schlüsselwörter aus „Unternehmensname" und „Personenname" und eine zeitliche Eingrenzung (d. h. Tweets durften nicht älter als 30 Tage in Bezug auf den Veröffentlichungszeitpunkt der Ad-hoc-Meldung sein) für eine exakte Zuordnung von Ad-hoc-Meldungen zu Tweets nicht ausreichend sind. Um zu vermeiden, dass gewisse Tweets inhaltlich verschieden von Ad-hoc-Meldungen sind und um exaktere Ergebnisse zu erhalten, wird empfohlen, auch eine Verbindung zum Kontext der Ad-hoc-Meldung herzustellen. Beispielsweise können mithilfe von NLP-Techniken gewisse inhaltliche Schlüsselwörter aus der Ad-hoc-Meldung extrahiert und für den Zuordnungsprozess verwendet werden. Aufgrund der Unzulänglichkeiten beim Zuordnungsprozess, mussten 9.123 Tweets manuell analysiert werden, wovon 99,55 % für die Beantwortung der Forschungsfragen irrelevant waren. Gleichzeitig können relevante Tweets aufgrund des gewählten Zuordnungsprozesses übersehen worden sein, die somit nicht Teil der Analyse waren. Des Weiteren konnten für die Analyse der einzelnen Fälle sowie der Nutzenden nur öffentlich verfügbare Informationen verwendet werden, sodass weitere, nicht frei zugängliche Informationen, weitere Erklärungen der Sachverhalte bereithalten könnten.

Zukünftige Studien könnten in diesem Kontext durch weitere empirische Analysen auf anderen Plattformen, wie z. B. Reddit, die vorliegenden Ergebnisse untermauern oder ergänzen.

# Finanzkommunikation im Zeitalter sozialer Medien

*Felix-Julius Konow/Jan Sehorz*[1]

I. Einführung ..... 97
II. Banken als Finanzintermediäre ..... 98
III. Bank-Runs und soziale Medien ..... 99
1. Begriff ..... 99
2. Entwicklung ..... 100
3. Silicon Valley Bank ..... 100
a) Sachverhalt ..... 100
b) Soziale Medien als Katalysator von Bank-Runs ..... 102
4. Credit Suisse ..... 104
a) Sachverhalt ..... 104
b) Soziale Medien als Initiator und Katalysator von Bank-Runs ..... 105
IV. Implikationen für Banken ..... 106
1. Informationslage in den sozialen Medien als Risikofaktor für Bank-Runs ..... 106
2. Adressierung von Bank-Runs ..... 106
a) Monitoring ..... 107
b) Kommunikation ..... 107
3. Implementierung über das Risikomanagement ..... 108
a) Monitoring als Instrument der Risikoidentifizierung ..... 109
b) Kommunikation als Instrument der Risikosteuerung ..... 111
V. Implikationen für die Aufsicht ..... 112
1. Anpassung der Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen ..... 113
2. Screening der sozialen Medien durch die Aufsicht ..... 114
3. Kooperation zwischen Aufsicht und Instituten ..... 115
VI. Ausblick ..... 116

## I. Einführung

Soziale Medien sind heute ein fester Bestandteil des alltäglichen Lebens. Die dort stattfindenden Informations- und Kommunikationsprozesse stellen jedoch in zunehmendem Maße ein Risiko für Unternehmen verschiedenster Wirtschaftssektoren dar. Der Bankensektor bietet zwei anschauliche Fall-

[1] Dieser Beitrag ist in weiten Teilen bereits in BKR 2024, 234 erschienen.

beispiele, die illustrieren, wie soziale Medien das Vertrauen in die Unternehmen beeinflussen. Die Manifestation eines Vertrauensverlusts von Einlegern in die Operabilität einer Bank sind sog. Bank-Runs. Bank-Runs sind ein in der Geschichte des Bankwesens wiederkehrendes Phänomen. Im März 2023 geriet der globale Bankensektor in die bislang größte Krise seit der Finanzkrise 2007/2008. Mitursächlich für den sich im Zuge der jüngsten Krise ereigneten Bankenkollaps waren Bank-Runs, wodurch das altbekannte Phänomen wieder an Aktualität gewonnen hat. Entstehung und Ablauf dieser Bank-Runs offenbarten einen erschreckenden Befund: Banken zeigen sich zunehmend verwundbar für gesellschaftliche Dynamiken, die ihren Ausgangspunkt in den sozialen Medien haben.

Ziel dieses Beitrags ist es, nach einer kurzen Einführung in die Funktionsweise von Banken im Finanzsystem (I) anhand zweier Fallbeispiele von Silicon Valley Bank und Credit Suisse herauszuarbeiten, welche Rolle sozialen Medien im Kontext von Bank-Runs zukommt (II). Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse sollen zunächst die Implikationen für Banken beleuchtet werden (III), bevor abschließend sektorspezifische Implikationen auf der Ebene der Bankenaufsicht betrachtet werden (IV).

## II. Banken als Finanzintermediäre

In ihrer Rolle als Finanzintermediäre erfüllen Banken mit ihrer Geschäftstätigkeit (§ 1 Abs. 1 S. 2 KWG) drei zentrale Transformationsfunktionen.[2] Im Rahmen des Passivgeschäfts (Einlagengeschäft, § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG) nehmen sie Gelder von Kunden entgegen, die ihr überschüssiges Kapital in Form einer Einlage bei der Bank hinterlegen möchten (sog. Einleger). Das auf diesem Wege erhaltene Kapital wird im Rahmen des Aktivgeschäfts (Kreditgeschäft, § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG) gebündelt und in Form von Großvolumenkrediten an Personen mit Kapitalbedarf ausgegeben (sog. Losgrößentransformation).[3] Die Bank als Schuldner der zumeist sicherheitsorientierten Einleger übernimmt dabei in der Rolle des Kreditgebers das Kreditausfallrisiko, welches andernfalls die Einleger tragen würden, wenn sie den Kreditnehmern ihre Einlage direkt zur Verfügung gestellt hätten (sog. Risikotransformation).[4] Infolgedessen sieht sich die Bank mit verschieden gelagerten Zahlungsinteressen konfrontiert. Während Sichteinlagen jederzeit rückzahlbare Gelder darstellen,[5] sind bei Krediten regelmäßig längere Rückzahlungsfristen festgelegt. Banken

[2] Ellenberger/Bunte/*Winterfeld*, BankR-HdB, 6. Aufl. 2022, § 107 Rn. 1.

[3] *Noack/Zetzsche*, in FS für Hopt, 2010, 2283, 2283; *Brauweiler*, Risikomanagement in Kreditinstituten, 2015, 15.

[4] *Splechtna*, Kompendium Bankwissen, 2. Aufl. 2019, 22.

[5] Fischer/Schulte-Mattler/*Schäfer*, 6. Aufl. 2023, KWG, § 1 Rn. 43.

nehmen eine Umwandlung von Kapital mit kurzfristigem Rückzahlungsinteresse in Kapital mit längerfristigem Rückzahlungsinteresse vor, wobei sie die divergierenden Zahlungsinteressen von Einlegern und Kreditnehmern zeitlich miteinander in Einklang bringen müssen (sog. Fristentransformation).[6] Aus dieser Funktion ergibt sich die Gefahr von Bank-Runs.[7]

## III. Bank-Runs und soziale Medien

### *1. Begriff*

Unter einem Bank-Run ist der Ansturm einer großen Anzahl von Kunden auf ihre bei einer Bank hinterlegten Einlagen innerhalb einer kurzen Zeitspanne zu verstehen.[8] Durch den kurzfristigen Abzug von Sichteinlagen in hoher Summe erwächst den Banken ein Liquiditätsproblem, das nur durch die außerplanmäßige, vorzeitige und regelmäßig verlustbringende Veräußerung langfristig angelegter Aktiva in der Bankbilanz gelöst werden kann.[9] Unbedingte Rückzahlungsverlangen eines Großteils der Einlagen innerhalb einer kurzen Zeitspanne bereiten Banken erhebliche Schwierigkeiten und führen im Extremfall nicht nur zu drastischen Liquiditätsproblemen, sondern auch zu erheblichen Veräußerungsverlusten, die das Eigenkapital der Bank aufzehren können.[10]

Grundlegende Gedanken zu Bank-Runs entwickelten 1983 die Ökonomen *Diamond* und *Dybvig*.[11] Ihrem Modell zufolge stellen Einleger eine Vermutung über das Verhalten ihrer Miteinleger für den Fall einer drohenden Zahlungsunfähigkeit der Bank an, mit dem simplen Ziel, nicht als letzte leer auszugehen, weswegen sie Bank-Runs als sich selbsterfüllende Prophezeiung *(self-fulfilling prophecy)* verstehen.[12] Dabei kann das Verhalten der Einleger eine Dynamik entwickeln, die auch eine an sich „gesunde" Bank aufgrund des Einlegeransturms in eine ernsthafte Gefährdungslage befördern kann.[13]

---

[6] *Splechtna* (Fn. 4), 22.

[7] *Noack/Zetzsche* (Fn. 3) 2284; *Brauweiler* (Fn. 3), 16; ähnlich MüKoHGB/Böcking/*Wiechens/Winner*, 5. Aufl. 2024, HGB Vor §§ 340f, 340g Rn. 6, die in der Fristentransformation die Ursache der Vertrauensempfindlichkeit des Bankgeschäfts erkennen.

[8] *Omlor*, RDi 2020, 1, 2.

[9] *Böcking/Wiechens/Winner* (Fn. 7), Vor §§ 340f, 340g Rn. 7; *Diamond/Dybvig*, 91 J. Pol. Econ. (1983), 401, 403.

[10] MüKoHGB/*Böcking/Wiechens/Winner*, 5. Aufl. 2024, HGB Vor §§ 340f, 340g Rn. 7; Ausführlich Ballwieser/Kuhner, Rechnungslegungsvorschriften und wirtschaftliche Stabilität, 1994, 32 ff.

[11] *Diamond/Dybvig*, 91 J. Pol. Econ. (1983), 401.

[12] *Diamond/Dybvig*, 91 J. Pol. Econ. (1983), 401, 410.

[13] In diese Richtung *Diamond/Dybvig*, 91 J. Pol. Econ. (1983), 401, 410.

### 2. *Entwicklung*

Seit *Diamond/Dybvig* haben sich Bank-Runs deutlich verändert. Insbesondere in den letzten Jahren hat sich ihre Dynamik im Zuge der Digitalisierung beschleunigt.[14] Nicht zuletzt haben sich die Einlagenabzüge von Bankschaltern und -automaten hin zum Online-Banking verlagert, was erhebliche Auswirkungen auf die Schnelligkeit von Bank-Runs hat und auch durch die Verbreitung von Instant Payments begünstigt wird.[15] Einen Auslöser für Bank-Runs stellen medial zirkulierende Informationen über eine Bank dar. Die Digitalisierung hat die Medienlandschaft stark verändert und eine schnellere Verbreitung von Informationen ermöglicht; wenn auch die Informationen nicht immer inhaltlich zutreffen.[16] Gerüchte über Liquiditätsengpässe verbreiten sich in den heute überwiegend genutzten sozialen Medien in Windeseile. Die gestiegene Nutzung sozialer Medien als Informationsquelle hat im Zusammenspiel mit der den sozialen Medien inhärenten Schnelligkeit der Informationsverbreitung sowohl die Gefahr als auch die Dynamik von Bank-Runs massiv erhöht. Bereits in der Vergangenheit haben in den sozialen Medien zirkulierende Gerüchte über Liquiditätsengpässe von Banken das Potenzial zur Auslösung eines Runs auf die Einlagen der betroffenen Institute bewiesen,[17] dabei jedoch aufgrund lokaler Begrenzungen der Einlagenabzüge nicht den Fortbestand der betroffenen Institute gefährdet. Spätestens seit März 2023 stellt die eine Bank betreffende Informationslage in den sozialen Medien ein existenzielles Risiko dar, wie zwei Fälle der jüngsten Bankenkrise illustrieren.

### 3. *Silicon Valley Bank*

#### a) *Sachverhalt*

Die in Kalifornien ansässige Silicon Valley Bank Financial Group (SVBFG) erbrachte über die Silicon Valley Bank (SVB) als wichtigste Tochtergesellschaft

---

[14] Vgl. Federal Reserve Board (FED), Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank, 28.04.2023, 2.

[15] *Shy*, Faster Bank Runs, 31.10.2023, https://ssrn.com/abstract=4573035 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024). Das SEPA Instant Credit Transfer scheme (SCT Inst) ermöglicht etwa die Durchführung von Überweisungen 24/7, wodurch Zahlungsempfänger innerhalb von 10 Sekunden eine Gutschrift erhalten können: Dazu Dieckmann, BKR 2018, 276, 277; Casper, RdZ 2020, 28; *Herresthal*, ZIP 2019, 895 sowie COM(2022) 546 final.

[16] Vgl. FED, The Evolving Nature of Banking, Bank Culture, and Bank Runs, 6 f., https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/bowman20230512a.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[17] So lösten etwa 2011 über Twitter verbreitete, unbegründete Gerüchte über die schwedischen Kreditinstitute Swedbank und SEB Bank-Runs auf diese Institute aus, https://www.thestreet.com/investing/stocks/twitters-first-bank-run-11342347; s. auch, https://www.businessinsider.com/whatsapp-rumour-started-run-on-metro-bank-2019–5 (beide zuletzt abgerufen: 06.08.2024) mit einem weiteren Beispiel eines durch Fehlinformationen in den sozialen Medien ausgelösten Bank-Runs auf die Metro Bank im Jahr 2019.

Finanzdienstleistungen für überwiegend dem Tech- und Life Science-Sektor zuzurechnende Kunden.[18] Im Niedrigzinsumfeld zwischen 2019 und 2021 verdreifachten sich die Assets der SVBFG, die aufgrund des rasanten Wachstums der Venture Capital-finanzierten Tech-Unternehmen in Europa von einem hohen Anstieg des Einlagengeschäfts profitieren konnte.[19] Diese Einlagen wurden hauptsächlich in Wertpapiere mit längeren Laufzeiten investiert.[20] Als die Zinssätze 2022 wieder zu steigen begannen, verzeichnete die SVBFG neben hohen Einlagenabflüssen einen raschen Anstieg nicht realisierter Verluste bei diesen Wertpapieren.[21] Im Jahresabschluss von 2022 weist die SVB eine Bilanzsumme von 209 Mrd. USD aus, aufgrund derer sie in Kategorie IV (100 bis 250 Mrd. USD) des US-amerikanischen Bankaufsichtsrechts fällt.[22] Für Institute dieser Kategorie ist keine *Total Loss Absorbency Capacity* erforderlich, sodass im Falle eines Ausfalls alle Verbindlichkeiten bis auf Einlagen unter 250.000 USD gefährdet wären.[23] Zu diesem Zeitpunkt bestanden 89 % der Gesamtaktiva aus unbesicherten Einlagen ohne Schutz durch die *US Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC).[24]

Als die Bilanzrisiken 2023 weiter zunahmen, kündigte die SVBFG am 8. März 2023 einen Umstrukturierungsplan an.[25] Nachdem bereits Wertpapiere im Wert von über 21 Mrd. USD mit einem Verlust von 1,8 Mrd. USD nach Steuern veräußert worden waren, sollten kurzfristige Kredite iHv 15 Mrd. USD aufgenommen werden, um neben dem Notverkauf von Aktien iHv 2,25 Mrd. USD, Kapital zu beschaffen.[26] Einleger interpretierten diese Ankündigungen als Signal finanzieller Schwierigkeiten und begannen mit dem Abzug von Einlagen iHv 42 Mrd. USD.[27] Vor allem Kunden mit gefährdeten Einlagen von mehr

---

[18] FED (Fn. 14), 18 f.

[19] FED (Fn. 14), 18 f.

[20] FED (Fn. 14), 18 f.

[21] Bank for International Settlements (BIS), Report on the 2023 banking turmoil, 05.10.2023, S. 6, https://www.bis.org/bcbs/publ/d555.htm (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[22] *Heider/Krahnen/Pelizzon/Schlegel/Tröger*, European lessons from Silicon Valley Bank resolution: A plea for a comprehensive demand deposit protection scheme (CDDPS), SAFE Policy Letter No. 98, März 2023, S. 3, https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/editor_common/Policy_Center/SAFE_Policy_Letter_98.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[23] *Heider/Krahnen/Pelizzon/Schlegel/Tröger* (Fn. 22), 3. Zum Schutz durch die amerikanische Einlagensicherung s. 12 U. S. Code § 1811; 12 C. F. R. § 330 sowie *Barr/Jackson/Tahyar*, Financial Regulation: Law and Policy, 3. Aufl. 2021, 249 ff.

[24] *Heider/Krahnen/Pelizzon/Schlegel/Tröger* (Fn. 22), 3.

[25] Silicon Valley Bank Financial Group, SVB Financial Group Announces Proposed Offerings of Common Stock and Mandatory Convertible Preferred Stock, Ad hoc-Mitteilung v. 08.03.2023, https://ir.svb.com/news-and-research/news/news-details/2023/SVB-Financial-Group-Announces-Proposed-Offerings-of-Common-Stock-and-Mandatory-Convertible-Preferred-Stock/default.aspx (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[26] *Heider/Krahnen/Pelizzon/Schlegel/Tröger* (Fn. 22), 3; FED, (Fn. 14), 22 f.

[27] Financial Stability Board, 2023 Bank Failures, 10.10.2023, 19.

als 250.000 USD transferierten ihre Einlagen an andere Institute.[28] Bereits am Abend des 9. März musste die SVB den Aufsichtsbehörden mitteilen, dass man im Laufe des 10. März mit weiteren Mittelabflüssen von über 100 Mrd. USD rechne und man nicht über die hierfür erforderlichen Barmittel oder Sicherheiten verfüge.[29] Am Morgen des 10. März schloss das *California Department of Financial Protection and Innovation* (CDFPI) daraufhin die SVB und unterstellte sie der Kontrolle der FDIC.[30]

### *b) Soziale Medien als Katalysator von Bank-Runs*

Der Run auf die Einlagen bei der SVB spiegelte grundlegende Bedenken der Kunden gegenüber der Bank wider und mündete letztlich in ihren Zusammenbruch. Die Ursachen dafür sind vielschichtig: Eine homogene Einlegerstruktur, eine riskante Zusammensetzung der Bankbilanzen, eine fehlende Risikoabsicherung und eine geänderte Zinspolitik seitens der FED sind nur ein Ausschnitt der Gründe, die für die Bank-Run-Anfälligkeit der SVB angeführt werden. Als Ursachen des Bank-Runs wiederum können eine erhöhte Unsicherheit am Finanzmarkt aufgrund potenzieller Herabstufungen der SVB durch Rating-Agenturen sowie eine veränderte Stimmung im Tech-Sektor angeführt werden, die zu koordinierten Abzügen unbesicherter Einlagen durch Tech-Unternehmen geführt haben.[31] Vergleicht man Geschwindigkeit und Ausmaß der Einlagenabzüge mit früheren Bankenkollapsen markiert der Zusammenbruch der SVB einen der schnellsten Zusammenbrüche eines Instituts infolge eines Bank-Runs.[32] In der Vergangenheit überstanden Banken zum Teil mehrere Bank-Runs, da die Einlagen in wesentlich geringerem Umfang und über einen viel längeren Zeitraum abgezogen wurden, als dies bei der SVB der Fall war.[33]

Der Run auf die SVB unterscheidet sich auch insoweit fundamental von vergangenen Bank-Runs, als in bisher ungekanntem Ausmaß vor sowie während des Bank-Runs verstärkte Kommunikationsaktivitäten über SVB in den sozialen Medien beobachtet werden konnten. Eine empirische Studie hat den Einfluss der sozialen Medien auf den SVB-Run untersucht.[34] Die Kommunikationsaktivitäten auf X (vormals Twitter) rund um den Zusammenbruch der SVB wurden dabei in zwei Stadien eingeteilt: Im anfänglichen „*Pre-Run*-Stadium" waren es zunächst vor allem Investoren der SVB, die sich auf Twitter untereinander über

---

[28] *Heider/Krahnen/Pelizzon/Schlegel/Tröger* (Fn. 22), 3.
[29] FED (Fn. 16), 4 f.
[30] FED (Fn. 14), 24.
[31] BIS (Fn. 21), 6.
[32] BIS (Fn. 21), 9.
[33] Am Beispiel der Washington Mutual im Jahr 2008 FED (Fn. 16), 4 f.
[34] S. dazu *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller*, Social Media as a bank run catalyst, Université Paris-Dauphine Research Paper No. 4422754, 13.7.2023, https://ssrn.com/abstract=4422754 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

mögliche Desinvestitionshandlungen in Bezug auf die SVB austauschten.[35] Im Zuge dieses Austauschs wurden auch Einleger der SVB auf die Vertrauenskrise unter SVB-Anlegern aufmerksam.[36] Das vermag insoweit nicht zu überraschen, als im Silicon Valley ansässige Tech-Unternehmen den Großteil der Einleger der SVB ausmachten,[37] die zumeist eine hohe Affinität zu sozialen Medien aufweisen und oftmals selbst Twitter nutzten. Die Aufmerksamkeit der Einleger markiert den Beginn des zweiten Stadiums („*Run*-Stadium"), in dem sich nun auch Einleger mittels Tweets darüber austauschten, Einlagen bei der SVB zu belassen oder abzuziehen. Wiederkehrende Schlagwörter in diesen *Run*-bezogenen Tweets waren etwa „*withdraw*", „*access accounts*" oder „*get & out*".[38] Einen deutlichen Anstieg erfuhren derartige Tweets am 9. März 2023, dem ersten Tag des SVB-Runs.[39] Die Kommunikation unter Investoren und Einlegern wurde im *Run*-Stadium zunehmend durch ein breites Publikum aufgegriffen (*Contagion*).[40] In den *Contagion*-bezogenen Tweets betrifft die Kommunikation zunehmend mögliche Auswirkungen des SVB-Runs auf andere Banken, wie Schlagwörter „*systemic spillover*", „*broader effects*" und „*contagion*" in Tweets belegen.[41] Dabei konnte ein Zusammenhang zwischen den Kommunikationsaktivitäten auf Twitter im *Pre-Run*-Stadium mit der Twitter-Aktivität während des *Run*-Stadiums beobachtet werden. Die Twitter-Aktivitäten zur SVB im *Pre-Run*-Stadium wirkten sich verstärkend auf die Anzahl der Tweets im *Run*-Stadium aus.[42] Da diese Tweets wiederum die kommunikative Koordination der Einleger untereinander förderten, wirkte das Ausmaß der institutsbezogenen *Pre-Run*-Twitter-Aktivitäten bereits intensivierend auf das Ausmaß des nachfolgenden Bank-Runs selbst ein.

Im Kern entsprach der SVB-Run damit dem *Diamond-Dybvig*-Modell. Ein Novum markierte indes, dass mediale, öffentlichkeitswirksame Kommunikationsaktivitäten im Vorfeld des Runs neben die schon von *Diamond/Dybvig*

---

[35] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 2, 13, 16, 35.

[36] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 2 f.

[37] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 3, 20 f.

[38] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 2, 42.

[39] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 15. In der Stichprobe der Studie werden vom 8. März bis 13. März 2023 6.528 Tweets, die einen SVB-Run zum Thema haben, gezählt, zur gleichen Zeit beliefen sich die Run-bezogenen Tweets zur First Republic Bank bereits auf 1.249, *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 12. Die First Republic Bank wird am 1. Mai 2023 von JP Morgan Chase übernommen, nachdem Einlagen in größerem Umfang abgezogen wurden, https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/first-republic-bank-wird-an-jp-morgan-verkauft-grosses-interesse-18860475.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[40] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 2, 21, 35.

[41] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 2, 18. Im Zusammenhang mit Ansteckungseffekten der SVB auf andere Banken konnten in der Stichprobe der Studie 9.662 Tweets gezählt werden, *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 2, 43. Die Gefahr dieser Unterhaltung aufzeigend *Brown/Trautmann/Vlahu*, 63 Management Science (2017), 2272, 2280.

[42] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 21.

beobachtete vermehrte – auf dem antizipierten Verhalten anderer Einleger beruhende – individuelle Entscheidung zum Einlagenabzug traten, was die Auswirkung des SVB-Runs intensivierte. Mit anderen Worten: Die massenmediale Kommunikation unter einer Vielzahl von Einlegern in den sozialen Medien hatte eine Koordination derselbigen zur Folge, die wiederum aufgrund der Öffentlichkeit der Kommunikation ein kollektives Herdenverhalten hinsichtlich eines Einlagenabzugs förderte. Soziale Medien stellten aufgrund ihrer Informationsverbreitungsgeschwindigkeit das ideale Medium für ein koordiniertes Vorgehen dar.[43] Der SVB-Run belegt damit eindringlich, wie Kommunikationsaktivitäten in den sozialen Medien Bank-Runs anheizen.

### *4. Credit Suisse*

Der Einfluss sozialer Medien beschränkt sich jedoch nicht auf eine bloß katalysierende Wirkung. Die bereits in den sozialen Medien thematisierten Ansteckungseffekte offenbarten sich nicht nur in den USA, wo im Zuge der SVB-Krise zwei weitere Institute zusammenbrachen. In den Mittelpunkt der Krise rückte anschließend die erheblich bedeutendere Credit Suisse (CS).

#### *a) Sachverhalt*

Im Strudel der US-Bankenkrise geriet die sich seit geraumer Zeit in einer Vertrauenskrise befindende Credit Suisse Group AG unter Druck. Obwohl die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) noch am 15. März 2023 gemeinsam mit der Schweizerische Nationalbank (SNB) erklärte, dass vom Zusammenbruch der SVB keine Ansteckungsgefahr für Schweizer Bankinstitute ausgehe und CS die regulatorischen Kapital- und Liquiditätsanforderungen erfülle,[44] kündigte CS am 16. März 2023 an, zur Stärkung der Liquidität bei der SNB bis zu 50 Mrd. CHF aus einer Liquiditätsfazilität aufzunehmen.[45] Am Markt zeichnet sich daraufhin ein neuerlicher Vertrauensverlust in den selbst verordneten Restrukturierungsprozess der CS ab. Hohe Einlagenabflüsse verschärften den Liquiditätsengpass und verschlechterten die Aussichten auf einen eigenständigen Turnaround.[46] Während SNB, FINMA und das Schweizer Finanzministerium nach einer Lösung suchten, kamen Gerüchte über eine Auf-

---

[43] *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 4 f.

[44] FINMA, FINMA und SNB nehmen Stellung zu Unsicherheiten am Markt, Medienmitteilung v. 15.03.2023, https://www.finma.ch/de/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/8news/medienmitteilungen/2023/03/20230315-mm-statement.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[45] Credit Suisse Group AG, Die Credit Suisse Group trifft entschiedene Massnahmen, um ihre Liquidität vorausschauend zu stärken, und lanciert öffentliche Kaufangebote für Schuldtitel, Ad-hoc Mitteilung v. 16.03.2023, https://www.credit-suisse.com/about-us-news/de/articles/media-releases/csg-announcement-202303.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[46] BIS (Fn. 21), 13 f.

spaltung der CS und eine Fusion mit der UBS auf.[47] Am 19. März 2023 intervenierten der Schweizer Bundesrat, SNB und FINMA und schafften Tatsachen, indem sie ein umfangreiches Maßnahmenpaket verabschiedeten, das die Übernahme der CS durch die UBS bestätigte.[48]

### *b) Soziale Medien als Initiator und Katalysator von Bank-Runs*

Die Übernahme der CS markiert jedoch nur das Resultat eines im Wesentlichen in Etappen verlaufenden Einlagenabflusses, der von zwei Bank-Runs gekennzeichnet ist. Laut dem Bericht der FINMA zur Krise der CS ist erneut Twitter Auslöser eines Bank-Runs.[49] Ein am 1. Oktober 2022 veröffentlichter Tweet, wonach eine bedeutende internationale Investment Bank am Abgrund stehe, gab Anlass zu Spekulationen, dass es sich dabei um CS handele.[50] Die Gerüchte hallten in den sozialen Medien wider und lösten den ersten Run von Kunden auf Einlagen bei CS aus,[51] im Zuge dessen 95 Mrd. CHF abfließen. Nur aufgrund erhöhter Liquiditätspuffer, die CS von der FINMA in Reaktion auf die Marktverwerfungen im März 2020 verordnet wurden, konnte dieser Mittelabfluss abgefedert werden.[52] Im vierten Quartal 2022 ziehen Kunden der CS – wohl auch in Reaktion auf die anhaltenden Gerüchte um eine Schieflage – insgesamt 138 Mrd. CHF ab.[53]

Auch bei dem Bank-Run im März 2023 spielen die sozialen Medien erneut eine tragende Rolle. Zwischen der Veröffentlichung des Rechnungslegungsberichts am 14. März 2023[54] und der Verkündung von Maßnahmen zur Liquiditätsverbesserung am 16. März 2023,[55] wird ein Interviewausschnitt mit dem Präsidenten der Saudi National Bank publik, die zu diesem Zeitpunkt knapp 10 % der Anteile an CS hält, laut dem die Saudi National Bank kategorisch

---

[47] https://www.bloomberg.com/news/features/2023–03–20/credit-suisse-ubs-takeover-how-a-166-year-old-bank-collapsed (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[48] FINMA, FINMA genehmigt Zusammenschluss von UBS und Credit Suisse, Medienmitteilung v. 19.03.2023, https://www.finma.ch/de/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/8news/medienmitteilungen/2023/03/20230319-mm-cs-ubs.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024); Credit Suisse Group AG: Zusammenschluss der Credit Suisse und UBS, Ad hoc-Mitteilung v. 19.03.2023, https://www.credit-suisse.com/about-us-news/de/articles/media-releases/credit-suisse-and-ubs-to-merge-202303.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[49] FINMA, Lessions Learned aus der CS-Krise, 23.12.2023, S. 34, https://www.finma.ch/de/news/2023/12/20231219-mm-cs-bericht/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[50] FINMA (Fn. 49), 67.

[51] https://www.nzz.ch/wirtschaft/david-taylor-ld.1731478 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[52] FINMA (Fn. 49), 65; BIS (Fn. 20), 13.

[53] FINMA (Fn. 49), 34, 67.

[54] Credit Suisse Group AG, Annual Report 2022, S. 55, https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/investor-relations/financial-disclosures/financial-reports/csg-ar-2022-en.pdf (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[55] S. Fn. 45.

ausschließt, ihren Anteil an CS zu erhöhen, um zusätzliche Liquidität bereitzustellen.[56] Nachdem bereits im Jahr 2022 der Aktienkurs eingebrochen und die Kosten für Kreditausfallversicherungen (*Credit Default Swaps – CDS*) deutlich über das Marktniveau gestiegen waren,[57] rutschte der Aktienkurs ab dem 14. März 2023 um 30 % ab, während CDS-Spreads mit einer Laufzeit von 5 Jahren für CS-Anleihen auf über 1.100 Basispunkte anstiegen und Einlagen iHv über 40 Mrd. CHF abflossen.[58] Die Verbreitung des Interviewausschnitts über die sozialen Medien dürfte jedenfalls auch dazu beigetragen haben, die Einlagenabzüge von CS weiter anzuheizen.

## IV. Implikationen für Banken

### *1. Informationslage in den sozialen Medien als Risikofaktor für Bank-Runs*

Auf einer am 19. März 2023 anlässlich der CS-Übernahme einberufenen Pressekonferenz führten die FINMA-Verwaltungsratspräsidentin und der CS-Verwaltungsratspräsident die massiven Einlagenabflüsse maßgeblich auf die in den sozialen Medien kursierenden Gerüchte zurück und attestieren den Informationsströmen in den sozialen Medien negative Auswirkungen auf das Institut.[59] Wie bereits dem Jahresabschlussbericht der CS für das Jahr 2022 zu entnehmen ist – und die SVB-Krise empirisch untermauert – stellen die in den sozialen Medien zirkulierenden institutsbezogenen Informationen einen existenziellen Risikofaktor für Banken dar, deren inadäquate Adressierung die Geschäftstätigkeit negativ zu beeinflussen vermag.[60]

### *2. Adressierung von Bank-Runs*

Erkennt man die Informationslage in den sozialen Medien als Auslöser für Bank-Runs an, stellt sich die Frage, ob derartige Bank-Runs in ihrer Dynamik abgemildert oder gar verhindert werden könnten. Schließlich verschiebt die Informationslage die bisherige Vermutung eines Einlegers hin zur Kenntnis vom Verhalten einer breiten Masse von Miteinlegern. Einen Schlüsselfaktor stellt diesbezüglich das Vertrauen der Einleger in die Solvenz und Liquidität ihrer Bank dar. Wie also kann eine Bank Vertrauensverlusten begegnen, die auf negative Publicity in den sozialen Medien zurückzuführen sind, und wie

---

[56] FINMA (Fn. 49), 35, 37 mwN.
[57] FINMA (Fn. 49), 23.
[58] FINMA (Fn. 49), 38.
[59] https://www.srf.ch/news/wirtschaft/die-rolle-von-social-media-haben-twitter-und-co-das-ende-der-cs-eingelaeutet (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).
[60] Credit Suisse Group AG (Fn. 54), 55.

kann im Krisenfall auf gefährliche Informations- und Kommunikationsströme reagiert werden?

*a) Monitoring*

Negative Informationen waren schon immer ein wichtiger Indikator für Bank-Runs und dem dadurch ausgedrückten Misstrauen in die Liquidität der jeweiligen Bank. In den sozialen Medien sind solche Informationen schnell publik und somit auch schneller unter Aktionären, Gläubigern und Einlegern austauschbar. Daher könnte ein Monitoring der institutsbezogenen Informationslage nützlich sein, im Rahmen dessen die sozialen Medien anhand von Schlagworten nach institutsbezogenen Informationen und Kommunikationsströmen durchsucht werden. Neben der allgemeinen Filterung derartiger Strömungen kann auch eine Schlagwortsuche in Kombination mit der Institutsbezeichnung erfolgen. Wie der SVB-Vorfall aufzeigt, konnten sowohl dem *Pre-Run*- als auch dem *Run*-Stadium verhaltenstypisierende Schlagwörter zugeordnet werden. Den mit dem SVB-Bank-Run korrelierenden Schlagwörtern „*run*" oder „*withdraw*" kam eine starke Indizwirkung für die konkret angedachten Handlungsoptionen der Einleger und das allgemeine Stimmungsbild der Stakeholder zu. Hilfreich kann auch die Kombination der Institutsbezeichnung mit Begriffen im Zusammenhang mit der Bilanz der Bank sein. Werden Zweifel über die Bankbilanz medial geäußert, gehen damit zumeist Zweifel an der Liquiditätssituation, am Geschäftsmodell oder gar der dauerhaften Fortbestandsfähigkeit der Bank einher. Schlagwörter dieser Kategorie können etwa „*hold to maturity*", „*liquidity management*" oder etwa „*cover & cash*" sein.[61] Die Gegenüberstellung von ein Einlegerverhalten indizierenden Äußerungen in den sozialen Medien mit tatsächlich erfolgten Einlagenabzügen kann dazu beitragen, Modelle aufzustellen, die belastbare Prognosen über das zu erwartende Einlegerverhalten bieten können. Auf diese Weise könnten Institute die aktuelle Informationslage und Kommunikationsaktivitäten über das eigene Institut im Blick behalten und sich anbahnende Bank-Run-Szenarien antizipieren. Dabei bietet sich die Gegenüberstellung der Situation in den sozialen Medien mit allgemeinen Institutssimulationen zum Liquiditätsmanagement an. Zuletzt kann das Monitoring offenlegen, ob das Institut Teil der Ansteckungsüberlegungen bei Run-Dynamiken auf andere Banken ist.

*b) Kommunikation*

Neben dem Monitoring sollten Institute angehalten sein, auf die die institutsbezogene Informationslage proaktiv einzuwirken. Damit können zwei Zwecke verfolgt werden: Zum einen kann präventiv Reputationsmanagement betrieben

[61] Übersicht bei *Cookson/Fox/Gil-Bazo/Imbet/Schiller* (Fn. 34), 42.

werden, um das Einlegervertrauen in das Institut zu fördern und voreilige Einlagenabzüge zu unterbinden. Zum anderen kann bei einem sich abzeichnenden Run infolge von Fehlinformationen oder Gerüchten in den sozialen Medien durch eine, über denselben Kommunikationskanal erfolgende, aktive Krisenkommunikation mäßigend auf die dortigen Kommunikationsströme und dem daraus resultierenden Einlegerverhalten eingewirkt werden.

Letzteres lässt sich anhand der SVB-Krise illustrieren. Als der Run auf die SVB-Einlagen begann, hatte das Institut bereits Maßnahmen zur Kapitalbeschaffung ergriffen, um die Liquidität zu stärken. Obwohl aufgrund der spezifischen Einlegerstruktur die Gefahr eines koordinierten Einlagenabzugs in substanzieller Höhe bestand, löste die Ankündigung der Schritte zur Behebung des Liquiditätsengpasses am 8. März 2023 letztlich den Run am Folgetag aus.[62] Wenngleich strukturelle Risiken bei der SVB nicht zu leugnen waren, hätte eine aktive Kommunikation der finanziellen Situation der SVB sowie der mit den vorgesehenen Maßnahmen verfolgten Zwecke über die sozialen Medien womöglich einen mäßigenden Effekt auf den folgenden Bank-Run haben können. Zumindest kann das Institut der Einlegerkoordination unmittelbar entgegenwirken. Eine vertrauensfördernde, transparente und authentische Kommunikation über die von Stakeholdern genutzten Informations- und Kommunikationskanäle sollte daher bei Bankinstituten zum Instrumentarium der Adressierung von Bank-Run-Risiken gehören.

Auch außerhalb des Krisenfalls gilt es, die externe Kommunikation proaktiv dahingehend auszurichten, dass das Vertrauen in die Geschäftstätigkeit eines Instituts gefördert wird. Sind die Einleger über die mit operativen Schritten verfolgten Zwecke informiert und vertrauen sie den von Instituten ausgegebenen Informationen, werden sie ihre Einlagen eher bei der entsprechenden Bank belassen. Eine auf Vertrauen bauende Kommunikationspolitik ist daher unerlässlich, um durch einen Bank-Run ausgelösten Liquiditätsengpässen vorzubeugen. Derartige Kommunikationsaktivitäten fallen in den Bereich des Reputationsmanagements mit dem Ziel, die Außenwahrnehmung des Unternehmens positiv zu gestalten.

### *3. Implementierung über das Risikomanagement*

Erblickt man im Monitoring und der institutsseitigen Kommunikation taugliche Elemente zur Adressierung des Bank-Run-Risikos, stellt sich in einem zweiten Schritt die Frage ihrer Implementierung in die Geschäftsorganisation eines Instituts. Einen vielversprechenden Anknüpfungspunkt könnte das Risikomanagement bieten.

Nach § 25a Abs. 1 S. 1 KWG muss ein Institut über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügen, welche die Einhaltung der vom Institut zu be-

[62] FED (Fn. 16), 6 f.

achtenden gesetzlichen Bestimmungen und der betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten gewährleistet. Anforderungen an die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation werden nur in qualitativer Hinsicht formuliert, damit obliegt es grundsätzlich dem Institut selbst, die konkrete Ausgestaltung festzulegen.[63] § 25a Abs. 1 S. 3 KWG verlangt als Element einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation die Implementierung eines angemessenen und wirksamen Risikomanagements. Ziel ist es, die Risikotragfähigkeit des Instituts laufend sicherzustellen. Nach § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3 KWG sieht das Risikomanagement insbesondere die Einrichtung interner Kontrollverfahren mit einem internen Kontrollsystem und einer Internen Revision vor, wobei das interne Kontrollsystem nach § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3 lit. b, c KWG insbesondere Prozesse zur Identifizierung, Beurteilung, Steuerung sowie Überwachung und Kommunikation der Risiken sowie eine Risikocontrolling- und Compliance-Funktion zu umfassen hat.

Eine Konkretisierung dieser gesetzlichen Anforderungen findet sich in den von der BaFin herausgegebenen Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk),[64] die an die in § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3 lit. b KWG genannten qualitativen Anforderungen anknüpfen und sich mit institutsinternen Prozessen befassen.[65] Spezifische Anforderungen an die dort genannten Prozesse sind in Modul BT niedergelegt.[66]

### *a) Monitoring als Instrument der Risikoidentifizierung*

Ausweislich BTR 3.1 Tz. 2 MaRisk haben Institute zu gewährleisten, dass ein sich abzeichnender Liquiditätsengpass frühzeitig erkannt wird.[67] Zu diesem Zweck haben Institute ein Frühwarnverfahren bzw. Monitoringsystem einzurichten, das die frühzeitige Erkennung gewährleistet, indem Institute und das Management in die Lage versetzt werden, zeitnahe und zukunftsgerichtete Informationen zur Liquiditätslage zu erhalten.[68] Mit Blick auf die – auch im Hinblick auf Bank-Runs – hohe Bedeutung der *Intra-Day*-Liquidität, ist ein Monitoringsystem so auszurichten, dass sowohl auf täglicher Basis als auch untertags Liquiditätsengpässe identifiziert werden können.[69] Dafür haben In-

---

[63] Hopt/Binder/Böcking/*Böcking/Bundle*, CG-HdB, 2. Aufl. 2020, § 2 Rn. 26.

[64] Rundschreiben 05/2023 (BA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement, 29.06.2023, geändert. am 18.10.2023, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2023/rs_05_2023_MaRisk_BA.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[65] MaRisk AT 1 Tz. 1; Fischer/Schulte-Mattler/*Braun*, KWG, § 25a Rn. 68, 72; *Waschbuch/Kiszka/Runco*, BKR 2020, 615, 616.

[66] Fischer/Schulte-Mattler/*Braun*, KWG, § 25a Rn. 84.

[67] MaRisk BTR 3.1 Tz. 2; s. dazu auch Fischer/Schulte-Mattler/*Braun*, KWG, § 25a Rn. 321.

[68] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 24 f.

[69] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 25.

stitute entsprechend AT 4.3.2 Tz. 2 MaRisk geeignete Frühwarnindikatoren abzuleiten, die je nach Risikoart auf quantitativen und/oder qualitativen Risikomerkmalen basieren.[70] Mögliche quantitative Frühwarnindikatoren sind bspw. höhere und schnellere Abflüsse von Einlagen, die *Loan-to-Deposit Ratio*, also das Verhältnis von Kundenaktivgeschäft zu -passivgeschäft, Aktienkursrückgänge oder ein Kostenanstieg bei *Credit Default Swaps*.[71] Schlechte bzw. negative Presseberichterstattung kann demgegenüber bspw. einen möglichen qualitativen Frühwarnindikator darstellen.[72]

Mehrere Aspekte sprechen dafür, auch eine negative Informationslage in den sozialen Medien sowie das dort messbare allgemeine Stimmungsbild gegenüber dem Institut, insbesondere das der Stakeholder, als qualitativen Frühwarnindikator für einen auf einen Bank-Run zurückzuführenden Liquiditätsengpass aufzufassen. Zum einen überschneiden sich die Presseberichterstattung und die Informationslage in den sozialen Medien. So umfasst mediale Finanzberichterstattung heute nicht mehr nur den (Investigativ-)Journalismus durch spezialisierte Finanzzeitungen, sondern auch Kommunikationsaktivitäten von Journalisten in den sozialen Medien, die Auslöser für negative Publicity und Gerüchte unter Marktteilnehmern sein können. Zudem vermitteln neben Presseredakteuren in den sozialen Medien auch Kunden Informationen an ein breites Publikum. Aus dieser Perspektive betrachtet muss dem technologischen Wandel Rechnung getragen werden, sodass auch das Veröffentlichen, Verbreiten und Aufgreifen negativer Informationen über ein Institut in den sozialen Medien als qualitativer Frühwarnindikator zu qualifizieren ist.

Hinsichtlich des Liquiditätsrisikos postuliert zudem BTR 3.1 Tz. 2 MaRisk, dass auch die Auswirkungen anderer Risiken auf die Liquidität im Monitoringsystem zu berücksichtigen sind. Explizit führt die MaRisk an dieser Stelle Reputationsrisiken auf. Tatsächlich weisen beide Fallstudien darauf hin, dass die Reputation eines Instituts durch die mediale Informationslage beeinträchtigt werden kann; im Fall von CS wurde davor sogar ausdrücklich gewarnt.[73] Sie belegen damit die Existenz einer Wechselwirkung zwischen der institutsbezogenen Informationslage in den sozialen Medien und dem Verhalten der Kunden, welches direkte Auswirkungen auf das Einlagengeschäft und damit schlussendlich auf die Liquidität hat. Ebenso weisen beide Fallstudien darauf hin, dass die aus den Kommunikationsaktivitäten in den sozialen Medien resultierenden Verhaltensreaktionen prognostizierbar sind. Die Informationslage in den sozialen Medien beeinflusst die Reputation der Bank, womit sie ein empirisch nachgewiesenes Reputationsrisiko mit empirisch nachgewiesener Wechselwirkung

[70] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 26.
[71] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 27.
[72] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 28.
[73] S. unter Fn. 60.

zur Liquidität des Instituts darstellt.[74] Folglich sollten institutsbezogene Informationsströme Berücksichtigung im Risikomanagement von Banken finden.

Ein Monitoring der sozialen Medien stellt jedenfalls ein Präventionsinstrument zur Identifizierung potenzieller Krisensituationen dar, die Anlass für einen Bank-Run bieten können und damit das Liquiditätsrisiko betreffen. Zur Risikoidentifizierung kann es in das ohnehin vorzuhaltende Monitoring-System implementiert werden. Die Erforderlichkeit ist dabei von jedem Institut individuell im Rahmen der nach AT 4.3.2 Tz. 2 MaRisk vorzunehmenden Ableitung von Liquiditätsrisikofaktoren zu ermitteln. Mithilfe der in AT 2.2 Tz. 2 MaRisk vorgeschriebenen Risikoinventur prüfen Institute dann, ob die mediale Informationslage die Liquidität wesentlich beeinträchtigen kann.[75] Nach Beurteilung einer potenziellen Risikolage können anschließend die möglichen Auswirkungen auf das Einlegerverhalten und die Liquidität prognostiziert werden. Ein Verzicht auf ein solches Monitoring der sozialen Medien stellt jedenfalls ein operationelles Risiko dar, da das Verhalten der Einleger auf diese Weise frühzeitig antizipiert werden kann.

### *b) Kommunikation als Instrument der Risikosteuerung*

Die bereits angesprochene institutseigene Kommunikation in den sozialen Medien stellt ein weiteres Präventionsinstrument dar, welche zugleich als Interventionsinstrument fungieren kann und zur Steuerung von Liquiditätsrisiken in das Risikomanagement implementiert werden könnte. Nach BTR 3.1 Tz. 9 MaRisk hat ein Institut festzulegen, welche Maßnahmen im Falle eines Liquiditätsengpasses ergriffen werden sollten, wobei hierfür auch die zu verwendenden Kommunikationswege festzulegen sind. Im Falle einer Liquiditätskrise ist eine angemessene interne und externe Kommunikation sicherzustellen, um den Liquiditätsengpass abzuwenden.[76] Das setzt neben der Festlegung der Verantwortlichkeiten, Ziele und Maßnahmen zur Liquiditätssteuerung in einem Notfallplan auch die Aufstellung von Einstufungskriterien für dessen Auslösen voraus.[77] Dabei empfiehlt sich ein mehrstufiger Eskalationsmechanismus. So zeigte sich die externe Kommunikation der SVB, die mitursächlich für den Bank-Run war,[78] als zu verspätet, um den in den sozialen Medien offenkundig gewordenen Vertrauensverlust abzufangen. Die unterschiedlichen Phasen der SVB-bezogenen Twitter-Aktivität bieten einen Anknüpfungspunkt für Einstufungskriterien zum Auslösen einzelner Eskalationsstufen. Ziel eines betroffenen Instituts sollte es sein, frühzeitig – möglichst zu Beginn des *Pre-Run*-Stadiums – zu rea-

---

[74] Zur empirischen Studie oben III.3.b).
[75] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 32.
[76] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 116.
[77] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 116.
[78] S. III.3.a).

gieren und zu einer kommunikativen Risikosteuerung überzugehen. Bestenfalls lässt sich das kollektive Einlegerverhalten durch eine dauerhaft betriebene, funktionierende Vertrauenspflege erheblich eindämmen. Dafür eignen sich in den sozialen Medien vorhandene Auftritte des Instituts, die sich den Investor- und Public-Relations widmen, wenn das Kundenklientel ebenfalls aktiv die sozialen Medien bespielt. Da bei einer sich anbahnenden Liquiditätskrise als Ergebnis eines von den sozialen Medien getriebenen Stressszenarios schnelle Entscheidungen und umgehende Kommunikation gefordert sind,[79] empfiehlt sich ein Rückgriff auf diese Kommunikationswege. Es gilt sicherzustellen, dass die in diesen Fällen zuständige Abteilung hinreichend professionalisiert ist und weiß, ab wann verdächtige Informationsvorgänge in den sozialen Medien intern zu melden sind, über welchen Kanal die externe Kommunikation erfolgen soll und dass sie eine rechtzeitige Freigabe erhält, auf bestimmte Kommunikationsaktivitäten in den sozialen Medien reagieren zu dürfen.

In Verknüpfung der Lehren beider Fallstudien bedeutet das für betroffene Institute konkret: Wird ein Liquiditätsengpass durch einen durch die sozialen Medien angefachten Bank-Run hervorgerufen, kann die Kommunikation in sozialen Medien zur Deeskalation herangezogen werden. Neben der Einwirkung auf das individuelle Einlegerverhalten kann dies auch einer koordinierten Einlegerreaktion entgegenwirken. Bei diesem Unterfangen ist jedoch besondere Vorsicht geboten. Angesichts der Tatsache, dass Bankinstitute oftmals börsennotiert sind, setzt das Marktverhaltensrecht der Krisenkommunikation über soziale Medien in diesen Situationen klare Grenzen. Die vom Institut geführte, externe Kommunikation stellt einen Drahtseilakt dar, muss sie doch die Gratwanderung zwischen einer authentischen und damit vertrauensfördernden Aussage und einer den Insider- (Art. 10, 17 MAR) oder Marktmanipulationsverboten (Art. 12, 15 MAR) unterfallenden Aussage schaffen. Bewusst beschönigende Aussagen überdehnen den Rahmen des rechtlich Erlaubten ebenso, wie eine (unabsichtliche) Veröffentlichung ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen über soziale Medien.[80]

## V. Implikationen für die Aufsicht

Wenn Gerüchte über Anfälligkeiten eines Bankinstituts in den sozialen Medien aufkommen und sich verbreiten, ist nicht nur das betroffene Institut gefährdet. Die Informationslage in den sozialen Medien kann sich zu einer Bedrohung

[79] Krimphove/Lüke/*Mietzner*, MaRisk, 2022, BTR 3.1 Rn. 118.

[80] Am Beispiel von Axel Lehmanns Aussagen im Dezember 2022, die der FINMA Anlass zur Untersuchung gaben, https://www.nzz.ch/finanzen/kundengeldabfluesse-im-wesentlichen-gestoppt-warum-diese-aussage-credit-suisse-praesident-lehmann-einholen-koennte-ld.1727073? (zuletzt abgerufen: 06.08.2024). S. auch *Buck-Heeb*, AG 2021, 42; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 445 f.; *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333, 1337 ff.

der Funktionsfähigkeit des Bankensystems ausweiten, wie die Nachwehen der SVB-Krise eindringlich zeigten. Das gilt insbesondere, sofern Aussagen in den sozialen Medien, wie bei CS,[81] systemrelevante Banken betreffen.[82] Eine solche Bedrohungslage kann sich zu einem systemischen Risiko verdichten. Es lässt sich daher auch auf Ebene der Bankenaufsicht über verbesserte Präventions- und Interventionsmöglichkeiten nachdenken.

### *1. Anpassung der Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen*

Ein erster Ansatz könnte die Nachschärfung der Anforderungen an vorzuhaltende Puffer sein.[83] Nach § 11 Abs. 1 S. 1 KWG müssen Banken ihre Mittel in einer Weise anlegen, die jederzeit eine ausreichende Liquidität gewährleistet. Das soll sicherstellen, dass Institute zur Wahrung des Vertrauens in ihre finanzielle Stabilität jederzeit in der Lage sind, Einlagen vor Fälligkeit auszuzahlen.[84] Konkretisiert wird die Norm durch die KapitaladäquanzVO,[85] die Liquiditätsverordnung[86] und MaRisk, die jeweils konkretisierende Anforderungen an die Liquidität stellen. Nach BTR 3.1 Tz. 4 MaRisk ist laufend zu überprüfen, inwieweit ein Institut, auch bei angespanntem Marktumfeld, in der Lage ist, einen auftretenden Liquiditätsbedarf zu decken. Dabei ist insbesondere auch auf den Liquiditätsgrad der Vermögenswerte abzustellen. Für kurzfristig eintretende Verschlechterungen der Liquiditätssituation – wie im Falle eines Bank-Runs – hat das Institut ausreichend bemessene, nachhaltige Liquiditätspuffer in Form hochliquider, unbelasteter Vermögensgegenstände vorzuhalten. Für kapitalmarktorientierte Institute gelten nach BTR 3.2 Tz. 2 MaRisk diesbezüglich strengere Anforderungen an die vorzuhaltenden Liquiditätspuffer. An diese Vorgaben anknüpfend hat die BaFin bereits heute über § 11 Abs. 2 und 3 KWG die Möglichkeit, im Einzelfall präventiv mit erhöhten Liquiditätsanforderungen nachzusteuern.[87] Ob die Zusammenbrüche von SVB und CS daher eine gute Grundlage bilden, allgemein die Eigenmittelanforderungen zu verschärfen, bleibt abzuwarten.

---

[81] Dazu FINMA, Systemrelevante Banken, https://www.finma.ch/de/durchsetzung/resolution/too-big-to-fail-und-systemstabilitaet/systemrelevante-banken/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[82] Einen Marktüberblick in Deutschland gibt Fischer/Schulte-Mattler/*Lindemann*, KWG, § 12 Rn. 12.

[83] In diese Richtung FINMA (Fn. 49), 58 ff.

[84] Fischer/Schulte-Mattler/*Zeranski*, KWG, § 11 Rn. 1.

[85] S. Teil 6 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

[86] S. §§ 2 ff. LiqV.

[87] Fischer/Schulte-Mattler/*Zeranski*, KWG, § 11 KWG Rn. 6.

Nachgeschärfte Vorgaben allein vermögen Bankinstitute nicht vor einem durch die sozialen Medien ausgelösten Bank-Run zu bewahren.[88] Dies hat spätestens der in Etappen verlaufende Run auf die CS aufgezeigt. Einmal in den Medien aufgekommene Informationen können das Vertrauen in die finanzielle Stabilität eines Instituts nachhaltig beschädigen und den Glauben an den Erfolg von Restrukturierungsmaßnahmen untergraben. Die Dimensionen der Auswirkungen negativer Informationen in den sozialen Medien übertreffen das den Instituten zumutbare Nachschärfungspotenzial bei Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen. Zu hohe Anforderungen würden das gesamte Geschäftsmodell unverhältnismäßig beeinträchtigen. Der in der Causa SVB prognostizierte Einlagenabzug iHv 85 % aller Einlagen innerhalb von zwei Tagen[89] sowie die für CS vor dem Bank-Run bereits geltenden erhöhten Liquiditätsanforderungen belegen eindrucksvoll,[90] dass noch so hohe Vorgaben alleine nicht reichen werden, um die von einer negativen informationellen Gemengelage in den sozialen Medien bedrohten Institute im Ernstfall vor existenzbedrohenden Liquiditätsengpässen bewahren zu können.

### 2. *Screening der sozialen Medien durch die Aufsicht*

Die Aufsichtsbehörden könnten zudem ein systematisches Screening der sozialen Medien vornehmen, um auf diese Weise frühzeitig die Bildung von Finanzmarkt- und Institutsstabilität abträglichen Informationsströmen und Stimmungsbildern zu erkennen. Dies gilt zuvorderst für systemrelevante Bankinstitute.[91] Dies trägt ersten Analysen des SVB-Runs Rechnung, die aufwarfen, ob die Aufsichtsbehörden von dem sich abzeichnenden Risiko eines Bank-Runs auf die SVB hätten wissen können oder gar müssen, wenn man den sozialen Medien mehr Aufmerksamkeit geschenkt hätte.[92] Einem Bericht des *Government Accountability Office* zufolge versäumten US-amerikanische Aufsichtsbehörden es, ihre Bedenken zum Risikomanagement im Einlagengeschäft in den Monaten vor den Zusammenbrüchen der betroffenen Institute zu äußern.[93]

---

[88] So auch *Yellen*, https://www.cbsnews.com/news/janet-yellen-congressional-testimony-today-banking-system-remains-sound-silicon-valley-bank-signature-bank-collapse/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024). CS etwa entsprach den regulatorischen Kapitalanforderungen, s. FINMA (Fn. 49), 7, 57 f.

[89] BIS (Fn. 21), 9. S. auch oben unter III.3.a).

[90] S. oben III.4.b).

[91] In diese Richtung lesen sich die von der FINMA gezogenen Lehren aus der Krise der CS, FINMA (Fn. 49), 10.

[92] *Colgan*, ABA Banking Journal September/October 2023, 28, 29.

[93] Government Accountability Office, Bank Regulation: Preliminary Review of Agency Actions Related to March 2023 Bank Failures, 11.05.2023, 6 ff., https://www.gao.gov/products/gao-23–106736 (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

Weder das europäische noch das deutsche Bankaufsichtsrecht sehen derzeit die Einrichtung aufsichtsbehördlicher Screening-Mechanismen zur Überwachung von Informationsströmen in den sozialen Medien vor. Auf diese Weise ließen sich jedoch Gerüchte und vermeintliche Falschinformationen ermitteln, zu deren Verifizierung sie die beaufsichtigten Institute befragen könne. Die erforderlichen Technologien zur Ermittlung und Analyse institutsbezogener Stimmungsbilder stehen längst bereit.[94] Aufsichtsbehörden setzen am Kapitalmarkt bereits diverse Tools für verschiedene Arten der Marktüberwachung, etwa zur Aufdeckung von Insiderhandel oder Marktmanipulation, ein.[95] Wenn schon die Möglichkeit einer derartigen Überwachung grundsätzlich besteht, erscheint eine Ausweitung auf den Bankensektor angesichts der jüngsten Bankenkrise zumindest indiziert. Äußerungen des Präsidenten der Deutschen Bundesbank zur SVB-Krise deuten zumindest darauf hin, dass sich die Aufsichtsbehörden hierfür grundsätzlich offen zeigen.[96]

### *3. Kooperation zwischen Aufsicht und Instituten*

Auch die späte Intervention der FINMA deutet auf Verbesserungspotenzial bei der Prävention von Bank-Runs hin. Obschon der CS bereits erhöhte Anforderungen bezüglich ihrer Liquiditätspuffer durch die FINMA auferlegt wurden, sind regulatorische Nachschärfungen nur ein Teilelement zur Verhinderung medial ausgelöster Bank-Runs. Klare Erwartungen seitens der Aufsicht an die externe Kommunikation von Instituten könnten einen dritten Ansatzpunkt zur Prävention medial angefachter und befeuerter Bank-Runs bieten.

Obwohl die spezifische Ausgestaltung der externen Kommunikation bislang den Instituten obliegt, lässt sich andenken, den beaufsichtigten Instituten allgemeine Instruktionen zur Reaktion auf mediale Reputationsrisiken an die Hand zu geben. Explizite Vorgaben für bestimmte Szenarien, wie die eines sich anbahnenden Bank-Runs, kann man indes aufgrund der multipolaren Gründe für einen solchen nicht erwarten.[97] Sofern also keine verbindlichen Vorgaben über das *Wie* der externen Kommunikation von Seiten der Aufsicht gestellt werden, ist das *Ob* der externen Kommunikation durch die Institute von der Aufsicht genau zu überwachen. In Reaktion auf die aus dem Screening gewonnen Erkenntnisse über potenziell bedrohliche Strömungen, kann die Aufsicht früher intervenieren und einzelfallbezogene Anordnungen wie etwa gem. § 25a Abs. 2 S. 2 KWG treffen. Zudem kann die Aufsicht im Frühstadium eines Bank-Runs bereits eng mit potenziell betroffenen Instituten zusammenarbeiten, um eine

---

[94] *Colgan*, ABA Banking Journal September/October 2023, 28, 29.

[95] Am Beispiel der SEC: *Colgan*, ABA Banking Journal September/October 2023, 28, 29.

[96] https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/banken-ansturm-sozial-media-bankenaufsicht-bundesbank-100.html (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[97] Dies würde wohl auch dem Grundsatz der institutseigenen Ausgestaltung des Risikomanagements widersprechen, dazu bereits unter IV.3.

entsprechende Strategie zur Krisenkommunikation zu erarbeiten. Da Krisenkommunikation nicht nur Bestandteil des Risikomanagements, sondern auch ein rechtlicher Drahtseilakt mit gesetzlichen Vorgaben ist, kann die Aufsicht auf diesem Wege ebenfalls prüfen, dass die Institute mit ihren öffentlichkeitswirksamen Aussagen die rechtlichen Grenzen externer Kommunikation einhalten.

Auch die eigene Kommunikation der Aufsicht über das Verhalten anderer Einleger kann weitere Einleger zum Einlagenabzug motivieren, was es zu verhindern gilt.[98]

## VI. Ausblick

Sowohl FED als auch FINMA haben jeweils die Krisen der SVB und CS aufgearbeitet und erste Lehren gezogen. Auch die Aufsichtsbehörden nicht unmittelbar betroffener Länder hat die Dynamik des Geschehens auf den Plan gerufen.[99] Die vergangene Bankenkrise bietet aus Sicht der Institute Anlass, das bestehende Risikomanagement kritisch zu hinterfragen. Letztlich obliegt es indes den Instituten selbst, die Risiken der von den sozialen Medien ausgehenden Kommunikation zu evaluieren. Doch auch Aufsichtsbehörden können im Interesse der Wahrung der Finanzmarktstabilität ihre Funktion als Hüter des Finanzmarktsystems weiter ausfüllen und zukünftig eine noch engere Zusammenarbeit mit Instituten anstreben.

Die dargestellten Erkenntnisse bieten vielfältige Möglichkeiten zur hierauf aufbauenden Forschung. Nachdem sich unternehmensgefährdende Kommunikationsmuster in den sozialen Medien haben beobachten lassen, stellt sich die Frage nach der Effektivität der vorgeschlagenen Maßnahmen im Hinblick auf das Sentiment der Stakeholder in den sozialen Medien. Des Weiteren bietet sich weiterführende Forschung dazu an, ob sich die vorangegangenen Überlegungen auch auf andere, sektorfremde Unternehmen übertragen lassen. Der deutsche Gesetzgeber hat in Reaktion auf den Wirecard-Skandal etwa einen neuen Absatz in § 93 AktG eingefügt,[100] wonach börsennotierte Gesellschaften nunmehr allgemein zur Einrichtung eines angemessenen und wirksamen internen Kontrollsystems und Risikomanagementsystems verpflichtet sind. In diesem Zusammenhang bleibt es der Rechtswissenschaft aufgetragen, zu überprüfen, ob die hier vorgeschlagenen Maßnahmen, die maßgeblich auf der bankaufsichtsrechtlichen Norm des § 25a KWG basieren, auch im Kontext des § 93 Abs. 3 AktG fruchtbar gemacht werden könnten.

---

[98] *Brown/Trautmann/Vlahu*, 63 Management Science (2017), 2272, 2280.

[99] Jüngst etwa die EZB: https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-asks-some-lenders-monitor-social-media-early-signs-bank-runs-sources-2024-01-24/ (zuletzt abgerufen: 06.08.2024).

[100] Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität (Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz – FISG) vom 03.06.2021 (BGBl 2021 I S. 1534).

# Öffentlichkeit und ihre Analyse

## Vorschlag einer Registererweiterung

*Luis Basler/Sophie Loidolt*

I. Einführung ..... 117
II. Funktionale Auffassungen der Öffentlichkeit: Akteur und Sphäre der Worte ..... 118
III. Paradigma des Wortes und metrisierte Kommunikation: Sentimentanalysen und ihre Gegenstände ..... 121
IV. Öffentlichkeit als normative Kommunikationspraxis (Habermas) ..... 122
V. Erleben der Öffentlichkeit als orientierter Sinnraum (Arendt, Schütz) und als „affective publics" (Papacharissi) ..... 126
VI. Fazit ..... 133

## I. Einführung

Unternehmen haben ein legitimes Interesse daran, zu wissen, wie ihnen die öffentliche Meinung gestimmt ist. In digitalen Öffentlichkeiten, etwa auf Social Media-Plattformen, bekundet sich diese öffentliche Stimmung in der Form einer unüberschaubaren Menge von informellem Text, der bspw. auf Microbloggingplattformen wie X (vormals Twitter) publik ist. Ein empirisch-deskriptives Verfahren zur Untersuchung dieser Textmenge, das darauf abzielt, die öffentliche Meinung gegenüber einem Gegenstand zu erfassen, stellen sog. *Sentimentanalysen* dar. Das sind algorithmische Verfahren, mit denen beansprucht wird, aus großen Textmengen solche Äußerungen herauszusuchen, zu klassifizieren und zu aggregieren, die als Bekundungen des *sentiments* (Meinung, Haltung, Einstellung) gelten können.[1]

Verfahren wie die Sentimentanalyse setzen eine spezifische Auffassung von Öffentlichkeit und Kommunikation voraus. In unserem Beitrag möchten wir zunächst diese und weitere Auffassungen von Öffentlichkeit in den Rechts- und Kommunikationswissenschaften skizzieren, um jenes Verständnis von

[1] Vgl. *Wankhade et al.,* 55 Artificial Intelligence Review 2022, 5731; *Thewall et al.,* 61 (12) Journal of the American Society for Information Science and Technology 2020, 2544.

Öffentlichkeit herauszustellen, das für das Verfahren der Sentimentanalyse zentral scheint. Um dieses Verfahren durchführen zu können, bedarf es eines Verständnisses von öffentlicher Meinung bzw. der Öffentlichkeit als Aggregat von Einzelheiten. In einem nächsten Schritt wird diese Auffassung problematisiert: Es wird sich zeigen, dass Öffentlichkeit nicht auf diskrete Sinneinheiten reduzierbar ist, deren Aggregation die öffentliche Meinung abbildete. Diesem Einwand liegt ein Verständnis von Öffentlichkeit und Kommunikation zu Grunde, die diese als Praxis in orientierten Sinnräumen begreift und darüber hinaus mit dem Konzept von digitalen Öffentlichkeiten als ‚affective publics' arbeitet. Ohne den Nutzen wortbasierter, quantitativer Meinungserfragung prinzipiell in Frage stellen zu wollen, möchten wir einen Vorschlag zur Registererweiterung im Nachdenken über Öffentlichkeit in der Unternehmenskommunikationsforschung unterbreiten. Anstatt sich allein am vernehmbaren Wort als Ausdruck des Geschehens in Öffentlichkeit zu orientieren, plädieren wir für eine Perspektive, die die inhärent normativen Kommunikationspraktiken und den konkreten Sinnraum Öffentlichkeit sowie die digitalen Technologien sozialer Medien als Kanäle und Regulatoren affektiver Bewegtheit in den Blick nimmt. Wir plädieren also dafür, die wortbasierten, quantitativen Methoden um eine kritische, hermeneutisch-phänomenologische Perspektive zu erweitern. Aus dieser wird etwas an Öffentlichkeiten sichtbar, das auch für die Analyse digitaler Unternehmenskommunikation fruchtbar gemacht werden könnte. Unser Beitrag zeigt in einem abschließenden Abschnitt diese Möglichkeiten kurz an.

## II. Funktionale Auffassungen der Öffentlichkeit: Akteur und Sphäre der Worte

‚Öffentlich' nennen wir das, was für jedermann vernehmbar sein kann. Was wir aber als ‚Öffentlichkeit' bezeichnen, ist weniger klar. Es variiert mit den Perspektiven, die auf das für jedermann Sichtbare eingenommen werden.

So können wir bspw. in juristischer Einstellung mit ‚Öffentlichkeit' die grundgesetzlich verbriefte Verhandlungsöffentlichkeit von Bundestag- und Bundesrat meinen, die ihre Debatten für ein rezipierendes Publikum einsehbar zu führen haben (vgl. Art 42 Abs. 1 S. 1 GG sowie Art. 52 Abs. 3 S. 3 GG). Die öffentlich gehaltene Parlamentsrede dient der Bildung einer *öffentlichen Meinung*, vor der sich parlamentarisches Handeln zu rechtfertigen hat:

„Die in Art. 42 Abs. 1 S. 1 GG für den Bundestag verankerte Parlamentsöffentlichkeit [… soll] die Möglichkeit der ungefilterten Unterrichtung und nicht von vornherein inhibierten Kontrolle des Volkes über die Tätigkeit seiner gewählten Repräsentanten sichern. Gleichzeitig ermöglicht erst die Öffentlichkeit der dem Parlament vorbehal-

tenen wesentlichen Entscheidungen die Legitimationsfunktion der öffentlichen Meinung."[2]

Das parlamentarische Handeln hat sich in einem öffentlichen Charakter zu vollziehen.[3] In diesem Sinne ist nicht der öffentliche Charakter der Rede begründungsbedürftig, sondern erst der Ausschluss der Öffentlichkeit aus dem Parlament: „Der Bundestag verhandelt öffentlich. Auf Antrag […] kann die Öffentlichkeit […] ausgeschlossen werden." (Art. 42 Abs. 1. S. 2 GG) Dem liegt die Vorstellung zu Grunde, dass das parlamentarisch erlassene Recht nicht nur alle betrifft, sondern sein Erlass auch alle gleichermaßen vor Augen stehen muss, um legitim sein zu können. Rechtmäßig kann nur das sein, was vor den Augen und Ohren der Öffentlichkeit zustande kommt. Die Dinge, die alle angehen, sollen einsehbar sein.

An eine solche Logik der Sichtbarkeit dessen, was angeht, schließen auch die privatrechtlichen Informationspflichten großer Unternehmen an. So gibt es etwa Publizitätsregeln im Aktienrecht, die die Offenlegung von Unternehmenszahlen betreffen. Um das „Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate" (Erwägungsgrund 2 MAR Nr. 596/2014) zu gewährleisten, sind darüber hinaus sog. Insiderinformationen *ad hoc* zu veröffentlichen, sodass „es der Öffentlichkeit ermöglicht [wird], schnell auf sie zuzugreifen, falls vorhanden, und sie vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten" (Art 17. Abs. 1 MMVO). Öffentlichkeit ist hier als Ort des Bewertens angesprochen. Sie ist der Ort, an dem sich Meinungen ausprägen und bilden, wofür die dafür notwendigen Informationen bereitgestellt werden müssen. Doch es gibt auch ein unternehmerisches Analogon zur parlamentarischen Öffentlichkeit, welches noch stärkeren Partizipationscharakter hat: dies ist die ‚Öffentlichkeit' der Hauptversammlung, über deren Charakter im Zuge der Corona-Pandemie viel diskutiert wurde. Mit der Ermöglichung durch den Gesetzgeber, diese Hauptversammlungen auch virtuell und nicht nur in Präsenz durchführen zu können, eröffneten sich plötzlich neue Möglichkeiten der Beteiligung und Koordinierung der Kleinanleger:innen. Öffentlichkeit wird hier zu einer Handlungsöffentlichkeit, die im digitalen Zeitalter wesentliche Erweiterungen erfährt bzw. erfahren kann, soweit dies rechtliche Regelungen zulassen.

Das in der zeitgenössischen Unternehmenskommunikationswissenschaft üblicherweise artikulierte Verständnis von Öffentlichkeit ist wiederum eines, welches in die Kerbe der Beobachtungsinstanz und des Reservoirs der Meinungsbildung schlägt. Diese Aspekte werden vor allem aus der Sicht des Unternehmens beurteilt, das sich der öffentlichen Meinung präsentiert und evtl. auch positioniert, indem es z. B. gesellschaftlich relevante Aufgaben sichtbar

---

[2] *Kloepfer,* in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, 3. Aufl. 2005, 3. Band, Art. 42 Rn. 54.

[3] Vgl. *Ingold,* 56 (4) Der Staat 2017, 491, 496.

zu den seinen macht und dadurch auch Reputation erwerben kann. Bspw. heißt es im einschlägigen deutschsprachigen *Handbuch Unternehmenskommunikation*, dass die Öffentlichkeit „offen für alle kollektiv bedeutsamen Themen und Meinungen" sein müsse.[4] Ihre Funktion bestehe im „diskursiven Umgang" mit diesen bedeutsamen Themen und Meinungen, um in ihr Argumente zu erörtern, auf dass die Öffentlichkeit eine „öffentliche Meinung heraus[bildet], die als überzeugend wahrgenommen und anerkannt wird". In themenspezifischen *Arenen* der Öffentlichkeit agierten Unternehmen in ihrem Kommunikationsbemühen. Sie verfolgten dabei das Ziel, an der öffentlichen Meinungsbildung teilzuhaben und sie in ihrem Sinne zu steuern.[5] Es sei aber nicht von *der* Öffentlichkeit auszugehen, an die sich Unternehmen zu richten hätten, sondern von verschiedenen Öffentlichkeiten, die sich um konkrete Themen gruppierten und die in einer gestuften Heuristik zu beschreiben wären: von der Ebene der *einfachen Interaktion* zwischen Menschen, die sich im außerhäuslichen Umfeld sprechend begegnen; über die *Versammlungsöffentlichkeit*, die sich bspw. auf Kundgebungen oder anderen sozialen Zusammenkünften anlassbezogener Art einstellten; bis hin zur *massenmedial vermittelten Öffentlichkeit*, in der Themen von gesamtgesellschaftlicher Bedeutung ausgehandelt würden.[6] Aus einer systemtheoretisch informierten Perspektive fungierten diese Stufen und Formen der Öffentlichkeit jeweils als *Beobachtungsinstanz,* die nicht nur das politische Geschehen der Zeit im Blick hätte, sondern ebenso auf das Gebaren von Unternehmen bezogen sei. Die Meinung bezüglich eines Unternehmens handele sich in diesen beobachteten Arenen aus. Aus Unternehmensperspektive müssten die Ebenen und Arenen der Öffentlichkeit daher als Reservoire der Erwartungsbildung ihnen gegenüber betrachtet werden. Genau diese Instanzen gelte es in der Unternehmenskommunikation zu adressieren, sowohl um die Meinung der Konsument:innen zu monitoren als auch um auf diese Meinung aktiv Einfluss zu nehmen.[7]

In diesem juridischen und unternehmenskommunikativen Sprechen taucht Öffentlichkeit zunächst und zumeist als Handlungsakteur auf – unabhängig davon, ob Öffentlichkeit hier im Singular oder Plural angesprochen wird. Es ist *die* Öffentlichkeit, die ausgeschlossen werden kann. Es ist *die* Öffentlichkeit, die Vertrauen schenkt und entzieht. Es ist *die* Öffentlichkeit, die bewertet und beobachtet. Es ist *die* Öffentlichkeit, die handelt und sich ihre Meinung bildet.

---

[4] *Scheufele,* in: Zerfraß/Piwinger/Röttger (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskommunikation. Strategie – Management – Wertschöpfung, 2019, 17.

[5] Vgl. *Zerfraß,* in: Zerfraß/Piwinger/Röttger (Hrsg.), Unternehmenskommunikation und Kommunikationsmanagement: Grundlagen, Handlungsfelder und Wertschöpfung 2022, 60f.; *Schmid/Lyczek,* in: Schmid/Lyczek (Hrsg.), Unternehmenskommunikation. Kommunikationsmanagement aus Sicht der Unternehmensführung, 2006, 68.

[6] Vgl. *Theis-Berglmair,* in: Zerfraß/Piwinger/Röttger (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskommunikation. Strategie – Management – Wertschöpfung, 2022, 130f.

[7] Vgl. *Theis-Berglmair* (Fn. 6).

Es sind *die* Öffentlichkeiten, die sich themenspezifisch instituieren. Gemein ist der Rede von Öffentlichkeit als Akteur einer Beobachtungsinstanz, der im diskursiven Umgang Themen von seinem Belang bewertet, dass das vernehmbare Wort den *modus operandi* dieses Akteurs darstellt. Für die Logik der Jurisprudenz oder der angedeuteten Begriffe der Öffentlichkeit im Rahmen der Unternehmenskommunikation ist das vernehmbare Wort das öffentlich Erscheinende: In vernehmbaren Worten adressiert die Öffentlichkeit ihre Themen. In Worten drückt sich ihre Meinung aus. Der Akteur *Öffentlichkeit* wird so wesentlich als ein Akteur der gerichteten *Kommunikation* begriffen: In Worten kommuniziert die Öffentlichkeit ihre Meinung über Dinge, die sie angehen.

## III. Paradigma des Wortes und metrisierte Kommunikation: Sentimentanalysen und ihre Gegenstände

Wenn sich der Akteur Öffentlichkeit in Worten ausdrückt und Unternehmen an seiner Meinung interessiert sind, dann liegt es nahe, sich am ausgedrückten Wort als solchem zu orientieren, um diese Meinung zu erfragen. Diese Meinung bekundet sich in Zeiten des Internets in einer unüberschaubar großen Menge an informell geäußertem Text auf diversen Microbloggingplattformen und Social Media-Anwendungen. Ein Verfahren der wortzentrierten Meinungserfragung, das auf diese Textmenge bezogen ist, stellt das algorithmische Verfahren der *Sentimentanalyse* dar. Dies soll nun zunächst skizziert werden. Zur Vereinfachung der Darstellung beschränken wir uns auf die groben Züge lexikonbasierter Verfahren, die verwendet werden, um informellen Text zu analysieren.

Zur Durchführung einer Sentimentanalyse muss zuvorderst ein Textkorpus aus informellen Texten zusammengestellt und anschließend das Level der Betrachtung festgelegt werden: das Gesamt des Korpus', einzelne Beiträge, einzelne Sätze etc. Unabhängig vom Level der Analyse ist die Einteilung des Korpus' in kleinere Einheiten vonnöten, da nur diskrete Elemente die passende Gestalt für die Umsetzung einer Sentimentanalyse aufweisen.[8] Diese kleineren Einheiten werden dabei so aufgefasst, dass sie Träger des Ausdruckssinnes einer Äußerung sind. Die kleinste dieser wertenden Sinneinheiten sei das einzelne Wort, so die Annahme: „Word is the most basic unit of language."[9]

Diese Einheiten werden dann als objektive Äußerungen, die bestehende Sachverhalte betreffen, oder als Äußerungen subjektiver Haltungen, Emotionen und Meinungen hinsichtlich eines Gegenstandes bzw. Sachverhalts kategorisiert (sog. *subjectivity detection*): „An *objective sentence* states some factual

[8] Vgl. *Siegel/Alexa*, Sentiment-Analyse deutschsprachiger Meinungsäußerungen. Grundlagen, Methoden und praktische Umsetzung, 2022, 18 f.

[9] *Wankhade et al.*, 55 Artificial Intelligence Review 2022, 5731, 5735; vgl. *Liu*, Sentiment Analysis. Mining Opinions, Sentiments, and Emotions, 2. Aufl. 2020, 122.

information, whereas a *subjective sentence* expresses some personal feelings, views, judgments, or beliefs."[10]

Die ‚subjektiven' Äußerungen sollen dann als positiv, negativ oder neutral bewertet werden. Die Wertung zielt darauf ab, die sog. *polarity* eines Ausdrucks zu beziffern. Die qualitative Polarität des betrachteten Korpus' soll über die kleinsten Sinneinheiten hinweg in einer Sentimentanalyse sichtbar werden. Dazu werden den kleinsten Einheiten subjektiver Äußerungen nummerische Repräsentationen zugeordnet, die positiv (+), negativ (–) oder neutral (0) Sentiments abbildeten: Die qualitative *polarity* wird so in einen Zahlenwert übersetzt. Diese numerische Repräsentation fasst den qualitativen Ausdruckssinn also als quantitativen Wert auf, der über alle Sinneinheiten hinweg aggregiert, d. h. verrechnet werden kann. Das Aggregat dieser Werte und die Höhe des Ergebnisses werden so interpretiert, dass sie die Qualität des *sentiments* eines Textes bzw. eines Textabschnittes repräsentieren – also die Qualität der öffentlich bekundeten Haltung, Meinung oder Einstellung gegenüber demjenigen Gegenstand, hinsichtlich dessen diese *sentiments* zum Ausdruck gebracht wurden.[11]

Die öffentlich bekundete Meinung wird so letztlich in numerische Wertrepräsentationen übersetzt, die als positive, negative oder neutrale öffentliche Meinung, Haltung oder Einstellung gegenüber einem Gegenstand oder einem Sachverhalt interpretiert werden. Die Aggregation stellt in dieser Hinsicht einen quantifizierenden Zugriff auf den qualitativen Ausdruckssinn dar, der durch seine Abbildung auf eine Metrik äquidistanter Werte geschieht, die erst die Verrechenbarkeit ermöglicht. Die Summe der einzelnen Polaritäten repräsentiert die Polarität des betrachteten Gesamtkorpus, also der öffentlich in Textform bekundeten Meinung.

## IV. Öffentlichkeit als normative Kommunikationspraxis (Habermas)

Die öffentliche Meinung wird im Rahmen einer Sentimentanalyse als Aggregat einzelner, kleinster und diskreter Sinneinheiten aufgefasst. Sie wird metrisiert, vermessen, summiert. Dabei wird der einzelnen Sinneinheit ein Wert äußerlich angeheftet. Ob eine Sinneinheit als positiver, negativer oder neutraler Ausdruck gilt, liegt aber nicht in der materiell manifesten, einzelnen Sinneinheit als solcher. Der messenden Wertung geht ein vorwissenschaftliches, lebensweltliches Verstehen voraus, aus dem heraus das einzelne Ausdruckdatum *als* positiv, negativ oder neutral aufgefasst wird. *Jürgen Habermas* weist auf diesen Umstand hin, wenn er gegenüber der quantifizierenden, also messenden

[10] *Liu* (Fn. 9), 91.
[11] Vgl. bspw. *Siegel/Alexa* (Fn. 8), 17ff.

Sozialforschung darauf verweist, dass ihre „Meßstandards […] Regeln [sind], nach denen die umgangssprachlichen Alltagserfahrungen reorganisiert und in wissenschaftliche Daten umgeformt werden. Keine solche Interpretation ist durch die erfahrene Materie selbst zureichend bestimmt."[12] Vielmehr würden die Regeln, nach denen das Messen auf etwas hin vollzogen wird – d. i. hier die quantifizierende Kategorisierung des Ausdruckssinns – in einer vorgängigen Lebenswelt „vor aller Messung in der kommunikativen Erfahrung des Alltags konstituiert".[13] In diesen kommunikativen Erfahrungen liegt die Möglichkeit der Interpretation kleinster Sinneinheit *als* Ausdruck eines wie auch immer gearteten Sentiments. Das Maß der Bewertung ist also nicht den Sinneinheiten als solchen entnommen, sondern geht der Analyse voraus und muss von den Analysierenden festgelegt werden. Was *als* positiv, negativ oder neutral gilt, bestimmt sich vorab in der Alltagssprache.

In dieser Hinsicht ist die Auffassung eines Sentiments von einer Verstehenspraxis abhängig, der die Weisen der Auffassung des Ausdruckssinns entspringen. Dasselbe gilt für den Ausdruck selbst. Er ist nichts Gegebenes. Er wird geäußert. Er ist das Ergebnis eines konkreten Sprechaktes (gleichwohl er geschrieben ist). Dieser Akt folgt gewissen Regeln und Gepflogenheiten einer (digitalen) Kommunikationspraxis, in der er stattfindet und in der es Sinn hat, sich auf spezifische Weisen öffentlich zu äußern: Für die Person, die sich äußert, ist es sinnvoll, dass sie ihr Sentiment kundtut; und es ist sinnvoll, das in dieser und nicht in einer anderen Weise zu tun. Wortwahl, Wahl der Plattform, Art des Schreibens und des Ausdrucks erfolgen in einem impliziten Verständnis dessen, was es heißt, seine Meinung ins Internet zu schreiben, sie dort zu verteidigen oder erst zu bilden. Daher liefert die quantitative „Meinungsforschung", der das Verfahren der Sentimentanalyse angehört, „nur ein Spiegelbild der ‚öffentlichen Meinung', wenn der Erhebung eine themenspezifische Meinungsbildung in einer mobilisierten Öffentlichkeit bereits vorausgegangen ist"[14].

*Dass* der *polarity*-Wert einer sentimentanalysierten öffentlichen Meinung der Bildung dieser Meinung nachgeht, dürfte wenig überraschen. Was mit Habermas aber kritikwürdig erscheinen kann, ist, dass diese summierte, numerische Repräsentation der öffentlich geäußerten Meinungen als öffentliche Meinung selbst interpretiert wird: „Eine öffentliche Meinung ist nicht etwa im statistischen Sinne repräsentativ. Sie ist nicht ein Aggregat einzeln abgefragter und privat geäußerter individueller Meinungen […]."[15] Das prinzipiell Kritikwürdige einer möglichen Verwechslung der numerischen Repräsentation mit dem Repräsentierten lässt sich mit Habermas darin ausfindig machen, dass Öffentlich-

[12] *Habermas,* Zur Logik der Sozialwissenschaften, 2. Aufl. 2016, 213.

[13] *Habermas,* Faktizität und Geltung. Beiträge zur Diskurstheorie des Rechts und des demokratischen Rechtsstaats, 6. Aufl. 2017, 219.

[14] *Habermas* (Fn. 13), 438.

[15] *Habermas* (Fn. 13), 438.

keit und öffentliche Meinung in solchen Verfahren als Aggregate von diskreten einzelnen Sinneinheiten begriffen werden und nicht als Ergebnis einer inhärent normativen Praxis. Öffentlichkeit ist im Anschluss an Habermas kein Akteur, der sich äußert und dessen vernehmbare, individuelle Äußerungen summiert die öffentliche Meinung darstellen, sondern sie ist vielmehr als Sphäre einer Kommunikationspraxis aufzufassen.

In *Faktizität und Geltung* weist Habermas die Öffentlichkeit als eigenständiges Ensemble von Kommunikationsstrukturen und Kommunikationsweisen aus, die für den Meinungsbildungsprozess prägend sind und die der gesellschaftlichen Selbstverständigung im Medium der Sprache dienen[16]:

„Die Öffentlichkeit läßt sich am ehesten als ein Netzwerk für die Kommunikation von Inhalten und Stellungnahmen, also von *Meinungen* beschreiben; dabei werden die Kommunikationsflüsse so gefiltert und synthetisiert, daß sie sich zu themenspezifisch gebündelten öffentlichen Meinungen verdichten. Wie die Lebenswelt insgesamt, so reproduziert sich auch die Öffentlichkeit über kommunikatives Handeln. […] Die Öffentlichkeit zeichnet sich vielmehr durch eine Kommunikationsstruktur aus, die sich […] auf den im kommunikativen Handeln erzeugten sozialen Raum [bezieht].“[17]

Derart gefasst wird Öffentlichkeit in unseren Praktiken der kommunikationsorientierten Verständigung reproduziert und geht aus den sprachlichen Praktiken der wechselseitigen Bezugnahme von Personen hervor, die sich in einem gemeinsamen, prinzipiell offenen Raum austauschen. Öffentlichkeit ist in dieser Hinsicht ein „Ensemble von sozialen Praktiken“[18], die auf die gemeinsamen Dinge der Welt gerichtet sind, um im Austausch „Themen von gesamtgesellschaftlicher Relevanz zu entdecken, Beiträge zu möglichen Problemlösungen beizusteuern, gute Gründe zu produzieren, andere zu entwerten.“[19] Öffentlichkeit ist nach Habermas also kein fertig hergestellter Gegenstand, sondern etwas, das im situativen Vollzug kommunikativer Praktiken wirklich ist und (re)produziert wird:

„Im Unterschied zu erfolgsorientiert eingestellten Aktoren, die sich wechselseitig als etwas in der objektiven Welt Vorkommendes beobachten, begegnen sich kommunikativ Handelnde in einer *Situation*, die sie zugleich mit ihren kooperativ ausgehandelten Deutungen konstituieren.“ (Herv. d. A).[20]

Öffentlichkeit – so können wir mit diesem Blick auf Habermas festhalten – wird situativ in Praktiken hergestellt[21]. Sie kommt nicht einfach so in der Welt

---

[16] Vgl. *Habermas* (Fn. 13), 625 f.; *Nanz,* in: Brunkhorst/Kreide/Lafont (Hrsg.), Habermas Handbuch, 2009, 360.

[17] *Habermas* (Fn. 13), 436.

[18] *Höhne,* (1) Ethik und Gesellschaft 2019, 1 ff.

[19] *Habermas* (Fn. 13), 625.

[20] *Habermas* (Fn. 13), 436.

[21] Vgl. *Habermas* (Fn. 13), 438.

vor wie etwa abzählbare Steine am Strand oder einzelne Pixel auf Bildschirmen.

In digitaler Öffentlichkeit kann bei diesen Praktiken bspw. an Praktiken des Kommentierens gedacht werden. Verfasse ich einen Kommentar zu einem Produkt, einem Geschehen oder einer Person, dann wähle ich dazu eine angemessene Sprache, eine Plattform, die Sichtbarkeit verspricht, und drücke meine Haltung gegenüber einer Sache oder einem Sachverhalt für andere vernehmbar aus. Ich erwarte Zustimmung und Resonanz von anderen. Die anderen können mit mir in die digitalöffentliche Praxis des Kommentierens eintreten, in der wir gemeinsam nach impliziten Regeln kommunizieren. Ich reagiere unter Umständen auf ihre Beiträge, gebe Gründe für meine ausgedrückte Meinung an und bestärke oder revidiere meine Haltung. Gemeinsam eruieren wir so unsere Einschätzung gegenüber einer Sache oder einem Sachverhalt. In dieser situativen Praxis reproduzieren wir Öffentlichkeit, indem sich um das Sujet des Kommentars ein schriftliches und für alle offenes, vernehmbares Gespräch instituiert, das in jedem Kommentar reproduzierend fortgesetzt wird.

An dieser potenziell gemeinsamen Praxis des Kommentierens kann ich scheitern. Versuche ich beispielsweise meine Meinung zu einem Konsumgegenstand kommentierend kundzutun und wähle hierzu den Googleeintrag der örtlichen Polizeiinspektion, den Majestätsplural oder poste stattdessen ein Kuchenrezept, dann habe ich die von mir intendierte Praxis des Kommentierens ganz oder teilweise verfehlt.[22] In dieser Hinsicht sind Praktiken der Kommunikation normative Maßstäbe des Gelingens immanent: Sie können aus sich heraus richtig und angemessen ausgeübt werden – oder nicht.

In diesen gemeinsamen Kommunikationspraktiken stellt sich, so Habermas, das ein, was wir *öffentliche Meinung* nennen. Sie ist nicht die Summe der Einzelmeinungen, sondern stellt sich im Zwischen dieser intersubjektiven Kommunikationspraktiken ein. Sie ist das „Resultat einer Kontroverse, in der Vorschläge, Informationen und Gründe mehr oder weniger rational verarbeitet werden können."[23] Die öffentliche Meinung ist damit nicht dasselbe wie die Summe der veröffentlichten Meinungen. Sie ist im habermasianischem Verständnis das virtuelle Resultat einer gemeinsamen Kommunikationspraxis namens Öffentlichkeit, in der sich eine Meinung als öffentliche Meinung durch die „Art ihres Zustandekommens, und die breite Zustimmung, von der sie ‚getragen' [wird]", qualifiziert[24].

---

[22] Das Verständnis des Gelingens einer Praxis kann variieren. Ein lebensweltliches Beispiel hierfür kann in der Nutzungsfrequenz von Emoticons ausgemacht werden, die zwischen den Generationen zu unterschiedlichen Einschätzungen darüber führt, wann eine Praxis gelungen ist. Ist es für die einen eine gelungene Kommunikationspraxis, wenn möglichst wenige Emoticons genutzt werden, scheinen ältere Semester die Praxis des Kurznachrichtenschreibens nach anderen Maßstäben als gelungen aufzufassen.

[23] *Habermas* (Fn. 13), 438.

[24] *Habermas* (Fn. 13), 438.

## V. Erleben der Öffentlichkeit als orientierter Sinnraum (Arendt, Schütz) und als „affective publics“ (Papacharissi)

Die normativen Praktiken der Kommunikation schweben nicht im luftleeren Raum, sondern geschehen, wie bereits angedeutet, in einer Lebenswelt. Diese Lebenswelt ist uns vorgegeben. Wir wachsen in sie hinein und sind dadurch grundlegend in ihr orientiert. Das bedeutet, dass wir schon immer in Sinnzusammenhänge eingelassen sind. Diese sind keineswegs nur sprachlich oder begrifflich, sondern erschließen sich auch durch unsere Leiblichkeit, selbst wenn diese (auf und ab einer bestimmten Ebene) virtuell oder digital vermittelt ist. Insbesondere erschließen sich Sinnzusammenhänge auch durch Tätigkeiten und Lebensvollzüge sowie durch die leibliche Sichtbarkeit für bzw. Vernehmbarkeit durch andere. Diese Faktoren orientieren einen Raum im echten wie im metaphorischen Sinn. Es handelt sich, um mit *Hannah Arendt*[25] zu sprechen, daher nicht nur um Erfahrungs- sondern auch um Erscheinungsräume, die durch die Regulierung bestimmter Sichtbarkeiten (privat, öffentlich) gestiftet und dynamisiert werden. Ihnen liegen gewisse materiale Bedingungen und Vorgegebenheiten zugrunde. Wir sprechen in diesem Zusammenhang auch von *Sinnräumen*.[26] Sinnräume können durch Tätigkeiten und Sichtbarkeiten erzeugt werden. Sie orientieren ein Feld in einem Rahmen von basalen Bedingungsstrukturen (Leiblichkeit, Weltlichkeit, Intersubjektivität etc., weiter gefasst aber auch Technologie, Ökonomie etc.). Digitale Öffentlichkeiten werden ebenso als Sinnräume erfahren und erlebt. Mit *Alfred Schütz* und *Thomas Luckmann*[27] können in ihnen Strukturen der digitalen (oder besser: hybriden) Lebenswelt untersucht werden. Eine solche Untersuchung ließe sich mit dem Arendt'schen *Erscheinungsraum* der Öffentlichkeit kombinieren, der auch in digitalen Settings eine bestimmte Art der „Physiognomie“[28] hat – ohne dass dieser schon eine notwendig institutionalisierte Öffentlichkeit zu sein hätte. Eine solche phänomenologische Annäherung an das Thema *Öffentlichkeit* möchte hervorheben, dass – trotz aller Systemhaftigkeit, Medialität und Diskursivität – *Öffentlichkeit* auch immer (und immer noch) ein Erfahrungs- und Erscheinungsraum ist. Sie ist ebenso eine ‚Welt' von Sinn und Sinnerfahrungen. Die Wichtigkeit der Analyse dieser Dimension hat aufgrund der technologischen Entwicklungen sogar noch zugenommen: Denn die Öffentlichkeiten, die sich durch digitale Medien und digital vermittelte Kommunikation erschließen, entstehen gegenwärtig auf noch viel aktivere Weise auf Seiten der Nutzer:innen als etwa im Zeitalter des Massenfernsehens. Sie entstehen in ihrem Alltag und

[25] *Arendt,* Vita activa oder Vom tätigen Leben, 1994, 193.

[26] Dieser Begriff kann als ein phänomenologisches Pendant zu Diskursräumen oder Dispositiven gesehen werden, vgl. *Loidolt,* 68/2 Deutsche Zeitschrift für Philosophie 2020, 167.

[27] *Schütz/Luckmann*, Strukturen der Lebenswelt, 2017.

[28] *Arendt* (Fn. 25), 47.

ihren Kommunikationspraktiken sowie den dadurch mitgeformten Lebenswelten selbst. Untersucht werden muss, wie sich dadurch neue Sinnstrukturen und andere Sinnräume konstituieren als allein in einer analogen Lebenswelt der klassischen Öffentlichkeit. Mit einem phänomenologisch-hermeneutischen Ansatz wird angestrebt, die Zusammenhänge zu verstehen, in denen diese neuen Öffentlichkeiten als vielfach *erlebte* entstehen.

Methodisch geht es dabei – im Anschluss an *Alfred Schütz*[29] – um den ‚sinnhaften Aufbau der sozial-digitalen Welt' bzw. Öffentlichkeit und nicht um deren logischen Aufbau:[30] Mit Schütz sind erlebte Sozialwelten nach gewissen Typiken und Bedingungsstrukturen (‚Aufbau') bewusstseinsmäßig konstituiert. Sie lassen sich – wenn man sie in ihrer Sinnkonstitution nachvollziehen will – nicht beliebig in jede Richtung (Aufbau, Abbau) beschreiben. Selbst eine Netzpsychologie oder Sozialpsychologie ist für die Frage des konstitutiven Aufbaus einer sozialen bzw. sozial-digitalen Welt nicht ausreichend, weil es (phänomenologisch gesprochen) um die Entstehung von Sinnräumen geht. In diesen Sinnräumen manifestieren sich die normativen Ansprüche an das Gelingen von Kommunikationspraktiken. Erfahrungen, die wir mit und in der digitalen Welt machen, sind daher nicht bloß empirisch quantifizierbare Äußerungen oder bloß psychologische Vorkommnisse, die sozusagen ‚in Köpfen' stecken. Als ein spezifisches intersubjektives Erleben von Wirklichkeit und Welt wirken diese Äußerungen wieder auf unsere Lebenswelt zurück. Sie formen sie.[31] Insofern ergänzt eine phänomenologisch-hermeneutische Position die Habermas'sche Kritik und übersetzt sie methodisch in ein neues Analysefeld: Die konkrete Erfahrung in und mit diesen digitalen Welten.

Was können wir nun hiervon für die Analyse von digitalen Öffentlichkeiten lernen? Arendt kennzeichnet den öffentlichen Bereich phänomenologisch durch seine Sichtbarkeit (bzw. Vernehmbarkeit) und Gemeinsamkeit. Was öffentlich ist, das ist potenziell „für jedermann sichtbar und hörbar"[32] sowie prinzipiell *mit*teilbar. Öffentlich ist das, was der Allgemeinheit zugänglich ist und nicht von ihr abgeschottet wird bzw. werden kann. Das heißt, dass es „die Welt selbst [ist], insofern sie das uns Gemeinsame ist und als solches sich von dem unterscheidet, was uns privat zu eigen ist […]."[33] Der öffentliche Raum beruht für Arendt auf der phänomenologisch-ontologischen Bedingung des Erscheinens überhaupt sowie auf der Aktualisierung von Pluralität, d. h. auf den ‚Blicken' (auch metaphorisch verstanden als Aufmerksamkeit) und Aktivitäten von vie-

[29] *Schütz*, Der sinnhafte Aufbau der sozialen Welt. Eine Einleitung in die verstehende Soziologie, 2016.

[30] Alfred Schütz nannte sein Werk damals *Der sinnhafte Aufbau der sozialen Welt*, um sich gegen *Rudolf Carnaps,* Der logische Aufbau der Welt, 1998 zu positionieren.

[31] Dies ist hier zunächst nur konstitutionstheoretisch formuliert, kann aber durchaus soziale, ethische und politische Implikationen haben.

[32] *Arendt* (Fn. 25), 49.

[33] *Arendt* (Fn. 25), 52.

len. So entsteht für sie der spezifische Sinnraum von Öffentlichkeit, der das ist, was uns gemeinsam ist und in dem wir als Handelnde und Sprechende auf der „Bühne der Welt" erscheinen[34]. *Zu Erscheinen* impliziert, vor anderen in einer Welt und in einem Kontext zu erscheinen. In diesem Zusammenhang ist das Handeln eine Aktualisierung von Pluralität, die auch das *Wer* der jeweiligen Person sichtbar machen kann: das Sich-Artikulieren einer Perspektive und des Perspektive-Seins; im Vollzug mit Anderen; im Erscheinungsraum[35].

Jedoch muss ein solcher Raum für Arendt, um sein volles Potential entfalten zu können, befestigt werden. Dieser Raum muss Kontinuität gewähren (Geschichte, Erinnerung etc.), sonst bleibt das Öffentliche flüchtig. Öffentliche und private Räume sind als schon strukturierte, hergestellte Räume und Orte innerhalb einer menschlichen Gemeinschaft zu verstehen, die mehr oder weniger flüchtig oder institutionalisiert sein können. Als solche sind diese Räume historisch und kulturell wandelbar sowie technologisch vermittelt. Erst auf einer solchen Basis kann sich Öffentlichkeit als Diskussions-, bzw. Deliberationsraum und Ereignisöffentlichkeit entwickeln. Und nur so kann sie zu einer ‚Bühne der Welt' werden, auf der Akteur:innen sichtbar sein können, Meinungen und Urteile gebildet werden und auf der Narrative sowie Geschichte gemeinsam kreiert und immer wieder reinterpretiert werden können.

Wie gestaltet sich diese Bühne der Welt angesichts gegenwärtiger Technologien und sozialer Medien wie Instagram, X (Twitter) und YouTube? Was bedeuten diese Technologien und Medien für ein ‚Wer im Wir' und für die Möglichkeiten der pluralen Artikulation von Perspektiven? Wie verändert sich durch diese Technologie die Architektur des politischen und öffentlichen Raumes (der Handelnden, der Zuschauer und Urteilenden)?

Wir möchten für die Vertiefung dieser Fragen auf eine andere Theoretikerin zurückgreifen, die sich spezifisch mit digitalen Öffentlichkeiten auseinandergesetzt hat und deren Erkenntnisse für eine phänomenologisch-hermeneutische Herangehensweise fruchtbar gemacht werden können. Die Medienwissenschaftlerin *Zizi Papacharissi* zeichnet in ihrem Buch *Affective Publics. Sentiment, Technology, and Politics*[36] nach, wie der *Arabische Frühling* in Ägypten und die *Occupy-Bewegung* in New York durch die Kommunikation auf Twitter an Schwung und Fahrt aufnahmen. Sie zeichnet nach, wie diese Ereignisse durch diese Kommunikation zum Teil organisiert, zum Teil kommentiert oder auch kritisiert wurden – und wie sich durch diese Kommunikation eine *affektive Öffentlichkeit* der Aktion und Teilnahme kreierte.

Papacharissis Analyse der genannten Ereignisse verbindet medienwissenschaftlich-empirische Arbeit mit einer starken philosophischen Interpretation

---

[34] *Arendt* (Fn. 25), 169.
[35] *Arendt* (Fn. 25), 164–171.
[36] *Papacharissi,* Affective Publics. Sentiment, Technology, and Politics, 2015.

digitaler Öffentlichkeiten. Digitale Öffentlichkeiten werden dort als Regulatoren und Kanäle affektiver Bewegtheit verstanden. Damit vertritt sie eine techno-optimistische Position, die am Beispiel Twitter die Muster der Kommunikation als einen affektiven Rhythmus liest, der handlungsmotivierende und gemeinschaftsstiftende Effekte haben kann. Empirisch wird dies anhand von Tweets in einem bestimmten Zeitraum nachvollzogen, die mithilfe von semantischen Inhalts-, Diskurs-, und Netzwerkanalysen ausgewertet wurden. Betrachtet werden dabei solche Tweets, die sich um prominente Hashtags wie #*egypt*, #*tahrir*, #*occupy* etc. organisierten.[37]

Bemerkenswert ist an dieser Analyse, wie Papacharissi die Affekttheorie nutzt, um die Verbindung zwischen Technologie, Stimmung bzw. Affekt (*sentiment*) und Politik zu erhellen. *Affekt* wird dabei nicht bloß als ein psychisches Vorkommen in einem einzelnen Subjekt gesehen. Vielmehr ist *Affekt* im Sinne *Spinozas* und *Deleuzes* als ein bewegendes Element aufgefasst, das Subjekte umgreift, und das sich in einem Medium wie Musik oder eben digitaler Kommunikation manifestieren kann. Papacharissi führt für dieses bewegende Element den griechischen Begriff des διεγείρεσθαι (*diegeiresthai*) ins Feld, der mit Aufgeregt-Werden, in-Bewegung-Sein oder in-Bewegung-versetzt-Werden übersetzt werden kann. Dieser Begriff beschreibt die Aufrüttelung und Reorga-

[37] Papacharissi erläutert ihre Methoden im Detail auf den Seiten 40–42. Hier ist zu sehen, wie klassische quantitative Analysen sowie Sentimentanalysen fruchtbar mit anderen Interpretationsmethoden kombiniert werden können. Wir zitieren eine Auswahl aus dieser längeren Passage, um zu verdeutlichen, wie aufwändig solche Analysen sind, wenn sie verschiedene Methoden kombinieren und wie sehr in diesen Analysen noch immer menschliche Interpretationsleistung gefordert ist: „First, preliminary analyses focused on identifying and describing prominent trends in the stream. As a first step, a frequency analysis mapped stream flow for 1.5 million multilingual tweets. […] Second, the preliminary computer-aided content analysis focused on subsequent network analysis, aimed at examining patterns between prominent actors and patterns between prominent words. Network analyses depicted connections between those participating in the stream, revealing leading figures who were retweeted, mentioned (@), and referenced (via) frequently, and enabling us to trace who they were communicating with and how. These analyses informed findings about what form the conversation took on and helped us interpret patterns of homophily, virality, and contagion or spreadability that may be present in the stream. In addition, using content/semantic analysis software, we further examined patterns/networks developing between words appearing frequently in the text. […] Third, qualitative textual analysis techniques were employed to verify, expand, and illuminate the quantitative findings of the content analysis. This study examined discourse as a text, using the Wood and Kroger (2000) definition of discourse as ‚all spoken and written forms of language use (talk and text) as social practice‘ (p. 19). Therefore, the aim of this textual analysis was to understand the ‚systematic links between texts, discourse practices, and sociocultural practices‘ (Fairclough 1995, p. 17). Hartley (1982, 2002) defines news values as ever-evolving and reflective of news stories and not news events themselves. The goal was to understand how the medium of Twitter was employed in turning events into news stories.“ *Papacharissi* (Fn. 36), 41 f.; u. a. bezugnehmend auf *Fairclough*, Media discourse, 1995; *Hartley*, Understanding news, 1982; *Hartley*, Communication, cultural and media studies, 2002; *Wood/Kroger*, Doing discourse analysis: Methods for studying action in talk and text, 2000.

nisation von leiblichen und außerleiblichen Energien auf ein noch unbekanntes Ziel hin: „Διεγείρεσθαι is a general feeling of movement subjectively experienced, an overall sensation of something that is in the making.“[38] In diesem Sinn bezeichnet sie die von ihr spezifisch untersuchten digitalen Öffentlichkeiten als *affective publics*. Papacharissis These lautet, dass Twitter – so, wie es in diesen Fällen genutzt wurde – bei Weitem nicht bloß Informationsmedium und -quelle ist, sondern vielmehr eine Tradition des Geschichtenerzählens (*storytelling*) aufgreift, die mit einem dazugehörigen affektiven Rhythmus verbunden ist. Medienwissenschaftlich gewendet, lautet ihre Frage daher: „What form do publics take on as they materialize textually via the medium of twitter?“[39]

Ihre Antwort lautet: Es entsteht ein bestimmtes affektives Muster, das durch eine *Storytellinginfrastruktur* bzw. eine Medientechnologie vermittelt wird. Dieses Muster stiftet einen affektiven Zusammenhang und aktualisiert sich kontinuierlich in einer Polyphonie von Stimmen: „The repetitive rhythms of the stream gradually framed the movement as a revolution, adding intensity and sustaining the always-on life beat of a movement in the making.“[40]. Dieser Zusammenhang wächst in dem Maße, wie er in der Öffentlichkeit vermittelt wird. Er bekommt seinen eigenen Rhythmus, der die Ereignisse prägt und verstärkt – und entsprechend eine *affektive Öffentlichkeit* schafft:

„The affective rhythms of #egypt lent the movement its own musicality. This affectively informed tonality tuned in and tuned out a polyphony of reports, opinion, and general sentiment about the movement from actors directly involved with it, actors reporting and curating factors associated with it, and others listening in […] Storytelling is a rhythmic, musical process. The most masterful storytellers pause for suspense, afford climax, and combine a plurality of complex character narratives into a story arc that invites and collects communal interest. Finally, dynamic storytellers liberate the imagination. They tell a story, and in telling it, they help those listening imagine the reality this story depicts. This is what #egypt did for the movement.“[41]

Papacharissi gehört nicht zu den Theoretiker:innen, die behaupten, dass die sozialen Medien die Revolutionen des Arabischen Frühlings ‚verursacht‘ hätten. Diese Erzählung geht für sie am Thema vorbei. Natürlich handle es sich um eine menschliche Revolution mit menschlichen Kosten, und natürlich brauche es dafür auch reale Menschen auf der Straße. Die Verbindung zwischen Online- und Offline-Ereignissen fasst sie aber eher „hyper-empirisch“[42] und weniger als effektkausal. Da die meisten unserer Erfahrungen zunehmend vermittelt werden, leben wir mit und sogar ‚in‘ den Medien. Diese Medien prägen unse-

[38] *Papacharissi* (Fn. 36), ix.
[39] *Papacharissi* (Fn. 36), 28.
[40] *Papacharissi* (Fn. 36), 55.
[41] *Papacharissi* (Fn. 36), 60f.
[42] *Papacharissi* (Fn. 36), 62.

ren soziokulturellen Habitus und sind von den Lebenswelten, in denen sie eingebunden sind, nicht mehr zu trennen[43].

Als ein Spezifikum der neuen Medien und den dadurch entstehenden *affective publics* arbeitet Papacharissi vier Formen des Nachrichtenwerts (*news value*) heraus, die durch die Technologie ermöglicht werden: *Instantaneität*, *Crowd-Sourcing von Eliten*, *Solidarität* und *Atmosphäre* (*ambience*)[44]: (1) *Instantaneität* ist gewährleistet durch die neuen Möglichkeiten unmittelbarer Berichterstattung über aktuell passierende Geschehnisse. Damit wird die Dramatik von Ereignissen erhöht, insofern Ereignisse von pluralen Akteur:innen auf unkontrollierbare Weise bezeugt, beobachtet und kommentiert werden – noch während sie sich entfalten. (2) Anstatt durch eine bereits zuvor festgelegte Medien- und Sprecherelite wird der Prozess der *Elitenbildung von der Menge* beansprucht. Dieser Anspruch äußert sich in der Form einer fließenden und organischen Entwicklung von Praktiken. Was sich als ‚messy' und ‚noisy' äußert, ist eine öffentliche Aushandlung von Rahmen der Berichterstattung sowie Praktiken des *Gatekeeping*. Diese Aushandlung würde bei klassischen Medien abseits der Augen der Öffentlichkeit stattfinden. (3) *Solidarität*sbekundungen vermischten sich mit dokumentierten Ereignissen und Tatsachenberichten auf eine Weise, die es beinahe unmöglich macht, diese auf einer analytischen Ebene zu trennen. Diese Vermischung wertet Papacharissi nicht *per se* als negativ. Sie sei vielmehr ein deskriptives Kennzeichen für eine sich aufbauende emotionale Erwartung, die sich mit einem Informationsaustausch und einem kommunikativ-emotionalen Spannungsausgleich kombiniert. (4) Der Tonfall, die Häufigkeit und das Tempo der Tweets trugen dazu bei, dass der #*egypt*-Stream eine spezifische Form der Umgebung oder ‚Umwelt' schuf, in der der Informationsaustausch stattfand. Dies kann auch als die *Always-on-Architektur* der Plattform beschrieben werden, welche eine durchgehende *atmosphärische Kontinuität* erzeugt[45]. Nach Papacharissi stellt dies einen Nachrichtenwert dar, weil es die Struktur und Textur der produzierten Nachrichteninhalte beeinflusst. Selbst wenn gewisse Tweets keine Nachrichtenaktualisierungen darstellen, halten sie Aktivitäten aufrecht, die sich in kommunikativer Weise auf die Bewegung beziehen und sie weiter unterstützen – unabhängig davon, ob neue Nachrichten gemeldet werden.[46]

Durch diese Analyse der soziotechnischen Struktur von Twitter, insbesondere in Situationen, in denen zur Mobilisierung und Solidarität aufgerufen wird, kann Papacharissi zeigen, wie sich die von Twitter geförderte Homophilie für Solidaritätsaufrufe zwischen imaginären und tatsächlichen Öffentlichkeiten

---

[43] Vgl. *Papacharissi* (Fn. 36), 31 f.
[44] Vgl. *Papacharissi* (Fn. 36), 44–54.
[45] Vgl. *Papacharissi* (Fn. 36), 35, 52.
[46] Vgl. *Papacharissi* (Fn. 36), 53.

eignet[47]. Bei gemeinsamen geografischen Standorten trug die verbesserte Konnektivität zwischen Nutzer:innen zur Vertiefung der Verbindungen während der Aufstände bei. Gleichzeitig erlaubte die soziotechnische Struktur von Twitter dem:r Einzelnen die Dynamik der Konfliktberichterstattung zu verändern und selbst mitzugestalten, wie über Ereignisse berichtet wird – und damit eventuell sogar zu beeinflussen, wie Geschichte geschrieben wird[48]. Nicht zuletzt war durch diese Struktur eine kontinuierliche globale Teilnahme an den Ereignissen möglich, die ein bloßes Zuschauen überschreitet, da Solidaritätsbekundungen direkt und instantan an die Akteur:innen vermittelt werden konnten. Damit konnte, wenn auch nur durch flüchtige Verbindungen, eine global vernetzte Diaspora von translokalen Unterstützer:innen mobilisiert werden[49]. Zu Praktiken der Unterstützung gehören z. B. *affektive Gesten* der Wiederholung oder des Re-Tweetings: „Importantly, affective gestures convey the intensity with which emotion is felt and thus set the tempo for a movement."[50]

Durch alle diese Momente, die in der Kombination von verschiedenen Analyse- und Interpretationsmethoden herausgearbeitet werden konnten, kann Papacharissi zu dem Schluss kommen, dass die gegenwärtigen Generationen von vernetzten Medien mehr tun als ein Ereignis bloß zu reproduzieren oder abzubilden:

> „[T]hey build on previous capabilities of mediated storytelling to offer subjective yet pluralized narratives. Combined, these narratives allow us to not only watch and observe what we cannot directly experience but to also tune in to the feeling of this experience, and to contribute toit by becoming participants in the hyper-empirical realities we are tuning into."[51]

Gewiss interessiert Papacharissi sich vor allem für die politische Dimension der Ereignisse. Diese politische Dimension kann und sollte aber auch für die wissenschaftliche Befragung digitaler Unternehmenskommunikation eine Rolle spielen. Ähnlich wie bei der *Occupy-Wallstreet Bewegung* kam es beispielsweise beim spektakulären Börsen-Hype der *GameStop*-Aktie 2021, der durch Kleinanleger:innen auf der digitalen Plattform *Reddit* gepusht und organisiert wurde, zu Narrativen, die in ihrem Selbstverständnis politisch sind: Kleinanleger:innen verstanden sich in einem Kampf ‚David gegen Goliath'. Der solidarische Zusammenschluss gegen die ‚Mächtigen', verbunden mit einem ökonomischen Risiko, ist ein Phänomen, das zudem spezifisch mit den Möglichkeiten digitaler Öffentlichkeiten verbunden ist: Kleinanleger:innen war zuvor eine derartige Form von Kommunikation und koordinierter Ak-

---

47 Vgl. *Papacharissi* (Fn. 36), 37.
48 Vgl. *Hamdy,* 1 (1) Global Media Journal: Arabian Edition 2010, 3.
49 Vgl. *Papacharissi* (Fn. 36), 47.
50 *Papacharissi* (Fn. 36), 62.
51 *Papacharissi* (Fn. 36), 63.

tion (in Form des schnellen Kaufs und Verkaufs von Wertpapieren per Klick in einer App) nicht möglich. Dass diese Koordination wesentlich von einem affektiven Rhythmus begleitet wurde, der sich gerade über die digitale Kommunikation äußerte, verstärkte und fortpflanzte, lässt sich mit Papacharissis Analysen gut erläutern. Man könnte von einem affektiv erlebten *empowerment* sprechen, das sich freilich am Ende als Illusion herausstellen musste (und mit erheblichen ökonomischen Verlusten einherging). Ohne die Technologien selbst schon als positiv oder negativ beurteilen zu müssen – auch analoge Revolutionen können scheitern und sind mit erheblichen Risiken verbunden –, ging es uns hier zunächst um eine Beschreibung, inwiefern durch diese Technologien neue Formen des Erlebens von Öffentlichkeit als Handlungsraum entstehen können. Eine *Lebensweltanalyse*, die das sozioökonomische Umfeld der an der Öffentlichkeitsbildung Beteiligten einbezieht und so die innerlebensweltlichen Motivationsfundamente aus sich heraus zu verstehen versucht, sollte hier anknüpfen. Denn damit können Handlungs(un)möglichkeiten (‚den Großen eins auswischen'), Wunschvorstellungen (‚plötzlich reich werden') und systemische Beschränkungen in die Analyse aufgenommen werden. So werden auch digitale Öffentlichkeiten als Sinnräume – und nicht nur als Wortansammlungen – sichtbar, die durch Handlungsvollzüge und Kommunikationspraktiken sowie eine affektive Textur bestimmt sind. Diese Vollzüge, Praktiken und Texturen äußern sich nicht in diskreten Einheiten, sondern als Gesamtzusammenhang.

## VI. Fazit

Mit diesem Ausflug in eine philosophisch inspirierte Form der Medienwissenschaft, deren Ansatz hier in ein phänomenologisches Öffentlichkeitskonzept eingebettet wurde, sollten neue Perspektiven eröffnet werden, die für die Unternehmenskommunikationsforschung von Interesse sein können. Wie anfangs erwähnt, haben Unternehmen ein legitimes Interesse daran, zu wissen, wie ihnen die öffentliche Meinung gesonnen ist. Um dieses Interesse zu verfolgen, müssen sie sich zunehmend mit den Funktionsweisen von digitalen Öffentlichkeiten vertraut machen. Die Dynamiken digitaler Öffentlichkeiten, sei es in der Meinungsbildung oder gar in der Koordination konzertierter Aktionen (etwa durch Kleinaktionär:innen), sind ein gefürchteter, oder zumindest mit Sorge beobachteter Faktor. Was ein Shit- oder Firestorm – sei er gerechtfertigt oder nicht – einem Unternehmen oder Aktienkurs antun kann, ist offenkundig. Hinzu kommen die Risiken durch Mis- oder Desinformation, die nicht nur in politischen Angelegenheiten zunehmend eine Rolle spielen und die durch sogenannte *Bots* auch beliebig platziert, reproduziert und vervielfältigt werden können. Wenngleich *affective publics* vor diesem Hintergrund einen negativen Beigeschmack bekommen haben, halten wir Papacharissis Analysen als Be-

schreibungsansatz für fruchtbar. Uns scheint diese ergänzende Perspektive wichtig zu sein, damit ein tieferes Verstehen dessen möglich ist, was sich als ein Sturm von Äußerungen im Netz entfaltet und was nicht allein in Form von Datensätzen diskreter Variablen aufgearbeitet werden kann.

Auch um rechtliche Regeln auf geeignete Weise den neuen Bedingungen anpassen zu können, ist ein hermeneutisches Verständnis eines Öffentlichkeitsgeschehens nicht nur hilfreich, sondern notwendig. Zum Gesamtzusammenhang digital-hybrider Lebenswelten gehören auch immer rechtliche Aspekte, die sich thematisch meist entziehen, aber gerade deshalb mitbestimmend für Formen der Kommunikation sind. Der normative Öffentlichkeitsbegriff verlangen nach einer Regelung öffentlicher Kommunikation, die etwa Hate Speech oder andere Formen von Hetze eindämmt. Dabei scheint die rechtliche Regelungsmöglichkeit den immer perfider eingesetzten Methoden einer affektiven Manipulation (wenn etwa genannte *Bots* in scheinbar zigtausender Stimmenhaftigkeit ‚Stimmung machen') hinterherzuhinken. Der Versuch, Öffentlichkeiten rechtlich einzuhegen und sie dadurch zu schützen, ist seit jeher mit der Abwägung der Redefreiheit, der freien Meinungsäußerung und vor allem deren zynischen Missbrauchsvarianten konfrontiert. Digitalität modifiziert Kommunikationsrhythmen, verändert Praktiken des Gatekeeping und erweitert die Grenzen dessen, was wo wie öffentlich gesagt werden kann. Deshalb ist es hier wichtig, auf die innere Normativität der Praktiken zu schauen, um sie schützen zu können oder ggf. als illegitim – im Sinne eines demokratischen, rechtlich-normativen Konzepts – zu entlarven.

Wie Papacharissis Ansatz zeigt, ist es unmöglich, die digitale Sphäre zu beforschen, ohne sich mit zigtausenden oder gar Millionen von Daten zu befassen. Es geht also nicht darum, die Methoden der *Sentimentanalyse* durch eine Hermeneutik ersetzen zu wollen – dies wäre freilich naiv. Umgekehrt ist es nicht weniger naiv zu glauben, durch bloß quantitative Methoden Sinnzusammenhänge und Kommunikationspraktiken tatsächliche Verständnisse von digitalen Öffentlichkeiten abbilden oder entwickeln zu können: Denn wenn die öffentliche Meinung sich wesentlich in und durch gemeinsame Kommunikationspraktiken einstellt, dann lässt sie sich nicht auf einzelne numerische Werte reduzieren, die diese Praxis abbildeten. Diese Praktiken zu heben, erfordert, sie in ihren normativen Gelingensmaßstäben und Vollzugsweisen in den Blick zu bekommen, indem diese Praktiken auf die Maßstäbe hin befragt werden, die ihnen inhärent sind und die in ihnen lebensweltlich wie vorwissenschaftlich gelten. Denn wenn die öffentliche Meinung im Zwischen der intersubjektiven Kommunikation ihren Platz einnimmt, dann ist sie nicht auf diskrete, einzelne Sinneinheiten reduzierbar. Die öffentliche Meinung zu befragen, hieße, ihre Praktiken aus sich heraus zu verstehen.

# Autorenverzeichnis

*Luis Basler*, Technische Universität Darmstadt

Prof. Dr. *Oliver Hinz*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Dr. *Nora Jansen*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

*Vahid Sidiri Javadi*, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

*Moritz Jetzen*, Philipps-Universität Marburg

*Felix-Julius Konow*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Prof. Dr. *Katja Langenbucher*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Prof. Dr. *Sophie Loidolt*, Technische Universität Darmstadt

Prof. Dr. *Florian Möslein*, LL.M.(London), Philipps-Universität Marburg

*Jan Sehorz*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

*Jendrik Seip*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

# Sachregister


Ad-hoc-Publizität 80, 82, 87, 88, 95
Affective Publics 128–133
Anlageempfehlungen (Finfluencer) 14
Art und Sprache von Mitteilungen/Ad-hoc-Meldungen 81, 89, 90, 92

Bankgeschäft (Finfluencer) 14
Bankrecht (Finfluencer) 13
Bank-Runs 99ff.

Credit Suisse 104

Direktnachrichten 29

Eigennütziger Zweck 30
Elon Musk 68
EQS-News 80, 83

Facebook 29
Finanzdienstleistung (Finfluencer) 14
Finanzintermediäre 98
Finfluencer 70ff., 72f.

GameStop 64ff.
gestreckte Geschehensabläufe 81, 86, 90, 91
Grundrecht (Finfluencer) 25

Information (Anlageempfehlung) 15
Information overload 64ff.
Informationsgestützte Marktmanipulation (Finfluencer) 18
Insider 56, 60, 62ff., 66f., 69ff., 74
Insiderinformationen 80, 81, 91, 92, 93, 94, 95
Instagram 29

Journalistenprivileg (Finfluencer) 21
Journalistische Berufs- und Standesregeln 35
Journalistische Zwecke (Finfluencer) 24

Kommunikationspraktiken 124f.
Kryptowerte (Finfluencer) 16
Kryptowerte 16, 59ff., 71

Manipulativer Zweck 32
Massenger 30
Massenmedien (Finfleuncer) 29
Mediale Zwecke (Finfluencer) 28
Mediengesetze der Länder 38
Medienprivileg (Finfluencer) 22
Medienstaatsvertrag 39
Monitoring 107ff.

Offenlegung von Insiderinformationen (Finfluencer) 20
Öffentliche Meinung 125
„Open-Source Intelligence"-Praktiken 80, 84, 94

Presse- und Meinungsfreiheit 47, 25
Pressegesetze der Länder 36
Pressekodex 46
Publizität 55f., 59, 61, 62, 69

Reddit 29
Retail Investment Package 76
Risikomanagement 108ff.

Screening 114f.
Sentimentanalyse 121

Silicon Valley Bank 100
Sinneinheit, Wort 118–122
Sinnraum 126 f.
Soziale Medien 64 ff., 102, 105, 112

Thematische Analyse 80, 84, 94
TikTok 29
Twitter 80, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 91, 94

verspätete Veröffentlichungen 81, 90, 91
Vorveröffentlichung nicht-kursrelevanter Informationen 81, 90, 93

X 29

YouTube 29