

Soziale Netzwerke im Schnittfeld von Medien- und Finanzmarktrecht: Regulatorische Anforderungen an sog. Influencer

Florian Möslein

Mit dem Jubilar verbindet mich, rein räumlich betrachtet, die gesamte Grundfläche unserer beiden Lehrstühle, die sich im ersten bzw. zweiten Stockwerk des Marburger Savignyhauses befinden. Für einen Beitrag zu nachbarschaftlichen Streitigkeiten fehlt jedoch neben der Fachkompetenz auch jeglicher Anlass, selbst nach über einem Jahrzehnt der Lehrstuhl-Nachbarschaft. Angesichts dieses guten nachbarschaftlichen Verhältnisses bietet der feierliche Anlass stattdessen die ungleich erfreulichere Gelegenheit, die wissenschaftliche Nachbarschaft zu thematisieren und inhaltliche Schnittmengen zu identifizieren. Dass das Medienrecht ein früher Wegbereiter des Rechts der Digitalisierung war, hat der Jubilar stets zu Recht betont. Die durch Digitalisierung bedingten Veränderungen der Medienlandschaft waren beispielsweise bereits vor mehr als zwei Jahrzehnten Gegenstand seines Gutachtens für den Deutschen Juristentag unter dem Titel „Konvergenz der Medien – Sollte das Recht der Medien harmonisiert werden?“¹

Dass das Medienrecht auch Schnittmengen zum Finanzmarktrecht aufweist, liegt dagegen weniger auf der Hand. Wissenschaftliche Beiträge, die beide Rechtsgebiete verknüpfen, sind Raritäten,² obwohl soziale Medien

1 G. Gounalakis, Konvergenz der Medien - Sollte das Recht der Medien harmonisiert werden? Gutachten C für den 64. Deutschen Juristentag, München 2002.

2 Vgl. jedoch C. Schröder, Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? – Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, NJW 2009, 465; ferner: U. Tolkmitt/T. Schomerus, Finanzmarktstabilisierung contra Informationsfreiheit? – Keine Einschränkung des Informationsfreiheitsgesetzes, NVwZ 2009, 568. In der medienrechtlichen Lehrbuchliteratur finden sich – immerhin – sehr vereinzelt kapitalmarktrechtliche Anklänge, s. etwa M. Paschke, Medienrecht, 3. Aufl., Berlin 2009, S. 451 (Rn. 1290); umgekehrt sucht man in den gängigen kapitalmarktrechtlichen Lehrbüchern vergeblich nach medienrechtlichen Bezügen.

im Finanzmarktrecht durchaus Beachtung finden.³ Besonders das Phänomen der sog. Finfluencer betrifft beide Rechtsgebiete, weil Finfluencer im Schnittfeld von Medien- und Finanzmarktrecht agieren. Erst kürzlich warnte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) in einer Mitteilung „For people posting Investment Recommendation on social media“ nachdrücklich davor, bei Nutzung sozialer Netzwerke finanzmarktrechtliche Vorgaben zu missachten.⁴

I. Einführung

1. Soziale Netzwerke, soziale Medien und Influencer

Soziale Netzwerke sind in der (auch nach Inkrafttreten des DDG fortgeltenden) Vorschrift des § 1 Abs. 1 S. 1 NetzDG legaldefiniert: Der Gesetzgeber versteht unter diesem Begriff „Plattformen im Internet [...], die dazu bestimmt sind, dass Nutzer beliebige Inhalte mit anderen Nutzern teilen oder der Öffentlichkeit zugänglich machen“.⁵ Solche Netzwerke wie Instagram oder TikTok bieten die Möglichkeit, Informationen auszutauschen, Meinungen zu äußern und Beziehungen aufzubauen, indem sie Nutzern erlauben, miteinander zu interagieren, Inhalte zu teilen und sich zu vernetzen.⁶ Nutzer können auf sozialen Netzwerken Profile anlegen, Freundschaftsanfragen senden, Nachrichten verschicken und Inhalte teilen. Der breitere Begriff der sozialen Medien bezieht sich ebenfalls auf digitale Plattformen und Technologien, die es Nutzern ermöglichen, Inhalte zu erstellen, zu teilen und zu konsumieren. Neben sozialen Netzwerken umfasst er

3 P. Buck-Heeb, Insiderrecht und soziale Medien, AG 2021, 42; L. Klöhn/N. Bartmann, Kapitalmarktkommunikation über soziale Medien, AG 2014, 737; R. Mayer-Uellner, Kapitalmarktrechtliche Unternehmenspublizität über soziale Medien, NZG 2013, 1052.

4 *European Securities and Markets Authority* v. 6. Februar 2024, ESMA 74-1103241886-912, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/document/warning-posting-investment-recommendation-social-media>.

5 Zu dieser Legaldefinition näher E. Hoven/H. Gersdorf in: BeckOK InfoMedienR, 42. Ed. 1.8.2023, NetzDG § 1 Rn. 12; M. Liebsching in: M. Paschke/W. Berlit/C. Meyer/L. Kröner (Hrsg.), *Hamburger Kommentar Gesamtes Medienrecht*, 4. Aufl., Baden-Baden 2021, § 1 NetzDG Rn. 6-9.

6 Näher etwa P. Adelberg, *Rechtspflichten und -grenzen der Betreiber sozialer Netzwerke*, Wiesbaden 2020, S. 10 f.

auch Blogs, Foren, Podcasts, Video-Plattformen und Messaging-Dienste.⁷ Im Vergleich zu den herkömmlichen Massenmedien reduziert sich besonders bei sozialen Netzwerken das Gefälle zwischen Sender und Empfänger: An die Stelle medialer Monologe treten nutzergenerierte Inhalte und soziale Interaktion.⁸

Soziale Netzwerke haben ein Phänomen befördert, das den Fluchtpunkt dieses Beitrags bildet, nämlich die Verbreitung sog. Influencer. Darunter versteht man Nutzer sozialer Netzwerke, die eine relevante Anzahl anderer Nutzer als sog. Follower längerfristig an sich binden, indem sie regelmäßige Inhalte posten und durch die Initiierung sozialer Interaktion ein besonderes Gefühl der Nahbarkeit hervorrufen.⁹ Die Tätigkeit von Influencern kann je nach Geschäftsmodell (Beauftragung durch Unternehmen, finanzierte Produktplatzierung, Partnerprogramme sozialer Plattformen, Merchandising) wirtschaftlich sehr lohnend sein.¹⁰ Sie wirft zugleich vielfältige Rechtsfragen auf, mit Bezügen beispielsweise auch zum Verbraucherrecht.¹¹ Im Fokus steht die Zulässigkeit des Influencer-Marketings, insbesondere die Frage nach einer Kennzeichnungspflicht.¹² Das Medienrecht sieht einige solche Pflichten vor, namentlich die Pflicht zur Kennzeichnung kommerzieller Kommunikation gem. § 6 Abs. 1 Nr. 1 TMG sowie die Pflicht zur Kennzeichnung von Werbung gem. § 22 MStV. Diese Pflichten finden auf Influencer Anwendung, soweit es sich bei den genutzten Social-Media-Accounts um Telemedien nach § 1 Abs. 1 S. 1 TMG bzw. § 2 Abs. 1 S. 3 MStV handelt.¹³ Darüber hinaus ergingen kürzlich drei wettbewerbsrechtliche

7 Zum Begriff vgl. etwa W. Büscher, Soziale Medien, Bewertungsplattformen & Co, GRUR 2017, 433 (433); R. Schwartman/R. Ohr, Recht der sozialen Medien, Heidelberg 2015, S. 1.

8 M. Schmidt/M. Pruß in: A. Auer-Reinsdorff/I. Conrad (Hrsg.), Handbuch IT- und Datenschutzrecht, 3. Aufl., München 2019, § 3 Rn. 252 ff.

9 Zum Begriff H. Arendt, Stichwort „Influencer“ in: M. Alber u.a. (Hrsg.), Beck'sches Steuer- und Bilanzrechtslexikon, 65. Ed. 2023, Rn. 1.

10 Für einen Überblick über die Einnahmequellen vgl. S. Schmidt/S. Kollmann/F. Karl, Rasanter Aufstieg der Influencer, DStR 2021, 765 (765 f.).

11 Näher C. Willems, Influencer als Unternehmer, MMR 2018, 707.

12 Monographisch etwa C. Alberts, Die rechtliche Bewertung der Tätigkeit von Influencern unter besonderer Berücksichtigung werberechtlicher Problemstellungen, Baden-Baden 2021; P. Fries, Influencer-Marketing, Wiesbaden 2019; H. Nadi, Die rechtlichen Anforderungen an die Werbekennzeichnung im Influencer Marketing, Baden-Baden 2022; D. Wuttke, Rechtsfragen des Influencer-Marketings, Frankfurt/M. 2022.

13 R. Brtka/M. Witzmann, Der Einsatz von Influencer-Marketing in Social Media, GRUR-Prax 2021, 657 (659); J. Glöckner, Lauterkeitsrechtliche Schranken für Influencer in sozialen Medien, NJW 2021, 3427 (3430 f.).

Leitentscheidungen des BGH,¹⁴ die auf einer Vielzahl von Beiträgen und instanzgerichtlichen Urteilen aufbauen.¹⁵ Sie sollten der Praxis als verlässlicher Rahmen dienen, konnten allerdings noch nicht die gesetzlichen Neuregelungen berücksichtigen, die mit dem Gesetz zur Stärkung des Verbraucherschutzes im Wettbewerbs- und Gewerberecht mWv 28.5.2022 in § 5a Abs. 4 S. 2 und 3 UWG eingefügt worden sind.¹⁶

2. Relevanz für die private Kapitalanlage

Soziale Netzwerke, soziale Medien und Influencer spielen auch im Bereich der Finanzmärkte eine zunehmend wichtige Rolle. Die Kapitalmarktkommunikation von Unternehmen erfolgt zunehmend über soziale Medien,¹⁷ was Fragen zur Vereinbarkeit mit kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflichten und namentlich der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. Art. 17 MMVO aufwirft.¹⁸ Zudem fragt sich aus insiderrechtlicher Perspektive, ob über soziale Medien verbreitete Informationen „öffentlich bekannt“ iSv Art. 7 Abs. 1 MMVO sind.¹⁹ Zugleich verändern sich die Intermediäre, die solche Informationen für Kleinanleger aufbereiten und „übersetzen“: Die Information erfolgt immer seltener über tradierte Anlageberater und immer häufiger auf digitalem Wege. Teils werden die Informationen selbst automatisiert aufbereitet (sog. Robo Advice), was primär aufsichts- und

14 BGHZ 231, 38 – Influencer I; BGHZ 231, 87 – Influencer II; BGH NJW 2022, 2106 – Influencer III.

15 Für umfangreiche Nachw. vgl. J. Feddersen in: H. Köhler/J. Bornkamm/J. Feddersen (Hrsg.), UWG, 42. Aufl., München 2024, § 5a vor Rn. 4.78 bzw. Rn. 4.91.

16 Näher: C. Alexander, Transparenz beim Influencer-Marketing: BGH-Rechtsprechung und UWG-Neuregelungen, ZUM 2022, 77; M. Harder, Informationspflichten von Influencern, ZfPC 2022, 178; L. Köberlein, Kennzeichnungspflichten beim Influencer-Marketing: Die drei Influencer-Urteile des BGH, ZVertriebsR 2022, 102; S. Laoutout-mai, Einsatz von Corporate Influencern im Lichte der Influencer-Entscheidungen des BGH, RD 2022, 340; F. Remmert, Wettbewerbsrechtliche Fallstricke des Einsatzes von Corporate Influencern, GRUR-Prax 2023, 737; R. Schaub, Kennzeichnungspflichtige Gegenleistungen beim Influencer-Marketing, NJW 2022, 2510.

17 Allgemeiner zur Unternehmenskommunikation: L.-C. Wolter/D. Graewe/E. Adam, Social-Media Kommunikation für Vorstände und Aufsichtsräte, BB 2023, 2890; demnächst: F. Möslin/O. Hinz (Hrsg.), Digitale Unternehmenskommunikation, Tübingen 2024.

18 Hierzu näher, allerdings jeweils noch auf Grundlage von § 15 WpHG a.F.: L. Klöhn/N. Bartmann AG 2014, 737; R. Mayer-Uellner NZG 2013, 1052.

19 Ablehnend P. Buck-Heeb AG 2021, 42 (44 f.).

vertragsrechtliche Fragen aufwirft.²⁰ Ein anderes Beispiel, das unmittelbar auf dem Phänomen sozialer Netzwerke basiert, ist das sog. Social Trading, bei dem Anleger als Follower die Anlagestrategien und Portfolios anderer Nutzer sehen, diskutieren und abbilden.²¹ Beim Social Trading bestehen Bezüge zum Medienrecht, weil Plattformbetreiber je nach Ausgestaltung gem. §§ 8 ff. TMG von der Haftung für die veröffentlichten Inhalte befreit sein können.²²

Besonders groß sind die Berührungspunkte von Medien- und Finanzmarktrecht jedoch im Hinblick auf sog. Financial Influencer oder kurz „Finfluencer“. Dabei handelt es sich um Personen, die auf sozialen Medien über Finanzthemen informieren und Tipps, Ratschläge und Empfehlungen zu Geldanlagen, Sparstrategien, Altersvorsorge und anderen finanziellen Themen geben.²³ Finfluencer sind eine spezifische Ausprägung von Influencern, deren Fokus jedoch nicht auf Lifestyle, Beauty, Reisen oder Sport liegt. Sie geben vielmehr Ratschläge zu Möglichkeiten der privaten Kapitalanlage und informieren über Finanzprodukte.²⁴ Obwohl das Phänomen relativ neu ist, sind laut einer aktuellen Studie fast 360 deutschsprachige Finfluencer mit insgesamt über zehn Millionen Followern aktiv; einzelne Finfluencer haben zwischen 400.000 und 750.000 Follower.²⁵ Die Unterschiede zu sonstigen Influencern beschränken sich auf die Inhalte; hinsichtlich der Modalitäten der Kommunikation überwiegen dagegen die Ähnlich-

20 Näher etwa M. Denga in: M. Ebers/C. Heinze/T. Krügel/B. Steinrötter (Hrsg.), *Rechtshandbuch KI und Robotik*, München 2020, S. 510; F. Möslein/A. Lordt, *Rechtsfragen des Robo Advice*, ZIP 2017, 793; vgl. außerdem die Beiträge in D. Linardatos (Hrsg.), *Rechtshandbuch Robo Advice*, 2020.

21 Zu Marktdaten vgl. G. Dorfleitner/L. Hornuf in: F. Möslein/S. Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, 3. Aufl., München 2024, S. 27, 38.

22 Näher S. Omlor/F. Möslein in: J. Ellenberger/H.-J. Bunte (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 6. Aufl., München 2022, § 34 Rn. 77; T. Söbbing BKR 2016, 360 (366).

23 Illustrativ, auch zu den Risiken: G. v. Pelchrzim/ M. Succu, *Finfluencer sind ebenso erfolgreich wie rechtlich umstritten*, Börsenzeitung v. 28. Juli 2023, abrufbar unter <https://www.boersen-zeitung.de/recht-kapitalmarkt/finfluencer-sind-ebenso-erfolgreich-wie-rechtlich-umstritten>.

24 Einführend S. Laoutoumai/M. Cobe, *Anlageempfehlungen und Finanztipps von sog. „Finfluencern“*, WRP 2022, 290, 291; vgl. außerdem A. Sajnovits, *Swarm Trading – Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern*, in: Köhler/Korch (Hrsg.), *Schwärme im Recht*, Tübingen 2022, S. 197 (199-202).

25 J. Müllner/E. Barrantes/M. Kovarova-Simecek/H. Zülch, *Einfluss von Finfluencern*, KoR 2023, 245; vgl. außerdem I. 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>.

keiten, weil auch Finfluencer Social-Media-Plattformen wie YouTube oder Instagram nutzen. Rechtlich bewegen sich Finfluencer daher im Schnittfeld von Medien- und Finanzmarktrecht. Welche spezifischen Rechtsvorgaben für Finfluencer gelten, ist Gegenstand einer Debatte, die erst vor kurzem begonnen hat.²⁶ Während Finfluencer die skizzierten medien- und wettbewerbsrechtlichen Regelungen, die allgemein für Influencer gelten, grundsätzlich gleichermaßen zu befolgen haben,²⁷ unterliegen sie zusätzlich spezifisch finanzaufsichtsrechtlichen Anforderungen.

II. Finanzaufsichtsrechtlicher Erlaubnisvorbehalt (§ 32 Abs. 1 S. 1 KWG)

Zunächst fragt sich, ob Finfluencer vor Aufnahme ihrer Tätigkeit eine schriftliche Erlaubnis der Aufsichtsbehörde benötigen. Einer solchen Erlaubnis bedarf gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, wer gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen möchte. Während die Voraussetzung des gewerbsmäßigen Handelns bei Influencern im Einzelfall erfüllt sein kann, weil dafür bereits ausreicht, dass ihre Tätigkeit auf eine gewisse Dauer angelegt ist und mit Gewinnerzielungsabsicht betrieben wird,²⁸ fragt sich vor allem, ob ihre Tätigkeit 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 eine Qualifikation als

26 Seitens der Aufsichtsbehörden wegbereitend *Dutch Authority for the Financial Markets*, The pitfalls of ‘finfluencing’, Dez. 2021, abrufbar unter https://www.afm.nl/~profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc_lang=en; später aufgegriffen in *European Securities and Markets Authority*, Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, v. 29. April 2022, ESMA 35-42-1227, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-4>, S. 9 (Rn. 22). Vgl. ferner aus europäischer Sicht: F. Pflücke, Regulating Finfluencers, EuCML 2022, 212; aus US-amerikanischer Perspektive M. Stefanou, Finfluencers in the Wild – A Call for Regulation Addressing the Growth of Online Investment Advice, Brooklyn Law Review 88 (2023), 959.

27 S. dazu Laoutoumai/Cobe WRP 2022, 290 (293-296); Pflücke EuCML 2022, 212, (215-217); ausführlich F. Möslin/ M. Jetzen, Das Recht der Financial Influencer (Finfluencer), ZBB 2024, 236 (237-242).

28 Zur Einnahmeerzielung von Influencern Willems MMR 2018, 707 (710); aus steuerlicher Perspektive: S. Schmidt/S. Kollmann/F. Karl, Rasanter Aufstieg der Influencer – Neue Berufsgruppe im Fokus der Finanzverwaltung, DStR 2021, 765 (765 f.).

Finanzdienstleistung in Form einer Anlagevermittlung oder -beratung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1, 1a KWG.

1. Anlagevermittlung

Finfluencer betreiben jedoch selbst in Fällen, in denen Follower direkt per Link mit Veräußerern von Finanzinstrumenten Kontakt aufnehmen können, regelmäßig keine Anlagevermittlung, weil die bloße Zusammenführung von Parteien nach der heutigen Gesetzfassung (Streichung der Wörter „oder deren Nachweis“ gem. Art. 3 Nr. 2 FRUG) den Anforderungen nicht genügt, sondern eine „bloße Nachweistätigkeit im Sinne des Gewerberechts darstellt“.²⁹ Lediglich in Fällen, in denen sich die Zusammenführung bereits auf ein konkretes Finanzinstrument bezieht, kann die Beurteilung anders ausfallen.³⁰ Es entspricht jedoch nicht der üblichen Praxis, dass Finfluencer den Abschluss eines konkreten Geschäfts bereits so umfassend vorbereiten, dass Follower den Auftrag nur noch signieren und absenden müssen, oder dass Finfluencer die auf Anschaffung oder Veräußerung der Finanzinstrumente gerichteten Willenserklärungen von Followern als Boten weitergeben.³¹ Daher ist Finfluencing in aller Regel nicht als Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG zu qualifizieren.³²

2. Anlageberatung

Eine Qualifikation als Anlageberatung käme nur in Betracht, wenn Finfluencer die beiden Einschränkungen des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG erfüllen würden. Zum einen müssten deren Empfehlungen auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers (Exploration) gestützt sein. Selbst den tatbestandlich bereits ausreichenden Anschein,³³ dass bestimm-

29 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Merkblatt Anlagevermittlung, v. 17.5.2011 idF v. 13.7.2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html;jsessionid=38272ACE4D152DD78249BDB31F9E7661.internet971.

30 IdS EuGH – Rs. C-678/15, BKR 2017, 475 – Khorassani, Rn. 36.

31 Zu diesen Fallgruppen vgl. etwa A. Schwennicke in: ders./D. Auerbach (Hrsg.), KWG-Kommentar, 4. Aufl., München 2021, § 1 Rn. 83.

32 So im Ergebnis auch *Laoutoumai/Cobe* WRP 2022, 290 (291); rechtsvergleichend *Pflücke* EuCML 2022, 212 (218).

33 IdS F. Schäfer in: R. Fischer/H. Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG - CRR, 6. Aufl., München 2023, § 1 KWG Rn. 146.

te Finanzinstrumente auf Grundlage einer allgemeinen Exploration des individuellen Followers empfohlen werden, erwecken Finfluencer jedoch typischerweise nicht, wenn sie auf YouTube- oder Instagram-Kanälen allgemeine Anlagetipps geben oder sogar bestimmte Finanzinstrumente anpreisen.³⁴ Allerdings könnte selbst ohne Exploration der Auffangtatbestand der „Darstellung als für den Anleger geeignet“ verwirklicht sein, wenn eine Empfehlung zumindest den Eindruck erweckt, dass sie die persönlichen Umstände des Kunden berücksichtigt.³⁵ Die Beiträge von Finfluencern sind zwar typischerweise nicht persönlich auf den einzelnen Follower zugeschnitten, sondern standardisiert. Die Algorithmen der sozialen Netzwerke bewirken aber, dass Follower primär diejenigen Beiträge angezeigt bekommen, die ihren persönlichen Präferenzen entsprechen.³⁶ Ob die Tatbestandsvariante infolge dieser Filterfunktion erfüllt ist, erscheint jedoch fraglich, weil nicht der Finfluencer, sondern das Netzwerk als Dritter diese Filterung vornimmt. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG setzt nach Auffassung der Aufsichtsbehörden jedoch voraus, dass der Anschein der Berücksichtigung der persönlichen Umstände dem Unternehmer zumindest zurechenbar ist.³⁷ Eine solche Zurechnung erscheint schwer möglich, wenn die algorithmische Filterung auf sozialen Netzwerken automatisch erfolgt. Zudem schließt die Regelung in jedem Fall solche Empfehlungen aus, die „ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben“ werden. Ratschläge an ein breites Publikum sind nicht als Anlageberatung zu qualifizieren, weil sie nicht direkt an einzelne Personen gerichtet sind.³⁸ Ähnlich wie die Berichterstattung in Zeitung, Fernsehen und Internet fällt Finfluencing daher nicht unter § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG. Wenn Finfluencer ihre allgemeinen Empfehlungen als Einstieg für eine individuelle, typischerweise kostenpflichtige Beratung nutzen,

34 Ähnlich etwa zu Börsenbriefen: P. Balzer, Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung, ZBB 2007, 333 (335).

35 A. Schwennicke (Fn. 31), § 1 Rn. 95, mwH.

36 Näher, auch zu den einschlägigen regulatorischen Anforderungen des Digital Services Act: B. Kandov, Regulatorische Ansätze für Algorithmen auf Online-Plattformen, MMR 2023, 659 (660 f.).

37 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt zum Tatbestand der Anlageberatung, Stand Februar 2019, S. 4 (oben), abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html; ähnlich wiederum A. Schwennicke (Fn. 31), § 1 Rn. 95.

38 H. Teuber, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) - Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (430 mwH).

kann zwar dieses zusätzliche Angebot als Anlageberatung erlaubnispflichtig sein.³⁹ Das Finfluencing als solches ist aber nicht als Finanzdienstleistung zu qualifizieren und bedarf daher keiner Erlaubnis gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG.

III. Finanzmarktrechtliche Offenlegungspflichten (Art. 20 MMVO)

Erlaubnisfreiheit bedeutet indessen nicht, dass Finfluencer gänzlich frei von finanzmarktrechtlichen Pflichten wären. Die ESMA wies bereits im Jahr 2021 auf die Regeln der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) hin, denen Anlageempfehlungen in sozialen Medien unterliegen.⁴⁰ In ihrem jüngst veröffentlichten Warnhinweis betont sie erneut die Pflichten, die daraus für Finfluencer resultieren.⁴¹

1. Anwendungsvoraussetzungen

Art. 20 MMVO setzt die Erstellung oder Verbreitung von Anlageempfehlungen oder anderen Informationen voraus, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird. Die Begriffe „Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie“ bzw. „Anlageempfehlungen“ sind in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und Nr. 35 MMVO legaldefiniert. Während Finfluencer im Gegensatz zu Analysten, Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten typischerweise nicht zu dem in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 (i) MMVO definierten, qualifizierten Personenkreis zählen, sind gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 (ii) MMVO Informationen von anderen Personen ebenfalls als Anlagestrategieempfehlung zu qualifizieren, sofern direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorgeschlagen wird.⁴² Bei Finfluencern, die auf sozialen Netzwerken posten, ist typischerweise ohnehin der Tatbestand der Anlageempfehlung gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MMVO erfüllt, der eine

39 Ähnlich *Laoutoumai/Cobe* WRP 2022, 290 (291).

40 *European Securities and Markets Authority*, 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>.

41 S. bereits oben, Fn. 6.

42 Näher *T. Fett* in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, § 85 WpHG Rn. 19.

Qualifikation der Nr. 34 darstellt.⁴³ Die Qualifikation zeichnet sich dadurch aus, dass Anlageempfehlungen – anders als Anlagestrategieempfehlungen – für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sein müssen.⁴⁴ Jedenfalls frei zugängliche oder nur registrierungsbedürftige soziale Netzwerke erfüllen dieses Erfordernis, weil sie einer großen Anzahl von Personen zugänglich sind.⁴⁵ Sobald die Weitergabe von Informationen auf sozialen Netzwerken nicht mehr zielgerichtet gesteuert werden kann, geht das Schrifttum generell von einer Verbreitung aus, die den Anforderungen des Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MMVO genügt.⁴⁶ Das Kriterium der Verbreitung bildet gleichsam die Grenzlinie zwischen Anlageberatung und -empfehlung. Algorithmische Mechanismen, die diese Verbreitung auf sozialen Netzwerken zielgenau steuern, hat der Ordnungsgeber allerdings (noch) nicht hinreichend mitgedacht.

Erforderlich ist weiterhin, dass die Beiträge der Finfluencer eine „Information“ enthalten. Rein subjektive, nicht überprüfbare Wertungen erfüllen diese Anforderung nicht; erforderlich ist vielmehr der Anschein einer zumindest rudimentären Beschäftigung mit dem betreffenden Finanzinstrument.⁴⁷ Bei den typischen Gestaltungen von Postings auf Social-Media-Kanälen, die sich gerade durch eine stark subjektive Prägung mit Infotainment-Elementen auszeichnen, erscheint diese Abgrenzung äußerst schwierig. 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

43 B. Geier/K. Hombach/H. Schütt, Finanzanalysen in MiFID II und MAR, RdF 2017, 108 (109).

44 Maßgeblich ist die Absicht bei der Erstellung der Anlageempfehlung, vgl. C. Kumpan in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, Art. 20 MMVO Rn. 58.

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

46 S. etwa T. Fett (Fn. 42), § 85 WpHG Rn. 19; zum Kriterium selbst: G. Spindler, Kapitalmarktreform in Permanenz - Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449 (3454).

47 T. Fett (Fn. 42), § 85 WpHG Rn. 11; ähnlich A. Sajnovits in: H.-D. Assmann/U. Schneider/P. Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl., Köln 2023, Art. 20 MMVO Rn. 25 (muss „zumindest den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit den betreffenden Finanzinstrumenten oder dessen Emittenten“ hervorru-
fen).

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.⁴⁸

Die Information muss weiterhin explizite oder implizite Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien enthalten. Die beiden Begriffe Empfehlung und Vorschlag werden einheitlich als Form der „Handlungsanweisung“ an den Empfänger verstanden, wobei sich Dringlichkeit und Ernsthaftigkeit jedoch graduell unterscheiden. Angesichts des typischerweise wenig autoritär erscheinenden Auftretens von Finfluencern, das Empfängern einen großen Entscheidungsspielraum lässt, sind deren Beiträge regelmäßig als Vorschlag zu qualifizieren.

Nach dem Wortlaut von Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MMVO ist schließlich erforderlich, dass dieser Vorschlag sich auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten bezieht. Die beiden Begriffe des Finanzinstruments bzw. des Emittenten sind in Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 bzw. Nr. 21 MMVO definiert, wo hinsichtlich des Begriffs Finanzinstrument auf die Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II Bezug genommen wird. Kryptowerte, die in sozialen Medien und von Finfluencern vielfach beworben werden, sind daher nur erfasst, wenn sie als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind.⁴⁹ Sofern dies – wie in der Praxis häufig – nicht der Fall ist, findet auf Kryptowerte die neue MiCA-Verordnung Anwendung, die ihrerseits zwar Regelungen zur Anlageberatung,⁵⁰ aber keine mit Art. 20 MMVO vergleichbaren Vorschriften zu Anlageempfehlungen statuiert.⁵¹ Weil der Ordnungsgeber andererseits die Risiken der Verbreitung irreführender Information über Kryptowerte gerade über Plattformen der sozialen Medien mit großem Nachdruck betont,⁵² lässt diese Asymmetrie erhebliche, vom Ordnungsgeber offenbar nicht hinreichend bedachte Regelungslücken im Bereich der Finfluencer befürchten.

48 ESMA (Fn. 6), S. 1.

49 S. dazu auch *Laoutoumai/Cobe* WRP 2022, 290 (291), jedoch ohne Berücksichtigung der MiCA-VO.

50 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 *K. Michel/Y. Schmitt*, MiCAR – Governance- & Compliance-Anforderungen für Kryptodienstleister, CCZ 2023, 261 (266-268).

51 Zu dieser Zweigliedrigkeit des Regelungssystems näher: *P. Maume*, Die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), RDt 2022, 461 (463 f.).

52 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.

2. Pflichtenkatalog

Wer Anlageempfehlungen oder Empfehlungen oder Vorschläge zu Anlagestrategien im Sinne von Art. 20 Abs. 1 MMVO erstellt oder verbreitet, muss dafür Sorge tragen, dass die Informationen objektiv dargestellt werden. Zudem sind eigene Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die diese Informationen sich beziehen, offenzulegen. Was diese generalklauselartige Pflichtbindung im Einzelnen bedeutet, ergibt sich aus den Ausführungsvorschriften der DelVO 2016/958, die Anlageempfehlungen und Empfehlungen und Vorschläge zu Anlagestrategien gleichermaßen regeln (und einheitlich als „Empfehlungen“ bezeichnen).⁵³ Das Maß der Pflichtbindung unterscheidet sich jedoch personenbezogen: Während die allgemeinen Pflichten für alle Personen gelten, die dem persönlichen Anwendungsbereich des Art. 20 MMVO unterfallen, müssen qualifizierte Personen iSv Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 (i) MMVO sowie Sachverständige zusätzliche Anforderungen befolgen.⁵⁴

Für Finfluencer gelten in der Regel nur die allgemeinen Pflichten.⁵⁵ 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.⁵⁶ 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.⁵⁷ Drittens schließlich 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 Interessen-

53 Erwägungsgrund I S. 1 DelVO 2016/958.

54 Überblicksweise *Pflücke* EuCML 2022, 212 (217).

55 S. oben unter II.2.a); vgl. jedoch *Pflücke* EuCML 2022, 212 (217).

56 *Laoutoumai/Cobe* WRP 2022, 290 (292).

57 Näher A. *Sajnovits* (Fn. 47), Art. 20 MMVO Rn. 70-77.

konflikt offenzulegen.⁵⁸ Entsprechendes Konfliktpotenzial ist beispielsweise gegeben, wenn Finfluencer auf irgendeine Weise von der Auswirkung ihrer Empfehlung auf den Emittenten oder das Finanzinstrument finanziell profitieren, etwa auf der Grundlage vereinbarter Provisionen. Insgesamt ist bei der Offenlegung zu beachten, dass die Angabe eines Links, der zu den entsprechenden Informationen führt, nach behördlicher Auffassung nicht notwendig ausreicht, um die erforderliche Klarheit und unmittelbare, einfache Zugänglichkeit zu gewährleisten.⁵⁹

IV. Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten

Während die Regeln zu Anlageempfehlungen bilaterale Informationsdefizite der einzelnen Anleger ausgleichen sollen, birgt die Tätigkeit von Finfluencern auch für die Stabilität des Kapitalmarkts insgesamt Risiken, gerade weil sich ihre Einschätzungen durch soziale Medien schnell und massenhaft verbreiten. Welche Marktdynamiken Finfluencer durch ihre Empfehlungen auslösen können, haben die – filmreifen⁶⁰ – Entwicklungen um die GameStop-Aktie Anfang 2021 gezeigt: Nachdem Influencer Keith Gill die Aktie auf seinem Youtube-Kanal Roaring Kitty als unterbewertet eingeschätzt hatte, verabredeten sich Anleger auf der Plattform Reddit, in die Papiere zu investieren. Hedgefonds, die über Leerverkäufe auf fallende Kurse gesetzt hatten, verloren durch den rasanten Anstieg des Aktienkurses Milliardenbeträge.⁶¹ Online-Broker setzten den Handel mit GameStop-Aktien daraufhin selbständig aus; es folgten Untersuchungen der Börsenaufsicht

58 Ähnlich C. Kumpan (Fn. 44), Art. 20 MMVO Rn. 98.

59 ESMA (Fn. 6), S. 4.

60 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. D. 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>.

61 Näher zum Sachverhalt: A. Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR 2021, 84; K. Langenbacher, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft, ZHR 185 (2021), 414 (440 ff.); K. Wegner, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?, BKR 2021, 181.

SEC.⁶² Dem Phänomen des sog. swarm trading, das auf der Interaktion von Nutzern sozialer Medien beruht, gilt seither große Aufmerksamkeit.⁶³

1. Verbot der Marktmanipulation (Art. 15 MMVO)

GameStop wirft die Frage auf, ob der öffentliche Aufruf zum Erwerb von Finanzinstrumenten über soziale Netzwerke als informationsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MMVO zu werten ist.⁶⁴ Die Norm 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.⁶⁵

Der Begriff der Information ist dabei noch weiter zu verstehen 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.⁶⁶ 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.⁶⁷

Die Verbreitungskanäle, die Finfluencer typischerweise nutzen, sind vom Tatbestand erfasst. Die Erwägungsgründe stellen zweifelsfrei klar, „dass die

62 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>.

63 S. etwa L. Klöhn/J. Franke, GameStop, Reddit und Swarm Trading, NZG 2021, 257; R. Veil/L. Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP 2021, 981; M. Merwald/P. Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR 2021, 280; J. Piepenburg/ M. Schwarz, Shortseller-Attacken und das „Phänomen GameStop“ im Kontext des Kapitalmarktrafsrechts, BKR 2021, 760.

64 M. Merwald/P. Schauer BKR 2021, 280 (284 f.); K. Wegner BKR 2021, 181 (182); J. Piepenburg/ M. Schwarz BKR 2021, 760 (762).

65 Einführend bspw. D. Poelzig, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023, S. 257 ff.

66 S. etwa T. Möllers/P. Schauer, Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021, 1333 (1337), selbst Äußerungen wie „Keine Sorge – alles wird gut“ oder „Viele Gute Nachrichten heute“; vgl. außerdem Erwägungsgrund 47 MMVO.

67 D. Poelzig, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023, S. 258.

Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über das Internet, einschließlich über Websites sozialer Medien oder anonyme Blogs, im Sinne dieser Verordnung als gleichwertig mit der Verbreitung über traditionellere Kommunikationskanäle betrachtet werden sollte“.⁶⁸ Die Frage, ob die betreffende Information öffentlich, also einer ausreichend hohen Zahl von Anlegern, zugänglich sein muss,⁶⁹ hat im Hinblick auf Finfluencer wenig Bedeutung, weil dieses Kriterium naturgemäß erfüllt ist.

Ungleich kritischer ist dagegen die Voraussetzung der Eignung der fraglichen Informationen, falsche oder irreführende Signale zu senden oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Welche Anforderungen an die Manipulationswahrscheinlichkeit gelten, ist 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.⁷⁰ Informationen, die Finfluencer teils unter Pseudonymen über soziale Netzwerke verbreiten, erscheinen oft so unzuverlässig, dass man bezweifeln mag, ob verständige oder selbst „realistische“ Anleger ihnen bei der Anlageentscheidung Bedeutung zumessen.⁷¹ Angesichts der Dynamiken im Fall GameStop scheint aber genau dies der Fall zu sein, so dass der Maßstab des verständigen Anlegers in Zeiten von Finfluencern der Anpassung bedarf. Der Warnhinweis der ESMA deutet auf eine entsprechend strengere Sichtweise der Aufsichtsbehörden hin.⁷²

2. Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 10 MMVO)

Andererseits begrenzt auch das Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 10 Abs. 1 S. 1 iVm Art. 14 MMVO die Tätigkeit von Fin-

68 Erwägungsgrund 48 MMVO; ausführlich T. Kuntz, Digitale Kommunikation mit Aktionären und Investoren, ZHR 183 (2019), 191 (222 ff.).

69 Zum Streitstand bündig D. Poelzig, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023, S. 258.

70 Näher etwa D. Zimmer/J. Bator in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, Art. 12 MMVO Rn. 87.

71 Skeptisch namentlich K. Wegner BKR 2021, 181 (182 f.); vgl. andererseits M. Merwald/P. Schauer BKR 2021, 280 (282 f.).

72 ESMA (Fn. 6), S. 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.

fluencern.⁷³ Dieses Verbot beschränkt sich keineswegs auf unternehmensinterne Informationen, auf die Finfluencer (im Gegensatz beispielsweise zu „twitternden“ Vorstandsmitglieder)⁷⁴ als typischerweise externe Personen in der Regel keinen unmittelbaren Zugriff haben. Die Definition des Begriffs „Insiderinformationen“ in Art. 7 Abs. 1 MMVO umfasst vielmehr 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 MMVO inzwischen unzweifelhaft belegt, auch Gerüchte Insiderinformationen darstellen.⁷⁵ Voraussetzung ist jedoch ein hinreichender Grad an Präzision iSv Art. 7 MMVO. Dass vage oder allgemeine Informationen vom Begriff der Insiderinformation ausgenommen sind, betonte der EuGH im *Lafonta*-Urteil.⁷⁶

Finfluencer sind ähnlich wie Journalisten potentiell in Gerüchteketten eingebunden und geben auch Marktgerüchte über die sozialen Medien weiter. In einem neueren Urteil unterscheidet der EuGH zwischen zweierlei Informationen, nämlich einerseits dem Hinweis auf die bevorstehende Veröffentlichung und andererseits dem eigentlichen Inhalt dieser Veröffentlichung.⁷⁷ Ungeachtet der Unsicherheiten, die mit Gerüchten naturgemäß verbunden sind, sind Informationen zu bevorstehenden Veröffentlichungen nicht pauschal vom Begriff der Insiderinformation ausgenommen, weil deren Kenntnis durchaus Rückschlüsse auf künftige Kursentwicklungen ermöglicht.⁷⁸ Für die Feststellung, ob solche Informationen spezifisch genug sind, um kursrelevant sein zu können, sind sowohl der Grad an Präzision des Inhalts dieses Gerüchts als auch die Zuverlässigkeit der Quelle,

73 IdS *ESMA* (Fn. 6), S. 10.

74 Zu diesen näher *T. Möllers/P. Schauer* NZG 2021, 1333 (1334 f.).

75 S. auch *C. Kumpan/R. Misterek* in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, Art. 7 MMVO Rn. 78.

76 EuGH Urt. v. 11.3.2015 – C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – *Lafonta/Autorité des marchés financiers*.

77 EuGH Urt. vom 15.3.2022 – C-302/20, ECLI:EU:C:2022:190 – *M. A gegen Autorité des marchés financiers (AMF)*; dazu näher: *C. Seibt/J. Mohamed*, Gerüchte als Insiderinformation, NZG 2022, 1577; *M. Nietsch*, Die Mitteilung über die Veröffentlichung von Gerüchten durch Journalisten als unbefugte Offenlegung einer Insiderinformation, BKR 2022, 611; *F. Möselein*, Insiderinformationen in mehrgliedrigen Gerüchteketten, LMK 2022, 808769.

78 So bereits Schlussanträge von GA´in Kokott, ECLI:EU:C:2021:747, Rn. 49.

die dieses Gerücht aufgreift, zu berücksichtigen.⁷⁹ Wenn beispielsweise in Übernahmesachverhalten der Name des betreffenden Emittenten sowie die Bedingungen des erwarteten öffentlichen Kaufangebots angegeben werden, ist die Information nicht mehr vage oder allgemein im Sinne der *Lafonta*-Rechtsprechung. Für die Zuverlässigkeit der Quelle sind andererseits Faktoren wie die Bekanntheit des Journalisten, der den Artikel verfasst, und des Presseorgans, in dem er veröffentlicht wird, maßgeblich.⁸⁰ Nach diesen Maßstäben lässt sich jedenfalls nicht ausschließen, dass auch von Finfluencern verbreitete Gerüchte als Insiderinformation zählen – jedenfalls, wenn den betreffenden Finfluencer eine entsprechende Reichweite und zugleich Seriosität auszeichnet.⁸¹

V. Journalistenprivileg (Art. 21 MMVO)

Die genannten Pflichten der MMVO zu Anlageempfehlungen, informationsgestützter Marktmanipulation und Offenlegung von Insiderinformationen stehen jedoch unter dem Vorbehalt des sog. Journalistenprivilegs, das in Art. 21 MMVO geregelt ist (vgl. außerdem Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MMVO) und der Meinungs- und Pressefreiheit gem. Art. 11 EuGrCh dient.⁸² Die Rechtmäßigkeit der Offenlegung und Verbreitung von Informationen bzw. der Weitergabe und Verbreitung von Empfehlungen für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien ist demnach unter Berücksichtigung der Pressefreiheit, der Meinungsfreiheit und der journalistischen Berufs- und Standesregeln zu beurteilen. Dass (F)Influencer als Journalisten zu qualifizieren sind und sich in gewissem Umfang auf die Pressefreiheit berufen können, liegt angesichts des entwicklungs offenen Wortlauts der grundrechtlichen Vorgaben zwar nahe, ist derzeit aber noch

79 EuGH, ECLI:EU:C:2022:190, Rn. 48.

80 EuGH, ECLI:EU:C:2022:190, Rn. 51.

81 Zur Unterschiedlichkeit entsprechender „Geschäftsmodelle“ von Finfluencern vgl. zuletzt C. Lichti/E. Ademi/A. 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>.

82 Ausführlich L. Klöhn/S. Büttner, Finanzjournalismus und neues Marktmissbrauchsrecht – Hintergrund, Inhalt und praktische Bedeutung von Art. 21 MAR, WM 2016, 2241.

Gegenstand gerichtlicher Klärung.⁸³ Der Anwendungsbereich von Art. 21 MMVO ist infolge des nochmals breiteren Wortlauts von Art. 21 MMVO („oder andere Ausdrucksformen in den Medien“) jedenfalls eröffnet, wenn Influencer auf sozialen Medien posten.⁸⁴

Die Anwendbarkeit der Norm bedeutet allerdings nicht, dass entsprechende Veröffentlichungen per se rechtmäßig wären.⁸⁵ Vielmehr verlangt der EuGH, dass die Offenlegung durch einen Journalisten „für die Ausübung seines Berufs erforderlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit wahrt“.⁸⁶ Die Inanspruchnahme des Privilegs setzt nach dem Wortlaut von Art. 21 MMVO voraus, dass journalistische Berufs- und Standesregeln eingehalten werden, etwa im Hinblick auf sorgfältige Recherche und Kenntlichmachen von Gerüchten. Dass (F)Influencer die Grenzen journalistischer Formate und Tätigkeiten zunehmend verwischen, erscheint – erst – im Rahmen dieser Beurteilung problematisch. Es ist nämlich unklar, in welchem Umfang die klassischen journalistischen Berufs- und Standesregeln Anwendung finden: Die Unterschiede zu klassischen Journalisten als „funktionalisierte Mittlerinstitutionen des Meinungsbildungsprozesses“ gelten teils als so erheblich, dass sich (F)Influencer „einer für die herkömmlichen Massenmedien charakteristischen Funktionalisierung und damit auch der mit ihr verbundenen Begründung einer besonderen Pflichtenstellung“ sperren.⁸⁷ Trotz der weiten Formulierung des § 19 Abs. 1 S. 2 MStV unterliegen Finfluencer nicht zwingend den journalistischen Sorgfaltspflichten des Medienrechts; vielmehr kommt es im Einzelfall darauf an, ob es sich bei ihren Beiträgen um private Kommunikation, kommerzielle Kommunikation oder Onlinejournalismus handelt.⁸⁸ Entscheidend ist, ob publizistische oder nicht-publizistische Zwecke aus Sicht der Zielgruppe angebotsprägend

83 Vgl. insbesondere VG Minden, NVwZ 2023, 1604 (jedoch nicht rechtskräftig und beim OVG Münster anhängig, Az. 15 B 917/23). Von den medienrechtlichen Vorgaben sind Influencer seit Neuregelung des § 19 MStV zweifelsfrei erfasst, vgl. *M. Heins/S. Lefeldt*, Medienstaatsvertrag: Journalistische Sorgfaltspflichten für Influencer*innen, MMR 2021, 126 (128 f.).

84 IdS („Auffangtatbestand“): *C. Kumpan/F. Schmidt* in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, Art. 21 MMVO Rn. 9 f.; *A. Sajnovits* (Fn. 47), Art. 21 MMVO Rn. 21 f.

85 *D. Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023, S. 243.

86 EuGH, ECLI:EU:C:2022:190, Rn. 89.

87 *L. Roß*, Das Recht der Influencerinnen – Überlegungen zu einer strukturellen Herausforderung, ZUM 2023, 596 (599).

88 Vgl. etwa BVerwG NVwZ 2019, 1283 (1286); OLG Koblenz MMR 2021, 568; überblicksweise *W. Lent* in: BeckOK InfoMedienR, 42. Ed. 1.II.2023, MStV § 17 Rn. 22 f.

sind.⁸⁹ Weil die Beiträge von Finfluencern naturgemäß auch kommerzielle Bezüge haben, vor allem aber, weil Art. 21 MMVO europäisch-autonom auszulegen ist, erscheint derzeit völlig offen, wie der EuGH diese Vorschrift auf Finfluencer anwenden wird. Klar ist vorerst nur, dass das Privileg des Art. 21 MMVO eine äußere Grenze findet, wenn Finfluencer wirtschaftliche Vorteile aus der Offenlegung ziehen (lit. a) oder den Markt absichtlich in die Irre führen (lit. b).⁹⁰

VI. Ausblick: Mehr Dialog wagen!

Am Ende treten die Schnittstellen von Medien- und Finanzmarktrecht deutlich hervor. Reichweite und Anforderungen des Journalistenprivilegs lassen sich nur im Dialog der beiden Rechtsgebiete ausloten. Dass sich Finfluencer nur schwer in klassische medienrechtliche Kategorien einordnen lassen, stellt auch das Finanzmarktrecht auf die Probe, weil die Anwendbarkeit der Regeln zu Anlageempfehlungen, informationsgestützter Marktmanipulation und Insiderinformationen in Frage steht. Allgemeiner haben Medien- und Finanzmarktrecht gemein, dass Information im Zentrum rechtlicher Regulierung steht, und dass deshalb die fundamentalen Veränderungen menschlicher Kommunikation durch soziale Netzwerke, soziale Medien und Influencer vielfältige neue Rechtsfragen aufwerfen. Gerade deshalb sollten Medien- und Finanzmarktrecht mehr Dialog wagen. Bei grundlegenden Kategorien wie Medienbegriff und Eingrenzung journalistischer Zwecke kann das Finanzmarkt- vom Medienrecht lernen. Die Marktdynamiken, die Kommunikation über soziale Netzwerke auslösen kann, sind umgekehrt auf Kapitalmärkten besonders gut zu beobachten, was dem Medienrecht neue Einsichten liefern kann. Die Regulierung von Finfluencern steht derzeit auch auf der rechtspolitischen Agenda, weil die EU-Kommission im Rahmen ihrer Kleinanlegerstrategie neueren medialen Formen der Werbung für Finanzprodukte („einschließlich der Nutzung von Influencern, sozialen Medien und bestimmten Verhaltensmustern“) mit einer Änderung der Anforderungen insbesondere an Marketing-Mitteilun-

89 S. etwa VG Köln ZUM 2023, 402 (403).

90 Zu diesen Ausnahmetatbeständen im Einzelnen: L. Klöhn/S. Büttner WM 2016, 2241 (2245).

gen Rechnung tragen will.⁹¹ Auch die künftige Rechtssetzung erfordert den Dialog von Medien- und Finanzmarktrecht: Mögen unsere beiden Rechtsgebiete daher eine gute Nachbarschaft pflegen!

91 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien (EU) 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU, 2014/65/EU und (EU) 2016/97 im Hinblick auf die Unionsvorschriften zum Schutz von Kleinanlegern, COM(2023) 279 final (dort 30. Erwägungsgrund).