



**Der Einfluss des Internets  
– insbesondere sozialer Medien –  
auf den Kapitalmarkt mit Blick auf  
die Meinungs- und Pressefreiheit**

---

Yusuf Karaman

November

2022



## Inhaltsverzeichnis

<b>I.</b>	<b>Einführung</b> .....	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>Wirkung sozialer Medien</b> .....	<b>3</b>
1.	Preisrelevanz sozialer Medien .....	3
2.	Soziale Medien als Auslöser marktmanipulativen Verhaltens .....	4
<b>III.</b>	<b>Entwicklung der Gesetzgebung in den USA</b> .....	<b>6</b>
1.	Einführung und Historie.....	6
2.	Rechtsdurchsetzung durch die Securities and Exchange Commission (SEC) .....	6
a)	Umfangreiche Sanktionsmittel der SEC .....	7
b)	Rechtsfolgen der Verletzung .....	8
3.	Marktmanipulationsverbote .....	8
<b>IV.</b>	<b>Entwicklung der Gesetzgebung in Europa</b> .....	<b>9</b>
1.	Von der Richtlinie zur Verordnung .....	9
2.	Marktmanipulation.....	10
3.	Sanktionsmittel.....	12
a)	Verwaltungsrechtliche Maßnahmen .....	12
b)	Strafrechtliche Maßnahmen .....	14
<b>V.</b>	<b>Zwischenergebnis</b> .....	<b>15</b>
<b>VI.</b>	<b>Das Spannungsverhältnis von Meinungsfreiheit und Marktmanipulation gemessen an der MAR</b> .....	<b>15</b>
1.	Der Fall Wirecard .....	16
a)	Chronologie der Ereignisse.....	16
b)	Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR .....	18
2.	Art. 21 MAR als Ausfluss der Meinungs- und Pressefreiheit nach der europäischen Grundrechtecharta .....	21
a)	Einordnung .....	21
b)	Der Pressekodex des Deutschen Presserates .....	22
c)	Lösung des Zielkonflikts: Interessenabwägung.....	22
3.	Ergebnis .....	23
<b>VII.</b>	<b>Gesamtergebnis und Auswertung</b> .....	<b>24</b>



## I. Einführung

Eines der brisantesten Fälle in den letzten Jahren im Kapitalmarktrecht aber auch in der allgemeinen Presse waren wohl die Geschehnisse rund um die Wirecard AG. Eines der führenden Unternehmen unter den Zahlungsabwicklern, zugleich ein DAX 30-Konzern, ging in den Ruin, weil sich der Vorwurf bilanzieller Unwahrheiten erhärtet hat. Alles begann mit investigativem Journalismus seitens der Financial Times. So wurde der Wirecard AG bereits 2018 vorgeworfen, Bilanzen frisiert zu haben. Hierdurch litt die Aktie unter einem schnellen Kurssturz, erholte sich jedoch ein wenig später. Nachdem sich 2019/2020 die Vorwürfe als zutreffend kristallisiert haben, stürzte die Aktie um mehr als 90% und verlor sodann ihren gesamten Wert.

Dieses Szenario gibt kein Einzelschicksal wieder, sondern hat sich bereits öfters wiederholt, so erging es beispielsweise auch Aurelius, Ströer und ProSiebenSat. 1 Media<sup>1</sup>. Im Fall von Wirecard mag das Unternehmensende auf das Unternehmensverhalten zurückzuführen sein, jedoch ist dies nicht immer so: oft kommt es nämlich vor, dass aktivistische Investoren einem Unternehmen (unberechtigterweise) rechtswidriges Verhalten vorwerfen oder negative Gerüchte oder negative Finanzanalysen verbreiten. Hierdurch verliert die Aktie an (immensem) Wert und der aktivistische Investor kann durch den Kurssturz im Wege von Leerverkäufen profitieren.<sup>2</sup> Zwar sind Leerverkäufe, also das Spekulieren auf fallende Kurse, in Deutschland nicht per se verboten. So ist es beispielsweise legitim, dass ein passiver Leerverkäufer abwartet, bis die von einem Leerverkauf ausgehenden Signale in den Kurs des Unternehmens eingepreist werden und der Kurs des Titels in Richtung seines mutmaßlichen Fundamentalwerts gelenkt wird.<sup>3</sup> Jedoch kann das o.g. (aktivistische) Investorenverhalten zu einer ganz anderen Bewertung führen, worauf im Folgenden näher eingegangen wird. Ähnlich sieht dies mit der negativen Berichterstattung durch Journalisten aus. Diese profitieren zwar nicht durch fallende Kurse, jedoch führen auch deren Veröffentlichungen wie im Fall von Wirecard nicht selten zu Kursschwankungen.

---

<sup>1</sup> Siehe Möllers, NZG 2018, 649-658 (650).

<sup>2</sup> Siehe Bayram/Meier, BKR 2018, 55-61 (55).

<sup>3</sup> Siehe Bayram/Meier, BKR 2018, 55-61 (56).



All diese Szenarien werden dabei vor allem durch das Internet und die sozialen Medien ermöglicht. Vorsätzliche "Cyber-Angriffe" sind Marktmanipulation im Sinne der vom europäischen Gesetzgeber verabschiedeten Marktmissbrauchsverordnung (MAR). Auch in den USA gibt es entsprechende Regelungen und Sanktionen der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC). Allerdings ist es nicht gerade einfach, ein solches Verhalten zu sanktionieren und solche "Cyber-Angriffe" zu verhindern. Zunächst muss die für diese Angriffe verantwortliche Person ermittelt werden. Zum anderen stellt sich gerade bei kritischer Berichterstattung von Journalisten die Frage, ob und wann es sich um Marktmanipulation handelt, da Presse- und Meinungsfreiheit respektiert werden müssen. Unabhängig von Detailfragen ist insgesamt klar, wie gravierend solche Beiträge für den Kapitalmarkt sein und jährlich Millionen von Euro an Verlusten verursachen können. Sicherlich werden solche Angriffe der Printmedien auch ohne Internet möglich sein. Dies zeigt aber sehr schön, wie schnell und effektiv das Internet sein kann. Informationen verbreiten sich schnell, werden ausgetauscht, beeinflussen das Investitionsverhalten und führen zu erheblichen Preisschwankungen. In diesem Beitrag wird erörtert, wie das Internet die Gesetzgebung auf europäischer Ebene und in den USA im Hinblick auf "Cyber-Angriffe" auf den Kapitalmarkt beeinflusst hat und welche Gegenmaßnahmen ergriffen werden, um Marktmanipulationen einzudämmen. Darüber hinaus wird erörtert, ob diese Maßnahmen ausreichend sind und ob sie Auswirkungen auf das Internet, insbesondere auf Social Media, haben.

## II. Wirkung sozialer Medien

### 1. Preisrelevanz sozialer Medien

Die Relevanz sozialer Medien im Zusammenhang mit dem Kapitalmarkt sowie mit der Marktmanipulation ist dabei enorm. So weisen mehrere empirische Studien für den US-amerikanischen Kapitalmarkt nach, dass in sozialen Medien verbreitete Nachrichten eine breitere Adressatenbasis als in herkömmlichen Medien verbreitete Informationen finden.<sup>4</sup> Sie schließt in erheblichem Umfang nichtprofessionelle Investoren ein. Außerdem zeigt sich, dass über soziale Medien publizierte Informationen preisrelevant sind. Dabei

---

<sup>4</sup> Kuntz, ZHR 2019, 190-253 (213 f.) m.w.N.



kann diese Preisrelevanz sowohl aus den obersten Reihen des Unternehmens selbst oder von Dritten ausgelöst werden. Als Medium dienen beispielsweise Kanäle wie Twitter-Accounts, um Neuigkeiten zu veröffentlichen, Kritik am Unternehmen auszuüben oder auf Kommentare zu reagieren. Je nach Inhalt des Posts kann sich dies zugunsten oder zuungunsten des Marktpreises auswirken. Beachtenswert ist darüber hinaus, dass sich die in diesen Medien geäußerten Kommentare heranziehen lassen, um die Entwicklung der Marktpreise anhand der Informationsweitergabe im Verhältnis von Investoren untereinander vorherzusagen.<sup>5</sup>

## 2. Soziale Medien als Auslöser marktmanipulativen Verhaltens

Dieser starke Informationsfluss und die Fülle an Möglichkeiten der digitalen Kommunikation birge nach *Kuntz/Stark* dabei drei Probleme: Zunächst handle es sich aufgrund der meist gegebenen Zeichenbegrenzung (z.B. Twitter 280 Zeichen) um eine verkürzte Informationsweitergabe (1). Dies sei insbesondere dann der Fall, wenn der Person, welche die Nachricht liest, ausreichendes Hintergrundwissen über den Emittenten fehlt. Außerdem sei zu beachten, dass Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR nicht nur unrichtige, sondern auch „irreführende“, mithin auch unvollständige Informationen erfasst (zu Details siehe unten). Hieraus ergibt sich die erhebliche Gefahr, dass selbst mit unbedachten Äußerungen gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen werden kann.<sup>6</sup> Wenn man selbst als Social Media Nutzer bedenkt, wie einfach das Verfassen eines Beitrages ist und wie schnell man dazu verleitet werden kann, scheint der letzte Punkt berechtigt. Insbesondere fällt bei berufsbezogenen Plattformen wie LinkedIn oder Xing auf, dass Unternehmen nahezu tagtäglich mit Ihren Erfolgen und Fortschritten preisen. Gerade hier scheint es denkbar, dass die Gefahr des Verstoßes gegen das Verbot der Marktmanipulation enorm ist.

Als weiteres Problem wird der wesentlich größere Personenkreis im Vergleich zu traditionellen Medien benannt (2). Durch soziale Medien können Nachrichten von weitaus mehr Personen empfangen oder beispielsweise über eine Google-Suche zumindest zufällig eingesehen werden, als dies bei Tageszeitungen etwa der Fall ist. Hierdurch ergibt

---

<sup>5</sup> *Kuntz*, ZHR 2019, 190-253 (213 f.) m.w.N.

<sup>6</sup> *Kuntz*, ZHR 2019, 190-253 (228)



sich ein viel höheres Verbreitungspotenzial und mithin auch die Möglichkeit, viel schneller eine breite Marktwirkung herbeizuführen. Ein vermeintlich belangloser kurzer Kommentar kann so schnell als geeignet zur Preisbeeinflussung angesehen werden. Dies gelte außerdem auch deshalb, weil Personen mit einem entsprechenden social Media Account wie etwa Twitter, sich häufiger zu bestimmten Themen äußern werden. Folglich prägen jene Personen den Markt sowie die Erwartungen der Marktteilnehmer in der Breite stärker, als dies mit traditionellen Medien der Fall ist.<sup>7</sup>

Das letzte Problem hänge schließlich mit den zuvor genannten zusammen und bestehe darin, dass soziale Medien Emittenten in einem viel stärkeren Maße als bislang erlauben, über geschickt platzierte Informationen Kursbewegungen zu steuern (3). Solche Verhaltensweisen werden von Praktikern zwar gelegentlich als *soft guidance* bezeichnet, sind jedoch nicht ganz unproblematisch, wie sich bereits aus den vorausgehenden Ausführungen ableiten lässt. Zum einen steht den Emittenten ein viel größerer Adressatenkreis zur Verfügung. Zum anderen aber, und das ist viel bedeutender, geben die sozialen Medien inzwischen solche Mittel zur Hand, mit denen die Daten der Nutzer und damit deren social Media Verhalten automatisiert ausgewertet werden können. Folglich kann die Kommunikation mit den Marktteilnehmern so weit gehen, dass sie sich nicht nur auf den gedacht durchschnittlichen Nutzer von social Media Plattformen beschränkt, sondern viel kleinteiliger erfolgen kann. So können Informationen unter Umständen sogar auf bestimmte Personen, Personengruppen oder Institutionen zugeschnitten und übermittelt werden.<sup>8</sup>

Diese drei Punkte zeigen sehr deutlich, wie groß der Einfluss sozialer Medien auf die Marktmanipulation sein kann. Dabei gelten die Ausführungen für Emittenten, Investoren und Journalisten in gleichem Maße. Alle drei Gruppen können sich in gleicher Weise Social Media Accounts bedienen, einen breiten Adressatenkreis erreichen und selbst durch unbedachte Posts Kurswirkungen herbeiführen. Wie die USA und Europa auf Marktmanipulationen im Allgemeinen reagieren und ob hierauf die sozialen Medien und das Internet einen Einfluss haben, soll nachfolgend skizziert werden.

<sup>7</sup> Kuntz, ZHR 2019, 190-253 (227, 228)

<sup>8</sup> Kuntz, ZHR 2019, 190-253 (228)



## III. Entwicklung der Gesetzgebung in den USA

### 1. Einführung und Historie

Wie in Deutschland finden sich auch in den USA aktivistische Investoren, zu welchen Aurelius Value, Citron Research, Gotham City Research, Muddy Waters Research und Viceroy Research zählen. Sie arbeiten mit Kanzleien zusammen und profitieren durch Leerverkaufsattacken von den fallenden Kursen börsennotierter Unternehmen.<sup>9</sup> Erzielt wird dies dabei häufig in der oben beschriebenen Weise durch die Verbreitung negativer Schlagzeilen. Wie etwa Section 9 (a) und 10 (b) des Security Exchange Act of 1934 zeigen, können jedoch irreführende Informationen als Marktmanipulation unzulässig sein.<sup>10</sup> Verstöße können öffentlich-rechtliche und zivilrechtliche Sanktionen zur Folge haben.

Die USA verfügt dabei über das älteste Kapitalmarktrecht der Welt<sup>11</sup>, wobei damit auch bereits frühe Fälle von Marktmanipulationen einhergehen, und zwar bereits Mitte des 19. Jahrhunderts im großen Stil.<sup>12</sup> Als marktmanipulierende Verhaltensweisen sind vor allem die sogenannten „corners“ zu nennen, die die Herbeiführung und Ausnutzung einer Marktverengung durch Großaktionäre zur Folge haben. In den 1920er und 1930er Jahren kam es jedoch vermehrt zu den sogenannten „stock pools“, bei denen sich mehrere Personen zum Zweck der Marktmanipulation zusammenschlossen.<sup>13</sup>

### 2. Rechtsdurchsetzung durch die Securities and Exchange Commission (SEC)

Marktmanipulierendes Verhalten kann nach dem Recht der USA sowohl auf landesrechtlicher, also einzelstaatlicher Ebene als auch auf Bundesebene sanktioniert werden. Allerdings kommt es aufgrund des § 101 Uniform Securities Act<sup>14</sup>, der eine Harmonisierung der Sanktionierung marktmanipulierender Verhaltensweisen zu Folge hat, nur noch selten zu einer Bestrafung nach einzelstaatlichen Regelungen. Als solche landesrechtlichen Regelungen sind beispielsweise die sogenannten „blue sky laws“ zu nennen, die bis ins Jahr 1925 zurückreichen. Die allermeisten Einzelstaaten haben jedoch mit § 101 Securi-

<sup>9</sup> Möllers, NZG 2018, 649-658 (649).

<sup>10</sup> Siehe auch Möllers, NZG 2018, 649-658 (654).

<sup>11</sup> Möllers, NZG 2018, 649-658 (655).

<sup>12</sup> Scheible/Kauffmann, NZWiSt 2014, 166-172 (170).

<sup>13</sup> Scheible/Kauffmann, NZWiSt 2014, 166-172 (170).

<sup>14</sup> Uniform Securities Act of 1965.



ties Exchange Act die Gesetzgebungskompetenz des Bundes und somit die bundesrechtliche Regelung angenommen. Allerdings wären Verbotsvorschriften und Regulierungen wenig zielführend, wenn nicht auch eine Aufsichtsbehörde bestünde, die die Einhaltung der Regelungen überwacht. Daher wurde die Securities Exchange Commission (SEC) geschaffen, deren Aufgabe es ist, den Markt im Hinblick auf Marktmanipulationen zu überwachen.<sup>15</sup>

## a) Umfangreiche Sanktionsmittel der SEC

Der SEC stehen nicht nur weitreichende administrative Sanktionskompetenzen (Sec. 21B Securities Exchange Act of 1934) zu, sondern auch umfangreiche Sanktionsmittel, um auf neue Marktmanipulationsstrategien reagieren zu können. So kann sie durch Verordnungen und Regeln („regulations“, „rules“) Gebote und Verbote und Ausnahmen festlegen. Das Verbot der Kursmanipulation erstreckt sich dabei auch auf solche Maßnahmen, die der Stabilisierung von Börsenkursen dienen (sogenanntes „pegging, fixing, stabilising“) – mit Ausnahme solcher Verhaltensweisen, die sich im Rahmen der Vorgaben der SEC bewegen. Als zentrale Ermächtigungsnorm für die SEC dient dabei Sec. 10 (b) Securities Exchange Act.<sup>16</sup>

Neben der Securities Exchange Act ist auch der „Sarbanes-Oxley Act of 2002“ ein Bundesgesetz und von immenser Bedeutung. Ziel dieses Gesetzes ist es, die von Unternehmerseite erfolgende Berichterstattung zu verbessern sowie die Zuverlässigkeit und Unbefangenheit derjenigen Personen zu gewährleisten, die zu diesem Zwecke Informationen verarbeiten und dem Markt zugänglich machen – also der Geschäftsleiter und Abschlussprüfer. Zur Stärkung der Unternehmensaufsicht wurden unterschiedliche Ausschüsse (Prüfungsausschuss, Vergütungsausschuss und Nominierungsausschuss) eingerichtet und mit unabhängigen Mitgliedern besetzt. Die Geschäfte solcher Board-Mitglieder in Aktien ihrer Gesellschaft werden dabei durch Zustimmungserfordernisse durch die Aktionäre eingeschränkt, wodurch eine erhöhte Verantwortlichkeit der Geschäftsleiter erreicht werden soll. Außerdem drohen empfindliche Sanktionen.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Scheible/Kauffmann, NZWiSt 2014, 166-172 (170).

<sup>16</sup> Scheible/Kauffmann, NZWiSt 2014, 166-172 (171).

<sup>17</sup> Scheible/Kauffmann, NZWiSt 2014, 166-172 (171).



## b) Rechtsfolgen der Verletzung

Der SEC stehen zahlreiche Sanktionsmöglichkeiten für die Verletzung eines bundesrechtlichen Wertpapiergesetzes zur Hand. Diese wurden durch das „Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act 1990“ erweitert sowie flexibler gestaltet. Die Aufgabe der SEC besteht dabei darin, geeignete Sanktionen für entsprechende Verletzungen zu verhängen, wobei die Sanktion häufig mit einem Reputationsschaden einhergeht. Handelt es sich bei der Gesetzesverletzung um einen vorsätzlichen Verstoß („willfully“), können sogar strafrechtliche Konsequenzen folgen. Hierfür muss das Verfahren zunächst von der SEC an das Department of Justice (DoJ) abgegeben werden und das DoJ eine Entscheidung über die Einleitung eines Strafverfahrens gem. sec. 21 (d) (1) Securities Exchange Act erlassen.

Aber auch die Börsen sollen durch die Wahrnehmung ihrer Selbstregulierungspflicht zur Marktkontrolle beitragen. Kommen sie dieser Pflicht nicht nach, kann die SEC der betreffenden Börse ihre Registrierung auf bestimmte Zeit aufheben oder Handelsbeschränkungen auferlegen.<sup>18</sup>

## 3. Marktmanipulationsverbote<sup>19</sup>

Nachfolgend sollen die wichtigsten Vorschriften aufgezählt werden, die bestimmte Arten von Marktmanipulation ganz explizit verbieten. Hierbei handelt es sich um Vorschriften, die sich speziell gegen Kursmanipulationen richten:

- **Sec. 9(a) (1)-(5) Securities Exchange Act:** Unter anderem Verstöße gegen „washed sales“ und „matched orders“, also bei absichtlichem Hervorrufen falscher Eindrücke und Transaktionen.
- **Sec. 10(a) Securities Exchange Act:** Untersagung von Leerverkäufen zu einem Kurs unter einem bestimmten Limit.

<sup>18</sup> Scheible/Kauffmann, NZWiSt 2014, 166-172 (171).

<sup>19</sup> Siehe auch Scheible/Kauffmann, Marktpreismanipulation im Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, NZWiSt 2014, 166-172 (171).



- **Sec. 12(2) Securities Act of 1933:** Haftungstatbestand für Prospekte und mündliche Erklärungen, sofern diese gezielte Falschangaben und Auslassungen beinhalten.
- **Sec. 17(a) Securities Act of 1933:** Verbot betrügerischer Machenschaften und in wesentlichen Punkten falscher oder unvollständiger und somit irreführender Erklärungen beim Angebot oder dem Verkauf von Wertpapieren im zwischenstaatlichen Handel.
- **Sec. 13(d) Securities Exchange Act:** Verstöße gegen die Manipulationstechnik „parking“ von Wertpapieren auf fremden Konten.
- **Sec. 13(e) Securities Exchange Act:** Verbot des Rückkaufs eigener Wertpapiere durch den Emittenten.
- Auch die Limitierung des Angebots eines Wertpapiers wird zu den Manipulationstechniken gezählt, jedoch nicht ausdrücklich geregelt.

## IV. Entwicklung der Gesetzgebung in Europa

### 1. Von der Richtlinie zur Verordnung

Auf europäischer Ebene wurde zunächst die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG (MAD) (Directive 2003/6/EC) erlassen und hiermit das Marktmissbrauchsrecht geregelt. Mit ihr wurde einerseits die alte Insiderrichtlinie ersetzt, andererseits neben Insidergeschäften manipulatives Marktverhalten in nunmehr einer einzigen Richtlinie geregelt. Außerdem sah die Richtlinie bereits präventive Maßnahmen zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs und zur Verbesserung der Transparenz für die Marktteilnehmer vor.<sup>20</sup> Diese Richtlinie wurde jedoch durch die Verordnung (EG) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (MAR) (Regulation No 696/2014) im Juli 2014 überholt und das Marktmissbrauchsrecht durch Änderungen im Jahre 2016 nochmal erheblich umgestaltet.<sup>21</sup>

<sup>20</sup> Weber, NJW 2004, 28-38 (30).

<sup>21</sup> Poelzig, NZG 2016, 528-538 (528).



Zunächst fällt auf, dass der europäische Gesetzgeber einen Kurswechsel eingeschlagen hat: Statt der Regelung durch eine Richtlinie, welche wiederum durch nationales Recht umgesetzt wird, hat sie sich nun für eine unmittelbare Regelung mittels Verordnung entschieden. Hierdurch soll es zu einer Harmonisierung des Rechts kommen und abweichende nationale Vorschriften verhindert werden. Denn gemäß Art. 288 Abs. 2 Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) gelten die Marktmissbrauchsregelungen im Sinne der MAR verbindlich und unmittelbar in jedem Mitgliedstaat und ihre Auslegung orientiert sich noch stärker an europäischen Vorgaben.<sup>22</sup>

Ein weiterer Unterschied der Marktmissbrauchsverordnung zur Marktmissbrauchsrichtlinie ist, dass erstere viel umfangreicher und detaillierter ist. Viele Einzelfragen, die zuvor in der auf Stufe 2 des Lamfalussy-Verfahrens verabschiedeten Richtlinie 2003/124/EC (implementing Directive) geregelt waren, sind nun in der Marktmissbrauchsverordnung selbst niedergeschrieben.<sup>23</sup>

## 2. Marktmanipulation

Das Verbot der Marktmanipulation ist in Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) geregelt. Eine nähere Definition der einzelnen Manipulationshandlungen findet sich in Art. 12 MAR. Neben der vollendeten Marktmanipulation wird nunmehr auch der Versuch hierzu erfasst.

Art. 12 MAR differenziert zwischen handels- und handlungsgestützten Marktmanipulationen (Art. 12 Abs. 1 Buchstabe a, b MAR) sowie informationsgestützten Marktmanipulationen (Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR). Für den Gegenstand dieses Aufsatzes sind dabei die informationsgestützten Marktmanipulationen im Sinne des Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c interessant; dort heißt es:

*„1. For the purposes of this Regulation, market manipulation shall comprise the following activities: [...] (c) disseminating information through the media, including the internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances or securities, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances at an abnormal or artificial level, including the dissemination of rumours,*

<sup>22</sup> Poelzig, NZG 2016, 528-538 (528).

<sup>23</sup> Poelzig, NZG 2016, 528-538 (529).



*where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading;"*

Art. 12 Abs. 2 MAR zählt außerdem Regelbeispiele („inter alia“) für verbotene Marktmanipulationen im Sinne des Art. 12 Abs. 1 MAR auf. Hierzu zählen das sog. *market corner* (Art. 12 Abs. 2 Buchstabe a MAR), *marking the close* (Art. 12 Abs. 2 Buchstabe b MAR) und *scalping* (Art. 12 Abs. 2 Buchstabe d MAR). Diese Arten der Marktmanipulation sind nicht neu und wurden bereits von der vorhergehenden Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD) in Art. 1 Abs. 1 Nr. 2 Unterabsatz 2 MAD erfasst. Neu hinzugekommen sind allerdings spezielle Marktmanipulationen im Hochfrequenzhandel, siehe Art. 12 Abs. 2 Buchstabe c MAR. Diese Regelbeispiele haben gemeinsam, dass sie stets den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen und nicht als bloße Anzeichen für Manipulationen im Einzelfall widerlegt werden können.<sup>24</sup>

Interessant ist hier wiederum das sogenannte scalping in Art. 12 Abs. 2 Buchstabe d MAR, wonach folgende konkrete Handlung eine Marktmanipulation darstellen soll:

*„2. The following behaviour shall, inter alia, be considered as market manipulation:*

*[...] (d) the taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way;"*

Mit Blick auf die oben beschriebenen Verhaltensweisen von aktivistischen Investoren beziehungsweise von (Börsen-)Journalisten fällt auf, dass Art. 12 Abs. 2 Buchstabe d MAR im Unterschied zu Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR voraussetzt, dass sich der Handelnde in der Absicht, für ein bestimmtes Finanzinstrument eine Kaufempfehlung auszusprechen oder eine Bewertung abzugeben, vorab mit den entsprechenden Papieren eindeckt, um sie dann nach dem durch die Empfehlung erfolgte Kursanstieg wieder zu veräußern.<sup>25</sup> Im Kern geht es hier also darum, dass

<sup>24</sup> *Poelzig*, NZG 2016, 528-538 (536); andere Ansicht *Pananis*, in: Münchener Kommentar zum StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 130, nach dem es sich weder um Regelbeispiele noch um verbindliche Konkretisierungen der Basistatbestände des Absatzes 1 handle, sondern um eigenständige Tatbestände, die teilweise über den Regelungsgehalt der Bestimmungen in Art. 12 Absatz 1 MAR hinausgehen.

<sup>25</sup> *Pananis*, in: MÜKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 105.



bei öffentlicher Stellungnahme ein durch Eindecken mit den betreffenden Papieren vorliegender Interessenkonflikt nicht adäquat offengelegt wird.<sup>26</sup> Nicht erfüllt ist dieser Tatbestand jedoch häufig in den eingangs erwähnten Fällen aktivistischer Investoren. Diese Fälle sind zumeist dadurch gekennzeichnet, dass negative Researchberichte veröffentlicht werden, nachdem zuvor Leerverkaufspositionen eingegangen worden sind und damit auf fallende Kurse gesetzt wird. Soweit in diesen Fällen ausdrücklich auf eingegangene Leerverkaufspositionen hingewiesen wird, ist von einer ordnungsgemäßen und wirksamen Offenlegung des Interessenkonflikts auszugehen.<sup>27</sup>

Offen bleibt aber somit die bereits oben genannte Möglichkeit einer informationsgestützten Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR. Hierfür ist erforderlich, dass durch den Bericht falsche oder irreführende Informationen verbreitet werden. Da hier ein weiter Beurteilungsspielraum<sup>28</sup> denkbar ist und insbesondere bei Berichterstattung durch Journalisten die Pressefreiheit (Art. 11 Charta of Fundamental Rights of the European Union) zu berücksichtigen ist, soll das Spannungsverhältnis zwischen der Pressefreiheit und der Marktmanipulation unter Bezugnahme auf ein konkretes Beispiel weiter unten erfolgen.

### 3. Sanktionsmittel

In Kapitel 5 der Marktmissbrauchsverordnung wird geregelt, welche verwaltungsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen bei Verstößen in Betracht kommen. In der parallel hierzu geltenden Richtlinie 2014/57/EU (on criminal sanctions for market abuse (CRIM-MAD)) werden hingegen verpflichtende Straftatbestände für Insiderhandel und Marktmanipulation festgelegt. Zivilrechtliche Folgen von Verstößen werden allerdings nicht vorgegeben.<sup>29</sup>

#### a) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen

Für verwaltungsrechtliche Maßnahmen statuiert Art. 30 MAR eine Mindestregelung, sodass den Mitgliedstaaten schärfere Sanktionsmöglichkeiten zustehen. Dennoch stellen diese Mindestregeln in viele Mitgliedstaaten eine drastische Verschärfung gegenüber

<sup>26</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 137.

<sup>27</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 138.

<sup>28</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 138.

<sup>29</sup> Siehe auch Poelzig, NZG 2016, 528-538 (537).



dem bislang geltenden Sanktionsregime dar.<sup>30</sup> Nachfolgend sollen die einzelnen Sanktionen und Maßnahmen überblicksartig dargestellt werden:

- **Art. 30 Abs. 2 Buchstabe a MAR:** Anordnung, die rechtswidrigen Verhaltensweisen auch für die Zukunft einzustellen.
- **Art. 30 Abs. 2 Buchstabe b MAR:** Einziehung des Verletzergewinns;
- **Art. 30 Abs. 2 Buchstabe c MAR:** öffentliche Verwarnung;
- **Art. 30 Abs. 2 Buchstabe d-g MAR:** verschieden strenge Zulassungsentziehungen oder Tätigkeitsverbote;
- **Art. 30 Abs. 2 Buchstabe h-j MAR:** Verhängung „verwaltungsrechtlicher finanzieller Sanktionen“, also Geldbußen. Dabei wird eine Reihe von Vorgaben aufgestellt, wie hoch die Maximalsanktion als Endpunkt eines Ahndungsrahmens mindestens ausfallen muss. Die Regelung orientiert sich dabei an drei verschiedenen Ansatzpunkten: Nach Buchstabe h muss die Maximalbuße mindestens das Dreifache des Verletzergewinns betragen, sofern sich dieser beziffern lässt. Handelt es sich bei der marktmanipulierenden Person um eine natürliche Person, so hat sich diese Buße zudem auf EUR 5 Mio zu belaufen (Buchstabe i i)). Bei juristischen Personen beläuft sie sich auf mindestens EUR 15 Mio. oder 15% des jährlichen (Konzern-) Gesamtumsatzes (Buchstabe j i)).<sup>31</sup>
- **Art. 31 MAR:** Hiernach haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass die zuständigen Behörden bei der Bestimmung der Art und der Höhe der verwaltungsrechtlichen Sanktionen alle relevanten Umstände berücksichtigen, sowohl entlastende wie belastende.<sup>32</sup> In Art. 31 Abs. 1 MAR finden sich hierfür Zumessungskriterien.

<sup>30</sup> Schmolke, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 15 MAR Rn. 41.

<sup>31</sup> Siehe auch Schmolke, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 15 MAR Rn. 42.

<sup>32</sup> Schmolke, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 15 MAR Rn. 43.



- **Art. 34 MAR:** Bei dieser Maßnahme handelt es sich um das sogenannte „Naming and Shaming“, wonach eine verwaltungsrechtliche Sanktion oder Maßnahme, die im Sinne von Art. 30 MAR verhängt wurde, von der zuständigen Behörde auf ihrer offiziellen Website grundsätzlich zu veröffentlichen ist. Dies hat unverzüglich und unter Nennung der verantwortlichen Person und einer Beschreibung des Verstoßes nach Art und Charakter zu erfolgen. Außerdem muss die veröffentlichte Entscheidung für mindestens fünf Jahre auf der Website der zuständigen Behörde zugänglich bleiben.

## b) Strafrechtliche Maßnahmen

Auch die CRIM-MAD sieht eine Mindestharmonisierung für schwere Verstöße gegen die Marktmissbrauchsregeln vor. Nach dem europäischen Gesetzgeber sei es unverzichtbar, die Einhaltung der Marktmissbrauchsvorschriften, einschließlich des Verbots der Marktmanipulation, durch die Einführung von strafrechtlichen Sanktionen zu unterstützen, um die gesellschaftliche Missbilligung in stärkerer Weise deutlich zu machen, als verwaltungsrechtliche Sanktionen dies könnten.<sup>33</sup> Daher soll nachfolgend auch ein Überblick über die strafrechtlichen Maßnahmen gegeben werden:

- **Art. 5 CIM-MAD:** Verpflichtung der Mitgliedstaaten, eine Marktmanipulation im Sinne von Art. 5 Abs. 2 CRIM-MAD zumindest in schweren Fällen und bei vorsätzlicher Begehung als Straftat zu ahnden. Die Bestrafung der informationsgestützten Marktmanipulation ist dabei in Art. 5 Abs. 2 Buchstabe c CRIM-MAD geregelt. Allerdings reicht hier die bloße Wahrscheinlichkeit des Aussendens irreführender oder falscher Signale oder des Erzielens eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus nicht aus. Außerdem wird gefordert, dass der Manipulator für sich selbst oder einen anderen aus der Verbreitung der Information einen Vorteil oder Gewinn erzielt.
- **Art. 6 Abs. 1 CRIM-MAD:** Strafbarkeit von Anstiftung und Beihilfe.

---

<sup>33</sup> Schmolke, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 15 MAR Rn. 50.



- **Art. 6 Abs. 2 CRIM-MAD:** Strafbarkeit des Versuchs der Marktmanipulation nach Art. 5 CRIM-MAD
- **Art 7 CRIM-MAD:** Für natürliche Personen gilt gemäß Art. 7 Abs. 2 CRIM-MAD, dass für Straftaten im Sinne von Art. 5 CRIM-MAD als Höchstmaß für eine Freiheitsstrafe mindestens vier Jahre vorgesehen werden müssen.
- **Art. 8-9 CRIM-MAD:** Ahndung juristischer Personen, wobei nicht die Einführung einer echten Verbandsstrafbarkeit erwartet wird, sondern die Ahndung mittels nichtstrafrechtlicher Geldbußen (Art. 9 CRIM-MAD) ausreicht.

## V. Zwischenergebnis

Die vorstehenden Ausführungen zu den Regelungen betreffend die Marktmanipulation in den USA und Europa verdeutlichen, dass es insgesamt eine gewisse Regeldichte gibt, welche bereits aufzeigt, dass marktmanipulatives Verhalten keine Seltenheit darstellt. Sowohl in den USA als auch in Europa sind neben verwaltungsrechtlichen Sanktionen auch strafrechtliche Maßnahmen möglich. Dabei ist auch in beiden Systemen ein gewisser „Reputationsschaden“ des Handelnden gewollt, um zukünftig abschreckende Wirkung zu erzeugen.

## VI. Das Spannungsverhältnis von Meinungsfreiheit und Marktmanipulation gemessen an der MAR

Aufgrund der Konzentration dieses Aufsatzes auf die (womögliche) Marktmanipulation durch Journalisten und aktivistische Investoren, soll das nachfolgende Spannungsverhältnis vor dem Hintergrund des Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR erfolgen. Vor der eigentlichen Erörterung fällt jedoch zunächst auf, dass der Wortlaut nun auch die Verbreitung von Informationen über das Internet umfasst (gesamten Text siehe oben). In der früher geltenden MAD hieß es in Art. 1 Abs. 1 Nr. 2 Unterabsatz 2 MAD noch: *„In particular, the following instances are derived from the core definition given in points (a), (b) and (c) above: [...]taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument and profi-*



ting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way.“. Während es am Ende dieser Nummer 2 hieß: „The definitions of market manipulation shall be adapted so as to ensure that new patterns of activity that in practice constitute market manipulation can be included.“, scheint dies einen konkreteren Eingang in die MAR gefunden zu haben. Mit der Verbreitung von Informationen über Medien einschließlich Internet findet eine Ausweitung der traditionellen Kommunikationskanäle statt, so dass auch Websites, Blogs und soziale Medien als gleichwertige Kommunikationsplattformen berücksichtigt werden.<sup>34</sup> Folglich sind auch die eingangs erwähnten Posts über Twitter dem Grunde nach erfasst.<sup>35</sup>

Aufgrund der Aktualität sollen nun zunächst die Geschehnisse rund um die Wirecard AG skizziert werden, um die Auswirkung negativer Berichterstattung zu erfassen und nochmals Einzelheiten zur Marktmanipulation im Sinne von Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR aufzufassen. Sodann wird erörtert, welche Besonderheiten bei Journalisten zu beachten sind; gerade diese bedienen sich auch social media, um einen breiten Adressantenkreis zu erreichen. Dabei stellt sich die Frage, wann es sich noch um reine Presseberichterstattung handelt und wann bereits um verbotene Marktmanipulation.

## 1. Der Fall Wirecard

### a) Chronologie der Ereignisse

Dem inzwischen insolventen Zahlungsdienstleister Wirecard wurden durch die *Financial Times* (FT) bereits seit 2015 regelmäßig Unstimmigkeiten in den Bilanzen des Zahlungsdienstleisters vorgeworfen. Wegen der Artikel stürzte der Aktienkurs der Wirecard AG ab und verlor in wenigen Tagen fast die Hälfte seines Wertes.<sup>36</sup> Nachdem sich die Vorwürfe im Jahr 2020 als wahr erwiesen, verlor die Aktie sogar mehr als 90% ihres Wertes. Aber zunächst, was seit Anfang 2019 geschah: Am 30.01.2019 veröffentlichten zwei Autoren der FT einen Artikel, in dem sie einen vermeintlichen Bilanzmanipulations- und Korruptionsskandal bei Wirecard in Südostasien offenlegten. Hiervon soll die Kon-

<sup>34</sup> *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157-172 (165, 166).

<sup>35</sup> *Kuntz*, ZHR 2019, 190-253 (227).

<sup>36</sup> ZEIT-ONLINE, 'Ermittlungen gegen „Financial Times“-Journalisten eingestellt', <https://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2020-09/wirecard-financial-times-journalisten-verfahren-eingestellt-staatsanwaltschaft-muenchen>.



zernspitze in München Kenntnis gehabt haben. Im Februar wurden diese Vorwürfe so- dann durch weitere Artikel konkretisiert. Es konnte beobachtet werden, dass sich die Leerverkaufspositionen um die Veröffentlichung des ersten Artikels und im Februar er- heblich erhöhten.<sup>37</sup> Es liegt zumindest sehr nahe, dass dies mit der Veröffentlichung der Artikel in Zusammenhang steht.

Wirecard hat diese negative Berichterstattung nicht hingenommen und bereits nach dem ersten Artikel im Januar 2019 am 31.01.2019 eine Investorenmitteilung publik ge- macht und hierin geäußert, dass der Artikel inakkurat, irreführend und diffamierend sei. Der Kurs der Wirecard Aktie reagierte dennoch auf die Leerverkäufe und die negative Berichterstattung heftig. Zwischen dem 30.01.2019 und dem 15.02.2019 fiel der Kurs von EUR 167,00 auf EUR 99,90. Nach einigen Stabilisierungen durch Behördenmaß- nahmen und erneuten Kursverlusten durch erneue Berichte, erholte sich der Kurs im April und Mai 2019, nachdem Wirecard eine Zusammenfassung des Untersuchungsbe- richts einer Anwaltskanzlei aus Singapur am 26.03.2019 veröffentlichte, wonach die Jahresabschlüsse der Wirecard AG keine wesentlichen Fehler enthalten sollen. Jedoch kam es am 31.05.2019 nochmals zu negativen Berichterstattungen, diesmal durch das Handelsblatt. Dies setzte die Wirecard-Aktie erneut massiv unter Druck.<sup>38</sup> Im Oktober und Dezember 2019 folgten weitere negative Berichte der FT mit weiteren Vorwürfen, während Wirecard weiterhin dementierte. Darauf folgte ein KPMG-Prüfbericht, der die Aktie auf Talfahrt brachte, eine Durchsuchung der Geschäftsräume durch die Staatsan- waltschaft wegen des Verdachts der Marktmanipulation und eine erneute Verschiebung der Veröffentlichung der Jahresbilanz, weil kein Nachweis über die Existenz von im Kon- zernabschluss zu konsolidierenden Bankguthaben auf Treuhandkonten in Höhe von ins- gesamt EUR 1,9 Milliarden erbracht werden könne. Daraufhin bricht die Aktie in der Spitze um 66,5% ein.<sup>39</sup> Später räumte das Unternehmen selbst ein, dass Treuhandkon-

<sup>37</sup> Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313-323 (314).

<sup>38</sup> Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313-323 (314/315).

<sup>39</sup> Boerse.ARD.de, 'Vorwürfe gegen Wirecard: Chronologie der Ereignisse', <https://boerse.ard.de/boersenwissen/boersengeschichte-n/wirecard-vs-ft-chronologie-der-ereignisse100.html>



ten mit EUR 1,9 Milliarden wahrscheinlich nicht existieren<sup>40</sup> und stellte am 25.06.2020 einen Insolvenzantrag. In der Folgezeit brach die Aktie um mehr als 90% ein.

Diese verkürzte Chronologie der Ereignisse rund um Wirecard zeigt sehr deutlich, wie mächtig Medien und damit zusammenhängend negative Berichterstattung sein können und ein ganzes Unternehmen zu Fall bringen. Jedoch war dies für die Investigativjournalisten der FT nicht ganz ohne Hindernisse. Denn sie wurden von der deutschen Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin) wegen des Verdachts der Marktmanipulation angezeigt. Die BaFin vermutete, dass Spekulanten, die auf fallende Kurse wetten, bereits vor dem Erscheinen der FT-Artikel sogenannte Leerverkaufspositionen aufgebaut haben können. Ein Leerverkäufer solle in diesem Zusammenhang ausgesagt haben, vorab über die Artikel der FT informiert worden zu sein.<sup>41</sup> Inzwischen wurden die Ermittlungen gegen die beiden FT Journalisten jedoch eingestellt, die Staatsanwaltschaft äußerte, dass jedenfalls vom Standpunkt der damaligen Informationslage aus die Berichterstattung weder falsch noch irreführend gewesen sei. Außerdem hätten sich auch keine Anhaltspunkte ergeben, wonach die Beschuldigten selbst bewusst Inhalt und Zeitpunkt ihrer Berichte Dritten bekannt gegeben hätten und damit Insiderinformationen weitergegeben hätten.<sup>42</sup>

## **b) Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR**

Wie bereits unter Punkt IV.) 2.) beschrieben, bleibt die Möglichkeit einer Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR offen, wenn die Voraussetzungen des sog. Scalping im Sinne des Art. 12 Abs. 2 Buchstabe d MAR nicht vorliegen. Hierfür ist erforderlich, dass durch den Bericht falsche oder irreführende Informationen verbreitet werden (zum gesamten Text siehe oben). In subjektiver Hinsicht ist erforderlich, dass die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.<sup>43</sup> Unter einer Information sind dabei sowohl Aussagen oder Erklärungen zu äußeren Tatsachen als auch die Mitteilung innerer Tatsachen, Be-

<sup>40</sup> Handelsblatt, 'Bilanzskandal', <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/bilanzskandal-wirecard-vorstand-treuhandkonten-mit-1-9-milliarden-euro-existieren-wahrscheinlich-nicht/25937414.html?ticket=ST-2787585-XecF7yEUTYsEVb3vzjwC-ap4>.

<sup>41</sup> Faz.net, 'Bafin verdächtigt „FT“-Journalisten im Fall Wirecard', <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/bafin-verdaechtigt-ft-journalisten-im-fall-wirecard-16144310.html>.

<sup>42</sup> ZEIT-ONLINE, 'Ermittlungen gegen „Financial Times“-Journalisten eingestellt', <https://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2020-09/wirecard-financial-times-journalisten-verfahren-eingestellt-staatsanwaltschaft-muenchen>.

<sup>43</sup> Siehe Zimmer/Bator in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 12 MAR, Rn. 84.



wertungen, Prognosen, Empfehlungen, Rechtsauffassungen sowie Werturteile zu verstehen, selbst wenn diese keinen Tatsachekern aufweisen. Außerdem erfasst der Tatbestand auch die Verbreitung von Gerüchten, was verdeutlicht, dass auch bloße Vermutungen oder Spekulationen genügen. Allerdings wird gefordert, dass den Informationen eine Irreführungs- oder Preismanipulationswirkung zukommen muss. Bei reinen Meinungsäußerungen ist dies jedoch regelmäßig nicht der Fall.<sup>44</sup> Ferner müssen die Informationen falsch sein. Dies sind sie, wenn sie den tatsächlichen Verhältnissen nicht entsprechen. Da jedoch bei Wertungen, Prognosen und Schätzungen ein weiter Beurteilungsspielraum gegeben ist, ist von falschen Informationen nur dann auszugehen, wenn deren Unrichtigkeit eindeutig feststeht. Eine gegenteilige Auffassung darf also nicht mehr vertretbar erscheinen. Eine Unrichtigkeit der Informationen kann sich aber daraus ergeben, dass die Informationen unvollständig sind, also wichtige Teilaspekte ausgelassen werden und damit ein falsches Gesamtbild entsteht.<sup>45</sup> Wenn die Informationen zwar richtig sind, können sie dennoch irreführend sein, was ebenfalls vom Marktmanipulationsverbot erfasst ist (siehe oben). Erforderlich ist hierfür, dass die Informationen aufgrund ihrer Darstellung beim Informationsempfänger eine falsche Vorstellung über den geschilderten Sachverhalt nahe legen. Maßgeblich ist dabei der Verständnishorizont eines verständigen, durchschnittlichen informierten und situationsadäquat aufmerksamen Anlegers.<sup>46</sup> Als weitere Tatbestandsvoraussetzungen sind die Verbreitung der Informationen sowie deren Irreführungs- beziehungsweise Preismanipulationswahrscheinlichkeit zu nennen. Auf diese Voraussetzungen soll hier nicht vertieft eingegangen werden. Jedoch ist zu erwähnen, dass von der Irreführungswahrscheinlichkeit dann auszugehen ist, wenn von den Umständen, die Gegenstand der unrichtigen irreführenden Informationen sind, aus *Ex-ante-Sicht* eines verständigen Anlegers ein Investitionsanreiz ausgeht.

Wenn man sich nun diese Voraussetzungen vergegenwärtigt, erscheint es gar nicht so fernliegend, dass durch einfache Berichterstattung durch Journalisten (oder aktivistische Investoren) der Tatbestand der Marktmanipulation verwirklicht wird. Es ist zumindest in vielen Fällen denkbar, dass Informationen unvollständig sind, ein verzerrtes Lagebild er-

<sup>44</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 109.

<sup>45</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 110.

<sup>46</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 111.



zeugen und folglich die Anleger in die Irre führen. Zwar enthält Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR auch einen subjektiven Tatbestand, jedoch reicht es hier aus, dass der Manipulator hätte wissen müssen, dass die Information falsch oder irreführend waren. Solange es sich also nicht lediglich um einen Meinungsbildungsprozess handelt<sup>47</sup>, dem ein weiterer Beurteilungsspielraum zukommen mag, scheint die Grenze zur Marktmanipulation schnell erreicht. Insbesondere wird dies durch das Internet verstärkt, da hierdurch Informationen sehr viel schneller verbreitet werden können, schneller einen größeren Empfängerkreis erreichen und eine stärkere Kursmanipulation zumindest nahe liegt.

Zur Verdeutlichung der Effektivität des Internets im Zusammenhang mit der Marktmanipulation kann der Tweet von Tesla-Chef Elon Musk herangezogen werden. Im August 2018 twitterte er überraschend, dass er erwäge, Tesla zum Preis von 420 Dollar pro Aktie von der Börse zu nehmen. Die Finanzierung der möglichen Rückkaufoperation sei gesichert, schrieb er. Die Ankündigung ließ die Tesla-Aktie um elf Prozent in die Höhe springen.<sup>48</sup> Ende August 2018 machte er jedoch einen Rückzieher und schrieb, dass der Verbleib an der Börse der bessere Weg für Tesla sei. Von der SEC wurde er jedoch verklagt, weil seine Äußerungen „falsch und irreführend“ gewesen seien. Daraufhin fiel die Aktie vorbörslich um rund zehn Prozent.<sup>49</sup> Man sieht, wie schnell positive oder negative Nachrichten den Aktienkurs beeinflussen können und bei Irreführung der Anleger zu einem Vorwurf der Marktmanipulation führen können. Unabhängig davon, ob dieser Vorwurf im Einzelfall nun berechtigt oder unberechtigt ist, kann man sich durchaus vorstellen, dass solche Beispiele für andere Personen abschreckende Wirkung haben. Doch wie verhält sich dies im Falle von Journalisten mit der Pressefreiheit? Sind diese besonders geschützt oder müssen sie sich zugunsten der Marktintegrität mit freier Presseberichterstattung zurückziehen? Dies soll im Nachfolgenden näher beleuchtet werden.

<sup>47</sup> Pananis, in: MüKoStGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rn. 110.

<sup>48</sup> Spiegel Wirtschaft, 'Finanzaufseher laden offenbar Tesla vor', <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/tesla-tweet-alarmiert-offenbar-boersenaufsicht-sec-a-1223372.html>.

<sup>49</sup> Der Tagesspiegel, 'US-Börsenaufsicht zieht gegen Tesla-Chef Musk vor Gericht', <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/tweets-zu-moeglichem-boersenrueckzug-us-boersenaufsicht-zieht-gegen-tesla-chef-musk-vor-gericht/23124896.html>; LTO, 'US-Börsenaufsicht verklagt Elon Musk', <https://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/elon-musk-tesla-us-boersenaufsicht-sec-klage-marktmanipulation-twitter/>.



## 2. Art. 21 MAR als Ausfluss der Meinungs- und Pressefreiheit nach der europäischen Grundrechtecharta

In Art. 21 MAR heißt es wie folgt:

*„For the purposes of Article 10, Article 12(1)(c) and Article 20, where information is disclosed or disseminated and where recommendations are produced or disseminated for the purpose of journalism or other form of expression in the media, such disclosure or dissemination of information shall be assessed taking into account the rules governing the freedom of the press and freedom of expression in other media and the rules or codes governing the journalist profession, unless:*

*(a) the persons concerned, or persons closely associated with them, derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the disclosure or the dissemination of the information in question; or*

*(b) the disclosure or the dissemination is made with the intention of misleading the market as to the supply of, demand for, or price of financial instruments.“*

### a) Einordnung

Rechtstechnisch handelt es sich dabei um eine Einschränkung der Verbotstatbestände von Art. 10, 12 Abs. 1 Buchstabe c und 20 MAR, indem eine gesonderte Abwägung angeordnet wird, bei der Meinungs- und Pressefreiheit zu berücksichtigen sind.<sup>50</sup> Zweck der Vorschrift ist es dabei, den Journalismus und andere Tätigkeiten, die unter die europäische Meinungs- und Pressefreiheit nach Art. 11 GrCh (Charta of Fundamental Rights of the European Union) fallen, zu privilegieren, was auch aus Erwägungsgrund 77 hervorgeht.<sup>51</sup> Wie aus dem obigen Text der Vorschrift hervorgeht, ordnet sie die Berücksichtigung zweier unterschiedlicher Rechtsquellen an: der Presse- und Meinungsfreiheit gem. Art. 11 Charta of Fundamental Rights einerseits und der journalistischen Berufs- und Standesregeln andererseits, wobei letztere Anwendungsvorrang genießen. Im Falle von Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR findet außerdem ein Zwischenschritt statt: Zunächst

<sup>50</sup> Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 1.

<sup>51</sup> Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 2, 3.



wird geprüft, ob der Tatbestand der Marktmanipulation erfüllt ist und erst im nächsten Schritt erfolgt die Berücksichtigung des Art. 21 MAR.<sup>52</sup>

## **b) Der Pressekodex des Deutschen Presserates**

In Deutschland beispielsweise sind Pressestandards vorrangig im Pressekodex des Deutschen Presserates zu finden.<sup>53</sup> In Bezug auf die hier interessierende Berichterstattung gibt es ein gestuftes System. Einen ersten Anknüpfungspunkt bildet die Nr. 7 des Pressekodex, wonach es die Verantwortung der Presse gegenüber der Öffentlichkeit gebietet, dass redaktionelle Veröffentlichungen nicht durch private oder geschäftliche Interessen Dritter oder durch persönliche wirtschaftliche Interessen der Journalisten beeinflusst werden.<sup>54</sup> Dies wird speziell für die wirtschaftliche Berichterstattung in Nr. 7.4 „Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung“ weiter konkretisiert.<sup>55</sup> Hinzu kommt Nr. 2 des Pressekodex, wonach zur Veröffentlichung bestimmte Informationen in Wort, Bild und Grafik mit der nach den Umständen gebotenen Sorgfalt auf ihren Wahrheitsgehalt zu prüfen und wahrheitsgetreu wiederzugeben sind. Ihr Sinn darf durch Bearbeitung, Überschrift oder Bildbeschriftung weder entstellt noch verfälscht werden. Unbestätigte Meldungen, Gerüchte und Vermutungen sind als solche kenntlich zu machen.<sup>56</sup> Somit wird insgesamt ein eher großflächiger Prüfungsmaßstab vorgegeben.<sup>57</sup>

## **c) Lösung des Zielkonflikts: Interessenabwägung**

Bei Einhaltung der nationalen Pressestandards, wird im Rahmen einer wirtschaftlichen Berichterstattung der Tatbestand von Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR regelmäßig nicht vorliegen, weil die Einhaltung dieser Standards einer Irreführung in der Regel entgegensteht. Letztlich erfolgt die Auflösung des Spannungsfeldes zwischen Marktmanipulation und Meinungs- beziehungsweise Pressefreiheit jedenfalls durch eine Interessenabwägung. Fällt diese Abwägung zugunsten der Meinungs- und Pressefreiheit aus, darf (unter anderem) Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c nicht oder nicht unmodifiziert auf die jeweilige

<sup>52</sup> Klöhn, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 21 MAR Rn. 40, 41.

<sup>53</sup> Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 28.

<sup>54</sup> Siehe Schröder, NJW 2009, 465-469 (469).

<sup>55</sup> Presserat, <https://www.presserat.de/pressekodex.html>.

<sup>56</sup> Presserat, <https://www.presserat.de/pressekodex.html>; Schröder, NJW 2009, 465-469 (469).

<sup>57</sup> Schröder, NJW 2009, 465-469 (469).



Information angewendet werden, weil der Tatbestand dann grundrechtskonform ausgelegt werden muss.<sup>58</sup>

Bei der Abwägung ist einerseits zu ermitteln, wie schwer der Verlust für die Meinungs- und Pressefreiheit wiegen würde, wenn man Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c unmodifiziert anwendet und andererseits, welche Auswirkung die Offenlegung oder Verbreitung auf die Integrität des Marktes haben wird.<sup>59</sup> Dabei ist auf Seiten der Meinungs- und Pressefreiheit einzubeziehen, welche Bedeutung die konkrete Offenlegung oder Verbreitung für die öffentliche Information und Meinungsbildung hat und welche Alternativen es gibt, diese Meinungsbildung auch ohne Offenlegung beziehungsweise Verbreitung zu erreichen. Wichtige Faktoren sind dabei die bisherige Bekanntheit der Information, ihre Relevanz, die Dringlichkeit ihrer Offenlegung, ihre Verlässlichkeit und mögliche Alternativen.<sup>60</sup> Auf Seiten der Marktintegrität sind dabei die Kursrelevanz der Informationen, die Liquidität des Marktes sowie der drohende Schaden für die Beteiligten, insbesondere für den Emittenten und seine Organe zu berücksichtigen; bei letzterem insbesondere auch die drohende Rufschädigung.<sup>61</sup>

Dabei gilt im Hinblick auf die Meinungs- sowie die Pressefreiheit: je stärker ausgeprägt der Unterhaltungsfaktor/ der Werbezweck des Beitrages ist, desto eher sind Einschränkungen zulässig verglichen mit Veröffentlichungen, die einen Beitrag im öffentlichen Diskurs leisten.<sup>62</sup>

### 3. Ergebnis

Die obigen Ausführungen skizzieren zum einen am Beispiel von Wirecard und Tesla, wie folgenreich Berichte beziehungsweise Aussagen in der Presse und in den sozialen Medien sein können. Zum anderen wird deutlich, dass insbesondere Journalisten bei ihrer Presseberichterstattung ein weiter Spielraum zugemessen wird. Selbst wenn die Handlung zunächst von Art. 12 Abs. 1 Buchstabe c MAR tatbestandlich erfasst sein sollte, ist es sehr wahrscheinlich, dass sie in einem zweiten Schritt durch Anwendung des Art. 21

<sup>58</sup> Klöhn, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 21 MAR Rn. 42; Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 22.

<sup>59</sup> Klöhn, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 21 MAR Rn. 43; Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 22.

<sup>60</sup> Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 22; Klöhn, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung: MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 21 MAR Rn. 43, 44.

<sup>61</sup> Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 23.

<sup>62</sup> Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, 'Kapitalmarktrechts-Kommentar', 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 21 MAR, Rn. 24, 25.



MAR keine Marktmanipulation darstellt. Dennoch zeigt der Fall Wirecard, dass Journalisten dennoch ins Visier der Behörden geraten können und die Grenze zur verbotenen Marktmanipulation auch schnell erreicht werden kann.

## VII. Gesamtergebnis und Auswertung

Zusammenfassend lässt sich zunächst festhalten, dass es eine Bandbreite an Regelungen gibt, die versuchen, Marktmanipulationen einzudämmen. Gleichzeitig bietet das Internet insbesondere durch soziale Medien unzählige Möglichkeiten des Informationsaustausches. So können sich sowohl Emittenten als auch aktivistische Investoren und Journalisten den verschiedensten Optionen bedienen, um kursrelevante Informationen zu veröffentlichen. Dies ist zwar unter den Voraussetzungen des Art. 12 MAR verboten, jedoch steht vor allem Journalisten ein breiter Spielraum zu, um nicht vom Verbot der Marktmanipulation erfasst zu sein. Dies mag vor dem Hintergrund der Bedeutung der Meinungs- und Pressefreiheit auch berechtigt sein. Allerdings lässt sich in Bezug auf die anderen Personengruppen dennoch an der Reichweite der Vorschriften zweifeln, wenn man folgendes bedenkt: Selbst inhaltlich wenig gehaltvolle Nachrichten können eine Kurswirkung haben, Marktmanipulation darstellen und zu bedeutenden Strafen führen. Insbesondere können durch Medien auch „einfache“ Nachrichten sehr schnell verbreitet werden und eine Kurswirkung herbeiführen. Dennoch steht dem eine scharfe Sanktion gegenüber. Zwar setzen die Vorschriften auch einen subjektiven Tatbestand voraus, jedoch erscheint es nachvollziehbar, dass bei regelmäßigen Posts über soziale Medien nicht jedes Mal vertieft über die Folgen nachgedacht wird, man jedoch trotzdem die Konsequenzen hätte voraussehen können. In dieser Hinsicht scheinen die Vorschriften noch nicht ganz ausgereift zu sein. Auf der anderen Seite scheinen auch die Spielräume für Journalisten noch nicht im Detail geklärt zu sein, da lediglich eine Abwägung stattfindet. Aufgrund der Bedeutung der Meinungs- und Pressefreiheit wird dies aber wahrscheinlich fast immer zugunsten der Journalisten ausfallen, auch wenn dies unberechtigte Verluste in Millionenhöhe für das betroffene Unternehmen bedeuten mag.