



DISSERTATION | DOCTORAL THESIS

Titel | Title

Marktmanipulation in Sozialen Medien

verfasst von | submitted by

Mag.iur. Eva Arene

angestrebter akademischer Grad | in partial fulfilment of the requirements for the degree of
Doktorin der Rechtswissenschaften (Dr.iur.)

Wien | Vienna, 2025

Studienkennzahl lt. Studienblatt | Degree
programme code as it appears on the
student record sheet:

UA 783 101

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt | Field of
study as it appears on the student record
sheet:

Rechtswissenschaften

Betreut von | Supervisor:

Univ.-Prof. i.R. Dr. Dr. Michael Potacs

Danksagung

Ich möchte allen Personen danken, die zum Entstehen dieser Dissertation beigetragen haben. Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Univ.-Prof. i.R. Dr. Dr. Michael Potacs, für die stets unkomplizierte Betreuung, zahlreichen fachlichen Hinweise und den wertschätzenden Umgang. Ich möchte ihm auch für die Übernahme der Betreuung dieser Dissertation sowie für seine Unterstützung und sein Verständnis in allen Phasen des Projekts ausdrücklich danken.

Mein tief empfundener Dank gilt zudem meiner Familie, die mir während des gesamten Entstehungsprozesses dieser Dissertation mit Verständnis, Geduld und stets offenem Ohr zur Seite stand.

Ein wesentlicher Grundstein meiner Begeisterung für Finanzmarktthemen wurde während meiner Tätigkeit bei der Finanzmarktaufsicht gelegt - eine Zeit, für die ich sehr dankbar bin und die letztlich auch den Anstoß für die Idee gab, eine Dissertation in diesem Bereich zu verfassen. Meine ersten beruflichen Erfahrungen bei der Verbraucherinformation der FMA weckten in mir ein tiefes Interesse daran, wie rechtliche und gesellschaftliche Entwicklungen zusammenwirken und das Marktgeschehen sowie das Verhalten von Anlegerinnen und Anlegern beeinflussen. Besonders dankbar bin ich zudem für meine Zeit als Associate im Team „New Technologies“, die mein Interesse an technologischen Innovationen, FinTech und insbesondere am Markt für Kryptowerte nachhaltig vertieft und mir wertvolle Einblicke in die Praxis eröffnet hat.

Abschließend möchte ich RA Priv.-Doz. MMag. Dr. Martin Oppitz sowie Univ.-Prof. Dr. Iris Eisenberger, M.Sc. (LSE) meinen besonderen Dank für die Anfertigung der Gutachten aussprechen.

Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	1
Problemaufriss und Relevanz	1
Zielsetzung und Forschungsfragen	3
I. Historische, wirtschaftliche und mediale Grundlagen	4
1 Spekulationsblasen im historischen und verhaltensökonomischen Kontext...	4
1.1 Verhaltensökonomische Ursachen	4
1.2 Psychologische Aspekte	11
1.3 Das Anlegerleitbild im Kapitalmarktrecht	12
1.3.1 Der verständige Marktteilnehmer	12
1.3.2 Aufsichtspraxis und Rechtsprechung	14
1.3.3 Das normative Anlegerleitbild im Spannungsverhältnis zum Homo oeconomicus	15
1.3.4 Gamification am Kapitalmarkt.....	17
2 Medienwandel und Einfluss auf Finanzmärkte	19
2.1 Informationsverbreitung im digitalen Zeitalter: Vergleich der Rolle traditioneller und sozialer Medien am Finanzmarkt.....	19
2.2 Der Einfluss Sozialer Medien auf Finanzmarktbewegungen anhand ausgewählter Fälle aus der Praxis	26
II. Marktmissbrauchsrecht im Überblick	33
3 Die Marktmissbrauchsverordnung und ihr Regelungssystem	33
3.1 Unionsrechtliche Grundlagen und historische Entwicklung.....	33
3.2 Systematik und Regelungsziele der MAR.....	36
4 Nationale Umsetzung in Österreich.....	39
4.1 Marktmanipulation im Börsegesetz 2018	39
4.1.1 Verwaltungsrechtliche Maßnahmen	40
4.1.2 Gerichtliche Strafbestimmungen	42
4.1.3 Informationsbasierte Marktmanipulation.....	44
4.2 Abgrenzung zum Betrug nach § 146 StGB	47
4.2.1 Causa Meinl European Land	47
4.2.2 Die Täuschungshandlung.....	48
4.2.3 Gegenüberstellung der tatbestandlichen Unterschiede	49
4.2.4 Scalping	51
4.2.5 Front Running.....	53
4.2.6 Cornering.....	53
4.2.7 Leerverkäufe	54
4.2.8 Pump-and-Dump	54
4.2.9 Wash Sales	55
4.2.10 Grenzen zwischen Marktmanipulation und Betrugstatbestand	55
4.3 Rolle der Finanzmarktaufsicht	56

III. Marktmanipulation am Kapitalmarkt	59
5 Der Tatbestand der Marktmanipulation - Struktur, Typologien und Anwendungsbeispiele	59
5.1 Anwendungsbereich der MAR	59
5.2 Begriffsdefinition der Marktmanipulation nach Art 12 MAR.....	62
5.3 Erscheinungsformen der Marktmanipulation.....	63
5.4 Verhaltensbasierte Marktmanipulation.....	63
5.4.1 Handelsgestützte Marktmanipulation gemäß lit a.....	63
5.4.2 Auswirkung der handelsgestützten Manipulationshandlung	66
5.4.2.1 Aussenden falscher oder irreführender Signale	66
5.4.2.2 Erzielung eines „anormalen“ oder künstlichen Kursniveaus	67
5.4.3 Indikatoren nach Anhang I Abschnitt A MAR i.V.m. der DelVO 522/2016	70
5.4.3.1 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch das Aussenden falscher oder irreführender Signale.....	70
5.4.3.2 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch die Herbeiführung wesentlicher Kursbewegungen	72
5.4.3.3 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch Abschluss von Scheingeschäften	73
5.4.3.4 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch kurzfristige Positionsumkehrungen.....	75
5.4.3.5 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch Häufung von Geschäften und Aufträgen	78
5.4.4 Zulässige Marktpraxis	80
5.4.5 Handlungsgestützte Marktmanipulation gemäß lit b.....	82
5.4.6 Indikatoren nach Anhang I Abschnitt B MAR i.V.m. der DelVO 522/2016	84
5.4.6.1 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken in Zusammenhang mit der Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen	84
5.4.6.2 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken in Zusammenhang mit der Verbreitung von Anlageempfehlungen....	86
5.5 Informationsgestützte Marktmanipulation	87
5.5.1 Der Informationsbegriff.....	89
5.5.2 Gerüchte.....	90
5.5.3 Falsche Information	91
5.5.4 Irreführende Information	92
5.5.5 Geeignete Information	93
5.5.6 Verbreitung von Informationen	93
5.5.7 Normative Zurechnung	97
5.5.8 Auswirkung der Manipulationshandlung	97
5.5.8.1 Aussenden falscher oder irreführender Signale	97
5.5.8.2 Erzielung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus ..	99
5.5.9 Subjektiver Tatbestand.....	100
5.6 Das Verbot der Marktmanipulation	100
5.6.1 Geschütztes Rechtsgut	100
5.6.2 Vollendung und Versuch	101
5.6.3 Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen	103

IV.	Marktmanipulation in Sozialen Medien	105
6	Anlageempfehlungen von Finfluencern	105
6.1	Hintergrund Anlageempfehlungen	111
6.1.1	Adressatenkreis.....	114
6.1.2	Empfehlungsinhalt.....	118
6.1.3	Social Trading	120
6.1.4	Verbreitung.....	121
6.2	Finfluenceraktivitäten im Verhältnis zum Verbot der Marktmanipulation	122
7	Fallanalyse GameStop - Rechtliche Subsumtion der Geschehnisse im Lichte der MAR.....	123
7.1	Hintergrund	123
7.2	Koordinierter Handel über Soziale Medien	126
7.3	Handelsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 2 lit a MAR	126
7.3.1	Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung.....	126
7.3.2	Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung.....	130
7.3.3	In Absprache handelnde Personen	130
7.3.4	Rechtliche Subsumtion unter Art 12 Abs 2 lit. a MAR	131
7.4	Handelsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 1 lit. a MAR ...	134
7.4.1	Indikatorenliste gemäß Art 12 Abs 3 iVm Anhang I MAR iVm Anhang II DelVO 2016/522	134
7.4.2	Tatbestand	135
7.4.3	Abgrenzung legitimes und marktmanipulatives Marktverhalten...	135
7.4.4	Eignung zur Aussendung falscher oder irreführender Signale (i)	136
7.4.5	Erzeugung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus (ii)...	136
7.4.6	Wechselseitige Zurechnung	137
7.4.7	Rechtliche Subsumtion unter Art 12 Abs 1 lit a MAR	138
7.5	Stellungnahme gemäß Art 12 Abs 2 lit d MAR.....	139
7.5.1	Scalping	140
7.5.2	Rechtliche Subsumtion unter Art 12 Abs 2 lit d MAR	141
7.6	Informationsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 1 lit. c MAR	143
7.6.1	Verbreiten von falscher oder irreführender Information	143
7.6.2	Zwischenfazit.....	150
7.7	Handelsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 1 lit. b MAR ...	150
7.7.1	Vorspiegelung falscher Tatsachen	150
7.7.2	Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung	151
7.7.3	Rechtliche Subsumtion gemäß Art 12 Abs 1 lit. b MAR iVm Art 12 Abs 1 lit. c MAR.....	151
7.8	Anlageempfehlung gemäß Art 20 MAR	152
7.8.1	Rechtliche Subsumtion unter Art 20 MAR	152
7.9	Marktmanipulation unter dem Securities Exchange Act 1934.....	153
7.9.1	Hintergrund.....	153
7.9.2	Betrugsbasierte Marktmanipulation	155
7.9.3	Weitere Manipulationstatbestände	157
7.9.4	„Reasonable Man“ unter dem Securities Exchange Act 1934	158
7.9.5	Der verständige Anleger unter der MAR	160
7.9.6	Vorsatz unter dem Securities Exchange Act 1934	160
7.9.7	Vorsatz unter der MAR	161

7.9.8 Künstliches Preisniveau unter dem Securities Exchange Act 1934	162
7.9.9 Künstliches Preisniveau unter der MAR	164
7.9.10 Conclusio	165
7.10 Short Selling im Kontext des GameStop Falls	167
7.10.1 Short Selling unter US-Amerikanischen Recht	168
7.10.2 Short Selling unter der MAR und SSR	170
7.10.3 Short Selling und Marktmanipulation	172
8 Soziale Medien unter dem Digital Services Act	174
8.1 Hintergrund	174
8.2 Digital Services Act	175
8.3 „Rechtswidriger“ Inhalt	177
V. Marktmanipulation mit Kryptowerten	181
9 Der Markt für Kryptowerte und seine Erfassung durch das europäische Marktmissbrauchsrecht	181
9.1 Hintergrund	181
9.2 Technische und ökonomische Besonderheiten von Kryptowerten	187
9.3 Marktmissbrauch auf der Blockchain	193
9.3.1 Das Anlegerleitbild und der „Krypto-Investor“	196
9.3.2 Soziale Medien und Marktmanipulation am Kryptomarkt	198
9.4 Geltungsbereich	199
9.4.1 Sachlicher Geltungsbereich	199
9.4.2 Räumlicher Geltungsbereich	203
9.4.3 Persönlicher Geltungsbereich	204
9.5 Das Verbot der Marktmanipulation	204
9.5.1 Handelsgestützte Marktmanipulation	206
9.5.2 Legitime Gründe und gängige Marktpraxis am Kryptomarkt	208
9.5.3 Handlungsgestützte Marktmanipulation	220
9.5.4 Informationsgestützte Marktmanipulation	220
9.5.5 Beispielkatalog	223
9.6 Marktmanipulation auf der Krypto-Exchange	229
9.6.1 Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte	229
9.6.2 Tausch von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder gegen andere Kryptowerte	230
9.7 Marktmanipulation und Meme Coins	233
9.7.1 Definition Meme	233
9.7.2 Entwicklung Meme Coins	234
9.7.3 \$TRUMP Meme Coin	235
9.7.4 DOGE Coin	237
9.8 Häufige Erscheinungsformen der Marktmanipulation mit Kryptowerten in der Praxis	240
9.8.1 Pump-and-Dump	240
9.8.2 Swarm Trading	242
9.8.3 Stopp-loss hunting	243
9.8.4 Front Running	245
9.9 Prävention und Aufdeckung von Marktmissbrauch	246
9.10 Nationale Umsetzung im MiCAR-VVG	249

VI. Conclusio	252
Quellen- und Literaturverzeichnis	260
Abstract (deutsch)	281
Abstract (englisch)	282

Einleitung

Problemaufriss und Relevanz

Plattformen wie Twitter (nunmehr X), Reddit, Instagram oder YouTube sind längst nicht mehr bloße Kommunikationskanäle, sondern haben sich zu maßgeblichen Informationsquellen und Meinungsbildungsforen entwickelt, die nicht nur den öffentlichen Diskurs auf (gesellschafts-)politischer Ebene nachweislich prägen, sondern auch spürbare Auswirkungen auf Anleger und deren Investitionsverhalten auf den Finanzmärkten haben. Die zunehmende Digitalisierung der Finanzmärkte und die allgegenwärtige Verbreitung sozialer Medien haben die Art und Weise, wie Informationen entstehen, verbreitet und verarbeitet werden, grundlegend verändert. So führt die enorme Reichweite, Geschwindigkeit und Emotionalität, mit der Inhalte auf sozialen Medien geteilt werden, dazu, dass sich Marktstimmungen innerhalb kürzester Zeit kollektiv verändern können, oftmals unabhängig von fundamentalen Unternehmensdaten oder objektiven Marktinformationen. Eine Studie der britischen Finanzmarktaufsicht, der Financial Conduct Authority („FCA“), kam zu dem Ergebnis, dass mediale und soziale Hypes ein zentraler Treiber für den Einstieg neuer Anleger in hochriskante Produkte sind. 58 % der Studienteilnehmer gaben an, dass die wiederholte Berichterstattung über bestimmte Anlagen, sei es in den Medien, auf Social-Media-Plattformen oder im persönlichen Umfeld, ihr Kaufverhalten beeinflusst und sie zum Erwerb dieser Produkte veranlasst habe.¹

Diese Entwicklung bringt neue Risiken für die Marktintegrität mit sich und eröffnet ein breites Anwendungsfeld für neuartige marktmanipulative Verhaltensweisen, insbesondere in Form der informationsbasierten Marktmanipulation. So bieten gerade soziale Medien umfassende Einflussmöglichkeiten etwa, um durch die gezielte Streuung manipulativer oder irreführender Beiträge die Wahrnehmung von Finanzinstrumenten und Kryptowerten zu steuern und dadurch künstliche Kursbewegungen zu erzeugen. So verdeutlichen zahlreiche jüngere Ereignisse, allen voran jene rund um die GameStop-Aktie im Jahr 2021, welches erhebliche Potenzial und Dynamik aus kollektiven Handlungen von Online-Communities zur Beeinflussung des Marktgeschehens erwachsen können. Zugleich zeigen diese Entwicklungen, die beträchtliche Marktmacht durch die Mobilisierung von Kleinanlegern über soziale Medien - eine Macht, die selbst institutionelle Marktteilnehmer,

¹ Financial Conduct Authority (UK), Young investors driven by competition and hype, 20.10.2021, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/young-investors-driven-competition-hype> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Aufsichtsbehörden und nicht zuletzt den Gesetzgeber vor erhebliche Herausforderungen stellt.

Die Auswirkungen und Effekte sozialer Medien sind sowohl am traditionellen Kapitalmarkt als auch am Kryptomarkt zu beobachten, wobei Letzterer eine besondere Anfälligkeit gegenüber medialen Entwicklungen und Ereignissen aufweist. Dies zeigt sich etwa daran, dass Tweets prominenter Persönlichkeiten, allen voran Elon Musk oder Donald Trump, in der Vergangenheit wiederholt signifikante Kursausschläge ausgelöst haben. Neben solchen Einzelereignissen haben sich auch strukturelle Einflussformen etabliert, etwa durch sogenannte „*Finfluencer*“ (Financial Influencer)², die auf sozialen Medien regelmäßig Anlageempfehlungen, Produktbewertungen oder Marktanalysen veröffentlichen. Diese Akteure verfügen über erheblichen Einfluss auf das Anlageverhalten privater Investoren, unterliegen jedoch häufig keiner Regulierung oder Kontrolle. Ihre Kommunikationsstrategien bedienen sich psychologisch wirksamer Mechanismen wie Fear of Missing Out („*FOMO*“) oder emotionalem Storytelling, wodurch Anleger zu impulsiven, oftmals wenig reflektierten Entscheidungen verleitet werden. Die Grenze zwischen legitimer Meinungsäußerung, gezielter Beeinflussung und potenziell manipulativer Kommunikation verschwimmt dabei zunehmend.

² Kovarova-Simecek/ Barrantes/ Müllner, Finfluencer - die neuen Geldflüsterer? Wiener Zeitung vom 01.03.2023 abrufbar unter <https://www.wienerzeitung.at/meinung/gastkommentare/2180003-Finfluencer-die-neuen-Geldfluesterer.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Staudacher/Klug, Wie "Finfluencer" das Anlageverhalten junger Menschen beeinflussen, KURIER vom 09.02.2023 abrufbar unter <https://kurier.at/wirtschaft/wie-finfluencer-das-anlageverhalten-junger-menschen-beeinflussen/402322305> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Zielsetzung und Forschungsfragen

Die wachsende Bedeutung sozialer Medien und Influencer wirft zentrale Rechtsfragen auf, die im Rahmen dieser Dissertation umfassend beleuchtet werden sollen.

Daraus ergeben sich insbesondere die folgenden Forschungsfragen:

1. Inwieweit können über soziale Medien tatsächlich marktmanipulative Handlungen bewirkt werden und welche Tatbestände der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)³ kommen durch derartige Kommunikationsformen in Betracht?
2. Ist die derzeitige Gesetzgebung, insbesondere der unionsrechtliche Rechtsrahmen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch, auf die spezifischen Wirkungsmechanismen und Reichweiten sozialer Medien ausgerichtet, bzw. an welchen Stellen stoßen bestehende Regelungsstrukturen an ihre Grenzen?
3. Führen die Entwicklungen im Bereich sozialer Medien zu der Notwendigkeit einer grundlegenden Neukonzeption des Leitbilds des durchschnittlichen Anlegers am Kapitalmarkt? Ist das im Kapitalmarktrecht ursprünglich entwickelte Anlegerleitbild, das vom Ideal des rational und verständig handelnden Anlegers ausgeht, im Zeitalter sozialer Medien und vor dem Hintergrund jüngster, verhaltensökonomischer Erkenntnisse noch zeitgemäß?

Diese Fragestellungen bilden den Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit. Im Rahmen einer systematischen Analyse des unionsrechtlichen Marktmanipulationsverbots, ergänzt um psychologische und technologische Perspektiven, soll untersucht werden, inwieweit die bestehenden Regelungsmechanismen den veränderten Realitäten eines Zeitalters gerecht werden, das durch digitale Innovationen, globale Vernetzung und sekundenschnelle Informationsverbreitung geprägt ist. Ziel ist es, die gegenwärtigen Strukturen kritisch zu hinterfragen und mögliche Anpassungserfordernisse im Lichte der verhaltensökonomischen und technologischen Entwicklungen moderner Kapitalmärkte aufzuzeigen.

³ VO (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch, ABI L 2014/173, 1.

I. Historische, wirtschaftliche und mediale Grundlagen

1 Spekulationsblasen im historischen und verhaltensökonomischen Kontext

1.1 Verhaltensökonomische Ursachen

Marktmanipulation ist ein Phänomen, das vermutlich so alt ist wie die Finanzmärkte selbst.⁴ Mit der fortschreitenden Entwicklung der Kapitalmärkte und ihrer zunehmenden Komplexität und Vernetzung traten im Laufe der Geschichte neue Praktiken zur Preis- und Marktbeeinflussung hervor, die auch nach heutigem Verständnis als Marktmanipulation einzustufen sind, wie die gezielte Streuung falscher oder irreführender Informationen. So zeigen historische Belege etwa auf, dass bereits kurz nach der Gründung der Amsterdamer Börse im 17. Jahrhundert sogenannte „*bear raids*“ stattgefunden haben. Darunter versteht man eine Manipulationspraxis, bei der durch massenhafte, koordinierte Verkäufe in Verbindung mit der gezielten Verbreitung falscher Informationen Kursrückgänge herbeigeführt wurden, um im Anschluss durch Leerverkäufe Gewinne zu erzielen. Besonders bekannt wurde im 19. Jahrhundert der englische Fall *Rex v. de Berenger*, in dem die Falschmeldung über den Tod Napoleons und die Einnahme von Paris durch alliierte Truppen zu einem erheblichen Kursanstieg britischer Staatsanleihen führte, den die Initiatoren für gewinnbringende Verkäufe nutzten. Der Austausch über Investments in sozialen Netzwerken und soziale Interaktion als Grundlage gemeinsamer Anlageentscheidungen ist indes kein neuartiges Phänomen. Schon zu Beginn des organisierten Börsenhandels vernetzten sich Investoren in London oder Amsterdam in sogenannten *trading clubs*, um sich über Markttrends auszutauschen und auf Basis dieser kollektiven Informationen Handelsentscheidungen zu treffen. Im Laufe der Geschichte kam es zudem regelmäßig zu Absprachen unter Marktteilnehmern.⁵ Praktiken wie sog. „*Bull pools*“ und „*pump and dump*“ kannte man bereits im 17. Jahrhundert. In diesem Rahmen schlossen sich Marktteilnehmer zu koordinierten Kauftransaktionen zusammen, um den Kurs eines Finanzinstruments künstlich nach oben zu treiben und dadurch gezielt eine Blasenbildung zu induzieren.⁶ Diese Form der koordinierten Interaktion blieb über Jahrzehnte hinweg hauptsächlich institutionellen und finanzstarken Marktteilnehmern vorbehalten, deren abgestimmtes Verhalten mitunter kartellähnliche Strukturen annahm

⁴ Schmolke in Klöhn (Hrsg), Marktmissbrauchsverordnung (MAR²) (2023) Vor Art 12 Rz 35 m.w.N.

⁵ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 36,37, Sajnovits, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in Korch/Köhler, Schwärme im Recht (2022), 199.

⁶ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 36,37.

und marktmissbräuchliche Praktiken gerade begünstigte. Privaten Anlegern hingegen fehlten lange Zeit die technischen und organisatorischen Möglichkeiten, ihr Investitionsverhalten in vergleichbarer Weise abzustimmen oder gemeinschaftlich Einfluss auf das Marktgeschehen zu nehmen. Erst die Verbreitung sozialer Medien und die durch Neobroker erheblich reduzierten Markteintrittsbarrieren haben dieses strukturelle Ungleichgewicht grundlegend verändert. Sie ermöglichen es nun auch Kleinanlegern, sich in großer Zahl zu vernetzen, Informationen auszutauschen und sich im Kollektiv zusammenzuschließen. Damit bildete sich ein neuer bedeutender Marktteilnehmer heraus: der digital koordinierte Schwarm.⁷ Die Ereignisse rund um die GameStop-Aktie im Frühjahr 2021 veranschaulichen, welche erhebliche Marktmacht ein digital koordinierter Schwarm privater Anleger entwickeln kann. Der daraus resultierende rasche Kursanstieg steht exemplarisch für die Dynamik moderner Spekulationsblasen.

Spekulationsblasen stellen eine wiederkehrende Erscheinung der Wirtschafts- und Finanzgeschichte dar, die sich gleichsam wie ein roter Faden durch unterschiedliche Epochen zieht. Während sich die konkreten Anlageobjekte und Finanzinstrumente im Zeitverlauf verändern, bleibt die grundlegende Dynamik hinter spekulativen Investitionen konstant. Grundsätzlich können sämtliche auf organisierten Märkten gehandelten Vermögenswerte zum Objekt derartiger Blasenbildungen werden. Während im 17. Jahrhundert Tulpen(-kontrakte) Gegenstand erheblicher Kapitalinvestitionen waren („*Tulpomanie*“), rückten im Jahr 2023 NFTs und in jüngster Zeit sogenannte Meme Coins in den Mittelpunkt. Der Begriff „Blase“ lässt sich auf das Jahr 1720 zurückführen. Im Zusammenhang mit der historischen Südseegesellschaft (South Sea Company, „SSC“) entstanden in kurzer Abfolge zahlreiche Aktiengesellschaften, die ebenso rasch wieder vom Markt verschwanden. Die Dynamik, die durch das wiederholte Gründen und Auflösen der Gesellschaften zu beobachten war, wurde damals mit dem Begriff „bubbles“ gekennzeichnet.⁸ Die Problematik derartiger Blasenbildungen wirft zentrale rechtlich-ökonomische Fragen auf: Zum einen, inwieweit Spekulationsblasen durch kapitalmarktrechtliche Normierungen eingedämmt werden können, zum anderen, ob und in welchem Umfang eine besondere Schutzbedürftigkeit von Anlegern gegenüber hochvolatilen und spekulativ geprägten Vermögenswerten anzuerkennen ist. Das Anlegerverhalten damals und heute weist Parallelen auf. Dies stellte man auch in der verhaltenswissenschaftlichen Finanztheorie fest, wodurch sich in der

⁷ Sajnovits, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in Korch/Köhler, Schwärme im Recht (2022), 199.

⁸ Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise (2010) 4.

Wirtschaftswissenschaft das Fünf-Phasen Modell von Spekulationsblasen etabliert hat.⁹ Eine Blase wird zumeist durch ein bestimmtes Ereignis ausgelöst, welches die Gewinnaussichten eines Markts bzw. Wirtschaftssektors gravierend verändert. Darauf folgt eine sog. Boomphase. In dieser Phase sind die Marktzinssätze im Regelfall gering, es gibt keine interessantere Alternative Geld zu investieren. Die Investition in einen aufstrebenden Markt ist attraktiver als ein Sparbuch mit geringem Zinsertrag.¹⁰ Zwei Eigenschaften sind in sämtlichen Spekulationsblasen bemerkbar: die Phase der Euphorie und die Phase der Abscheu. Die euphorische Phase kennzeichnet sich durch übermäßiges Handeln und Optimismus sowie überhöhter Selbsteinschätzung auf Seiten der Anleger. Die Marktteilnehmer überschätzen die erwarteten Renditen und erhöhen ihre Einsätze, da sie auf weitere Preissteigerungen spekulieren. Charles Kindleberger bringt die beobachtete Dynamik irrationalen Anlegerverhaltens mit einem oft zitierten Ausspruch treffend auf den Punkt: *„Es gibt nichts Ärgerlicheres – und nichts trübt das Urteilsvermögen mehr –, als einen Freund reich werden zu sehen.“*¹¹ Auf die Phase der Euphorie folgt sodann häufig ein Ereignis, das die Blase zum Platzen bringt und eine Krise auslöst, wie bspw. die Pleite eines Unternehmens, das sich übernommen hat oder die Aufdeckung eines Betrugs. Darauf folgt letztlich die finale Phase des Blasenzyklus, die von einer starken Abneigung gegenüber den Kapitalmärkten und Panikverkäufen an der Börse geprägt ist. Es gibt nur noch wenige Marktteilnehmer und wenig interessierte Käufer, die jetzt noch in den Markt einsteigen wollen. Vor diesem Hintergrund sind Spekulationsblasen besonders besorgniserregend für die Marktwirtschaft, als diese die Allokationsfunktion der Märkte verzehren und dazu führen, dass die Gesellschaft das Vertrauen in die Integrität der Finanzmärkte verliert.¹²

Virale Preisbewegungen und extreme Renditesteigerungen iSv Kursveränderungen können anhand rationaler Berechnungsgrundlagen nur schwer erklärt werden. So untersuchte etwa *Robert J. Shiller* unter dem Begriff *„Narrative Economics“*, wie sich Erzählungen in der Öffentlichkeit verbreiten und wie dies mit den wirtschaftlichen Entscheidungen Einzelner zusammenhängen kann. Ein *„economic narrative“* bezeichnete *Shiller* als eine ansteckende Erzählung mit dem Potenzial, ökonomische Entscheidungen von Menschen zu beeinflussen vergleichbar mit dem Verlauf einer Epidemie.¹³ Narrative

⁹ *Daxhammer/Facsar/Papp*, Spekulationsblasen – Den Turbulenzen am Finanzmarkt auf der Spur³ (2025) 11; *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise (2010) 11.

¹⁰ *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise (2010) 5.

¹¹ *Kindleberger*, Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt (2001), 32; *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise (2010) 6.

¹² *Daxhammer/Facsar/Papp*, Spekulationsblasen – Den Turbulenzen am Finanzmarkt auf der Spur³ (2025) 11.

¹³ *Shiller*, Narrative Economics: How Stories Go Viral & Drive Major Economic Events (2019).

schaffen Aufmerksamkeit und beeinflussen dadurch das menschliche Verhalten, ähnlich wie das massenpsychologische Phänomen des sog. „*Herdenverhaltens*“ bzw. „*herd behaviour*“. Zahlreiche theoretische Untersuchungen in der Finanzmarktforschung legen nahe, dass das Herdenverhalten von Anlegern eine irrationale, aber systematische Reaktion auf die Marktstimmung sein kann (siehe genauer in Kapitel 1.2). Wenn soziologische, psychologische und emotionale Faktoren sowie aktuelle Trends eine Rolle im Anlegerverhalten spielen, so ist es weniger wahrscheinlich, dass eine rationale Investitionsentscheidung getroffen wird.¹⁴ Laut Shiller können insbesondere Zugehörigkeits- oder Identitätsgefühle Treiber für eine erhöhte Teilnahme an einem Narrativ sein. Das menschliche Interesse steige demnach, wenn ein Gesicht oder eine bekannte Persönlichkeit mit einer Erzählung verknüpft werden kann. Soziale Medien bieten ideale Voraussetzungen, um Narrative noch schneller und grenzüberschreitend zu verbreiten. Neben dem größeren Adressatenkreis, ist besonders die Möglichkeit Online-Communities mit ähnlichen Interessen zu erreichen, hervorzuheben. Memes¹⁵ stellen dabei eine besondere Form von Narrativen dar (siehe genauer in Kapitel 9.7.1). Die Financial Times bezeichnete den Begriff „Meme“ als Finanzwort des Jahres 2021 und behauptete, dass „*die Manie rund um Meme Stocks*“ verbreitet über die sozialen Medien, die US-Finanzmärkte grundlegend verändert.¹⁶ Während sich die kapitalmarktwissenschaftliche Literatur seit Langem mit Formen irrationalen und rationalen Herdenverhaltens auseinandersetzt, rücken Phänomene wie digitale Schwärme und das sogenannte *Swarm Trading* erst in jüngerer Zeit verstärkt in den Fokus. Im Unterschied zum klassischen Herdenverhalten, das primär durch die bloße Nachahmung einzelner Marktteilnehmer geprägt ist, basiert ein Schwarm auf aktiver wechselseitiger Interaktion zwischen seinen Mitgliedern. Privatanleger tauschen dabei in großem Umfang Informationen, Stimmungen und Markteinschätzungen aus. Dass ein solcher Zusammenschluss von Kleinanlegern erhebliche Marktbewegungen auslösen kann, zeigt das Beispiel der GameStop-Ereignisse im Frühjahr 2021 besonders eindrücklich.¹⁷

¹⁴ Hudson/ Yan/ Zhang, Herd behaviour & investor sentiment: Evidence from UK mutual funds, International Review of Financial Analysis Bd 71 (2020), 101494.

¹⁵ Der Begriff Meme bezeichnet ein Kulturphänomen, das in der Social Media Kultur große Bedeutung erlangt hat. Ein Meme ist ein kreativer Inhalt zumeist bestehend aus Slogans, Bildern oder Videos, die als „Insiderwitze“ unter den Internetnutzern verstanden werden. Häufig sind Memes gesellschaftskritisch oder satirisch und geben den Zeitgeist einer Gesellschaft wider. Siehe: [https://de.wikipedia.org/wiki/Meme_\(Kulturph%C3%A4nomen\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Meme_(Kulturph%C3%A4nomen)) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Bauckhage, Insights into Internet Memes, Proceedings of the International AAAI Conference on Web and Social Media, Bd 5 (2021), 42 ff; Posratschnig/ Grünbichler, Meme Stocks und Narrative Economics ÖBA 3 (2023), 198 f.

¹⁶ Tett, Meme Mania is reshaping US markets, Financial Times am 09.12.2021, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/505ce28d-3b46-4f53-8e7e-0262bba11d2e> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁷ Sajnovits, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in Korch/Köhler, Schwärme im Recht (2022), 197.

Die GameStop-Aktie gehört zu den bekanntesten Meme Stocks der letzten Jahre. Der Hype rund um die Aktie des börsennotierten Videospielhändlers zeigt die Zusammenhänge zwischen Narrative Economics und der maßgeblichen Einflussmöglichkeiten sozialer Medien treffend auf. 2019 und 2020 kämpfte das Unternehmen mit erheblichen Umsatzrückgängen und Filialschließungen. Die Aktienpreise entwickelten sich daraufhin negativ und einige Hedgefonds eröffneten Short-Positionen auf das Finanzinstrument. In den sozialen Medien, besonders auf der Internetplattform Reddit¹⁸ im Subreddit *wallstreetbets*¹⁹, bildete sich eine Gruppierung, dessen Ziel es war, GameStop zu retten und durch Käufe des Finanztitels die Preise so weit nach oben zu treiben, dass die Hedgefonds aus ihren Short-Positionen gedrückt werden. Eine Vielzahl an Privatanlegern schlossen sich sohin zusammen und wurden über Neobroker wie etwa Robinhood, zu Preistreibern.

Als Neobroker bezeichnet werden commission-free-trading Anbieter, die auf Grundlage des Payment for Order Flow-Systems operieren und dadurch besonders günstige Gebühren verrechnen können.²⁰ Das Geschäftsmodell von Neobrokern und Onlinebanken ist darauf ausgelegt traditionelle Wertpapier- und Bankgeschäfte zu digitalisieren und möglichst kostengünstig und niederschwellig anzubieten. Die zugrunde liegende Philosophie zielt darauf ab, den Kapitalmarkt einem breiteren Publikum quasi spielerisch zu erschließen. Der Zugang zu den Finanzmärkten und der Handel mit Aktien sowie komplexeren Finanzinstrumenten und zuweilen auch Kryptowerten ist dadurch in grundlegender Weise transformiert worden und erschuf eine neue Generation an Anlegern. Derartige Trading-Apps bauen zumeist auf dem Konzept der sogenannten *Gamification* auf, welches sich in der Implementierung von Anreiz- und Belohnungsmechanismen zeigt, wie etwa in Form eines virtuellen Konfettiregens nach dem ersten Trade oder durch Belohnungen, die an eine bestimmte Anzahl abgeschlossener Transaktionen geknüpft sind. Solche Mechanismen werfen zugleich erhebliche regulatorische Fragen auf, da sie eine unmittelbare Verhaltenslenkung intendieren und tendenziell risikoreiches Handelsverhalten fördern können.²¹ (siehe dazu Kapitel 1.3.4) In der intensivsten Phase des GameStop-Hypes

¹⁸ Reddit ist eine Website, auf der registrierte Benutzer Inhalte einstellen bzw. anbieten können. Reddit ist in sogenannte Subreddits unterteilt, die eine thematische Sortierung der eingereichten Beiträge ermöglichen. Registrierte Nutzer können ihre Beiträge in individuelle, nach Themengebieten sortierte Subreddits einstellen. Siehe: <https://de.wikipedia.org/wiki/Reddit> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁹ <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²⁰ Siehe hierzu Definition zu Payment for Order Flow in der Warnmeldung der ESMA vom 13.07.2021: „PFOF is the practice of brokers receiving payments from third parties for directing client order flow to them as execution venues“, abrufbar unter [esma35-43-2749 esma public statement pfof and zero-commission brokers.pdf \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-material/press-conferences/esma-35-43-2749-esma-public-statement-pfof-and-zero-commission-brokers.pdf) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); SEC, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021 from 14.10.2021, abrufbar unter: <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²¹ Horvath in *Dämon*, Handbuch WAG | Wertpapieraufsichtsgesetz (2023) 287.

vervielfachte sich der Kurs der Aktie innerhalb von zehn Handelstagen um das Siebzehnfache und führte darüber hinaus zu erheblichen Kursbewegungen bei der Aktie der AMC Entertainment Holdings Inc.²² Das Unternehmen AMC, dessen wirtschaftliche Lage aufgrund der COVID-19-Pandemie und des wachsenden Konkurrenzdrucks durch Streaming-Dienste bereits stark beeinträchtigt war, geriet ebenso in den Fokus von Hedgefonds, die durch Short-Positionen auf einen bevorstehenden Zusammenbruch des Unternehmens setzten. In der Folge organisierten sich über soziale Medien mehr als vier Millionen Kleinanleger und investierten Milliarden von US-Dollar in die Aktie. Während das Unternehmen selbst vor einem Einstieg in sein Aktienangebot warnte, stieg der Kurs von 2,20 US-Dollar zu Jahresbeginn auf einen Höchststand von 72,62 US-Dollar. Die neu hinzutretenden Kleinanleger hielten in der Folgezeit mehr als 80 % der Unternehmensanteile.²³ Dieses Ereignis verdeutlicht die Entwicklung von Amateurinvestoren, die sich von einer bislang randständigen Gruppe zu einer kollektiven Marktgröße wandelten, deren Investitionsentscheidungen nicht auf klassischen Fundamentalanalysen oder Forschungsberichten beruhen, sondern wesentlich auf der Kommunikation innerhalb digitaler Communities und der Meinungsführerschaft einzelner Persönlichkeiten in sozialen Medien.²⁴

In der finanzwirtschaftlichen Forschung werden Meme Stocks mitunter als eine besondere Ausprägung von Lotterie-Aktien eingeordnet. Darunter versteht man Wertpapiere, die kurzfristig die Aussicht auf außergewöhnlich hohe Gewinne eröffnen, langfristig jedoch, ähnlich wie im Glücksspiel, eine überwiegend negative Renditeerwartung aufweisen. Die wirtschaftswissenschaftliche Forschung führt dieses Phänomen im Wesentlichen auf mehrere Schlüsselfaktoren zurück. Dabei identifizierte sie u.a. einen sog. Investor Bias, wonach bestimmte Gruppierungen von Anlegern den Finanzmarkt als eine Form des Glücksspiels betrachten. Die Goethe-Universität Frankfurt und die Wirtschaftsuniversität Wien analysierten im Rahmen einer gemeinsamen Studie²⁵, Daten aus über 12.000 Wertpapierdepots. Die Untersuchung ergab, dass insbesondere wohlhabendere und aktiver handelnde Bankkunden mit höherem Niveau an Finanzbildung überdurchschnittlich häufig spekulative Titel im Portfolio halten. Demnach wird vermutet, dass Personen ohne Affinität zum klassischen Glücksspiel, Lotterie-Aktien erwerben, um einen vergleichbaren

²² Posratschnig/ Grünbichler, Meme Stocks und Narrative Economics ÖBA 3 (2023), 198 f.

²³ Gladstone/ Schwartzel, Inside AMC's Crazy, Bonkers, Upside-Down Year of Apes, Memes and Shorts, The Wall Street Journal am 18.12.2021, <https://www.wsj.com/articles/inside-amcs-crazy-bonkers-upside-down-year-of-apes-memes-and-shorts-11639803655> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²⁴ Gladstone/ Schwartzel, Inside AMC's Crazy, Bonkers, Upside-Down Year of Apes, Memes and Shorts, The Wall Street Journal am 18.12.2021, <https://www.wsj.com/articles/inside-amcs-crazy-bonkers-upside-down-year-of-apes-memes-and-shorts-11639803655> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²⁵ Kormanyos/ Hanspal/ Hackethal, Do Gamblers Invest in Lottery Stocks? SSRN Electronic Journals 2023, <https://ssrn.com/abstract=4307554> oder <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4307554>.

„Kick“ zu erzielen. Einen weiteren Schlüsselfaktor stellen Informationsasymmetrien dar, als Kleinanleger regelmäßig nicht über jene Daten und Informationen verfügen, die sie in die Lage versetzen würden, fundierte Investitionsentscheidungen zu treffen, wodurch ihre Risikoposition im Vergleich zu institutionellen Marktteilnehmern strukturell nachteilig ist.²⁶ Eine neue Studie²⁷ zur Entstehung von Hypes und Manien rund um Lotterie-Aktien bringt noch einen dritten Faktor ins Treffen: Aufmerksamkeit. Demnach wiesen jene Aktien die stärksten Kursschwankungen auf, die zugleich mit einem sprunghaften Anstieg in der Google-Suchfrequenz oder in der medialen Berichterstattung verbunden sind. Auch unerwartet positive Gewinnmeldungen oder außergewöhnliche Renditen können einen Aufmerksamkeits- und damit verbundenen Hype-Effekt auslösen. Die Studie stellte weiters fest, dass ein Hype in den meisten Fällen nur bei Vermögenswerten ausgelöst wird, die in einem gewissen Naheverhältnis zum Anlegerpublikum stehen, wie etwa bekannte Marken wie z.B. GameStop. Verstärkt wird der Hype durch intensive soziale Interaktionen, die dem Anleger ein Gefühl von sozialer Verbundenheit oder Zugehörigkeit vermitteln. Empirische Untersuchungen zu *internet stock message boards* zeigen Korrelationen zwischen der Anzahl an Posts und der Volatilität des betreffenden Papiers, der Reorientierung der Suche nach einem Akquisitionsobjekt im Rahmen einer Unternehmensübernahme oder der Zustimmungsrate auf Hauptversammlungen.²⁸

Auch im Zusammenhang mit Kryptowerten haben jüngere Studien auf Parallelen zwischen spekulativem Handel und Glücksspiel hingewiesen. Die hohe Volatilität sowie die ständige Verfügbarkeit des Kryptomarktes (*24/7 trading*) begünstigen Handelsmuster, die dem Glücksspiel in ihrer Struktur und Dynamik eng verwandt sind. Aufgrund des erheblichen Schadenspotenzials und der Gefahr substantieller finanzieller Verluste wird dieses Phänomen mittlerweile auch aus einer Public-Health-Perspektive untersucht. Empirische Befunde deuten auf einen signifikanten Zusammenhang zwischen problematischem Glücksspielverhalten und der Intensität der Teilnahme am Handel mit Kryptowerten hin. Zudem zeigen Korrelationen zwischen Glücksspielaffinität und Engagement am Markt für Kryptowerte, dass Problemspieler den Handel mit Kryptowerten teilweise als eine alternative Form des Glücksspiels nutzen. Die psychologischen und demographischen

²⁶ Tett, Meme Mania is reshaping US markets, Financial Times am 09.12.2021, <https://www.ft.com/content/505ce28d-3b46-4f53-8e7e-0262bba11d2e> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²⁷ Bali/Hirshleifer/Peng/Tang, Attention, Social Interaction, and Investor Attraction to Lottery Stocks, National Bureau of Economic Research (2021), Working Paper 29543, abrufbar unter: <https://www.nber.org/papers/w29543> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²⁸ Langenbucher, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 439; Antweiler/Frank, Internet Stock Message Boards and Stock Returns, am 07. 11. 2002, abrufbar unter: https://www.researchgate.net/publication/265218038_Internet_Stock_Message_Boards_and_Stock_Returns (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Ang/Hsu/Tang/Wu, The Role of Social Media in Corporate Governance, am 20.02.2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3609720 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Profile von intensiven Krypto-Investoren weisen dabei deutliche Überschneidungen mit jenen von Hochrisiko-Aktienhändlern sowie pathologischen Glücksspielern auf, was auf eine enge Verwandtschaft dieser Risikogruppen schließen lässt.²⁹

Die Forschung deutet somit auf ein komplexes Zusammenspiel psychologischer, informationeller und sozialer Faktoren hin, die die Entstehung von Spekulationshypes im Bereich der Lotterie-Aktien wesentlich determinieren.

1.2 Psychologische Aspekte

Die Rolle von Emotionen auf den Finanzmärkten ist in einer Vielzahl empirischer Studien untersucht worden und hat sich als bedeutsamer Einflussfaktor im Investitionsverhalten von Anlegern erwiesen. Untersucht wurden dabei bereits unterschiedliche Aspekte, die vom Geräuschpegel auf dem physischen Börsenparkett³⁰ bis hin zu Stimmungslagen in sozialen Medien reichen³¹. Eine der Untersuchungen zum Investorenverhalten ergab, dass insbesondere Aktien, die schwer zu bewerten oder nur eingeschränkt arbitragefähig sind, wie etwa Titel kleinerer oder junger Unternehmen am stärksten von Anlegerstimmungen beeinflusst werden. Unter der Annahme, Kryptowerte verfügen über keinen intrinsischen Fundamentalwert, kommt der Stimmungslage bei deren Handel eine noch größere Bedeutung zu.³² Jüngste Ergebnisse aus der Forschung weisen insbesondere auf das Phänomen des Fear of Missing Out („FOMO“) als zentralen Beweggrund für Investoren, besonders beim Einstieg in den Handel mit Kryptowerten auf. Dies wurde im Jahr 2021 insbesondere in Zusammenhang mit dem Aufkommen von Initial Coin Offerings („ICOs“), die als besonders risikoreich und spekulativ galten, beobachtet. Trotz der hohen Volatilität und der einschneidenden Marktbewegungen im Jahr 2021 hat das allgemeine Interesse an individuellen Investitionsmöglichkeiten seit dem GameStop Fall im Januar 2021 signifikant zugenommen. Die Figur des emotionalen, „irrationalen“ Anlegers ist indes kein neues Phänomen, sondern auf den Finanzmärkten stets präsent gewesen. Neu ist jedoch die durch Demokratisierung, Dezentralisierung und öffentliche Beteiligung verstärkte Handlungsmacht von Kleinanlegern. Der unmittelbare Zugang zu Finanzinstrumenten über

²⁹ Johnson/ Co / Sun/ C W Lim/ Stjepanović/ Leung/ Saunders / C K Chan, Cryptocurrency trading and its associations with gambling and mental health: A scoping review, *Addictive Behaviors*, Vol 136 (2023), 107504, abrufbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.addbeh.2022.107504> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁰ Coval/Shumway, Is sound just noise? *The Journal of Finance* (2001), 56(5), 1887–1910, abrufbar unter: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00393> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³¹ Bollen/ Mao/ Zeng, Twitter mood predicts the stock market, *Journal of Computational Science* (2011), 2(1), 1–8, abrufbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.jocs.2010.12.007> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³² Baker/ Wurgler, Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *The Journal of Finance* (2006), 61(4), 1645–1680, abrufbar unter <https://www.jstor.org/stable/3874723> (zuletzt abgerufen am 31.08.2025); Serada, „Happier than Ever: The Role of Public Sentiment in Cryptocurrencies, Meme Stocks, and NFTs in Chohan/Van Kerckhoven (Hrsg), *Activist Retail Investors and the Future of Financial Markets: Understanding YOLO Capitalism* (2023), 35 ff., abrufbar unter: <https://doi.org/10.4324/9781003351085-4> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

digitale Plattformen hat den Einfluss von Stimmungen und Emotionen auf den bestehenden Finanzmärkten verstärkt und diese zugleich auf neue Anlageklassen wie Kryptowerte ausgeweitet. Obwohl in sozialen Netzwerken und öffentlichen Blockchains umfangreiche Daten erhoben werden können, wird der Einfluss irrationaler Faktoren, die potenziell selbstschädigendes Verhalten der Anleger befördern, in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bislang nur am Rande behandelt.³³

Die oben beschriebenen Erkenntnisse haben mE auch für das Kapitalmarktrecht erhebliche Implikationen. Emotionale Faktoren wie FOMO, die durch soziale Medien und Gamification-Mechanismen verstärkt werden, führen zu Anreizen für spekulatives Verhalten, das weniger auf rationaler Informationsverarbeitung als auf Herdeneffekten und subjektiven Stimmungen beruht. Die skizzierten Entwicklungen stellen das im Kapitalmarktrecht konstruierte Anlegerleitbild als normative Bezugsgröße für Instrumente des Anlegerschutzes, vor erhebliche dogmatische und praktische Herausforderungen, worauf im folgenden Kapitel 1.3 näher eingegangen werden soll.

1.3 Das Anlegerleitbild im Kapitalmarktrecht

1.3.1 Der verständige Marktteilnehmer

Der verständige Marktteilnehmer bzw. Anleger ist Maßfigur und zentrales Element für die Auslegung des europäischen Kapitalmarktrechts.³⁴ Der EU-Gesetzgeber nimmt in ErwGr 14 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)³⁵ darauf Bezug:

Verständige Investoren stützen ihre Anlageentscheidungen auf Informationen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (Ex-ante-Informationen). Die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor einen bestimmten Sachverhalt oder ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung wohl berücksichtigen würde, sollte folglich anhand der Ex-ante-Informationen erfolgen. Eine solche Prüfung sollte auch die voraussichtlichen Auswirkungen der Informationen in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das Finanzinstrument, die damit verbundenen Waren-Spot-

³³ Serada, „Happier than Ever: The Role of Public Sentiment in Cryptocurrencies, Meme Stocks, and NFTs in Chohan/Van Kerckhoven (Hrsg), *Activist Retail Investors and the Future of Financial Markets: Understanding YOLO Capitalism* (2023), 35 ff., abrufbar unter: <https://doi.org/10.4324/9781003351085-4> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁴ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 44; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörseG/MAR* (2019), MAR, Art 12 Rz 13; Barth, *Zwischenschritte* (2018), 2.2.5.3.1 49.

³⁵ VO (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch, ABI L 2014/173, 1.

*Kontrakte oder die auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürfen.*³⁶

Die Definition des verständigen Marktteilnehmers stellt auf einen objektiven Maßstab ab, subjektiv-individuelle oder charakteristische Anlegerinteressen werden dabei außer Acht gelassen.³⁷ Der Begriff ist weder auf europäischer noch auf nationaler Ebene konkretisiert, eine ausdrückliche EuGH-Entscheidung hierzu ist derzeit ausständig. In der Rechtswissenschaft ist der Begriff umstritten, da eine Vielzahl an Ansätzen zur Auslegung des Begriffs entwickelt wurden, herrscht bei einigen Fragen in dem Bereich Unsicherheit.³⁸ Unsicherheit herrscht insbesondere bei der Frage, wie professionell oder erfahren der verständige Anleger ist. In der Literatur sind die Interpretationen dazu vielfältig, während einige auf den durchschnittlichen Kleinanleger³⁹ abstellen, gehen andere von einem börsenerfahrenen Laien⁴⁰ aus oder stellen auf einen institutionellen Investor⁴¹ ab. Im US-amerikanischen Recht wird auf den „*reasonable man*“ als Maßfigur des durchschnittlichen Anlegers, abgestellt (siehe dazu genauer unten in Kapitel 7.9.4).⁴² Nach überwiegender Auffassung handelt es sich bei dem Anleger iSd europäischen Kapitalmarktrechts um einen rationalen, angemessen informierten, aufmerksamen, kritischen und mit den Marktverhältnissen vertrauten Akteur an den Finanzmärkten.⁴³ Er kennt ex ante alle marktrelevanten Informationen, investiert nicht spekulativ und verfügt über Erfahrung an der Börse.⁴⁴

Die wohl derzeit hM in der Literatur stellt auf die Theorie der effizienten Kapitalmärkte ab und sieht den verständigen Anleger als die Personifikation eines effizienten Marktes im Sinne der zugrundeliegenden *Efficient Capital Market Hypothesis*, an.⁴⁵ Insbesondere Klöhn gilt als Vertreter dieser Rechtsmeinung und bezeichnet den verständigen Anleger als das *Alter Ego* des effizienten Marktes.⁴⁶ Demnach berücksichtigt er bei seiner Anlageentscheidung alle vorhandenen Informationen und beurteilt danach den

³⁶ ErwGr 14 MAR.

³⁷ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 44; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 13; Barth, Zwischenschritte (2018) 50 ff.

³⁸ Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 15 Rz 42; Barth, Zwischenschritte (2018) 50 ff.

³⁹ Dickersbach, Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechtes (1995), 93ff.; Klöhn in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 7 Rz 272 mwN. Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 21 Rz 35; Barth, Zwischenschritte (2018) 50 ff.

⁴⁰ Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 13.

⁴¹ Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 13.

⁴² Dickersbach, Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechtes (1995), 93ff.

⁴³ Siehe Fleischer, Stock-Spams - Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008 137, 142; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 44; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 13.

⁴⁴ Barth, Zwischenschritte (2018), 2.2.5.3.1 50; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 21 Rz 35.

⁴⁵ Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 1 Rz 28; Barth, Zwischenschritte (2018), 2.2.5.3.1 51; Klöhn in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 7 Rz 271 ff.

⁴⁶ Klöhn in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 7 Rz 272.

Fundamentalwert des Finanzinstruments, wodurch die Bedeutung von Informationen in Marktpreise umgesetzt wird. Kursrelevant ist was in einem effizienten Markt Kurse bewegt.⁴⁷ Der verständige Anleger bzw. das maßgebliche rationale, nutzenmaximierende Anlegerkollektiv wird die Information seiner Anlageentscheidung dann zugrunde legen, wenn die erwartete Rendite abzüglich Transaktionskosten (z.B. Ordergebühren) die Opportunitätskosten des eingesetzten Kapitals übersteigt, d.h. die Rendite, die eine Anlage in Finanzinstrumente mit vergleichbarem Risiko (aber ohne Insiderinformationen) erwarten lässt.⁴⁸

In der praktischen Anwendung bereiten insbesondere jene Fallkonstellationen Schwierigkeiten, in denen eine potenziell kurserhebliche Information vorliegt, deren Relevanz aus Sicht eines durchschnittlich börsenkundigen Anlegers nicht oder nur schwer erkennbar ist. Wird das Anlegerleitbild in diesem Sinne zugrunde gelegt, erscheint fraglich, ob in solchen Fällen überhaupt eine Information im Rechtssinn vorliegt, die typischerweise in eine Anlageentscheidung einfließen würde. Professionelle Marktteilnehmer oder Anleger, die in einem Marktsegment mit unmittelbarem Bezug zur betreffenden Information agieren, könnten, soweit sie die Kursrelevanz der Information erkennen, diesen Wissensvorsprung im Wege der Arbitrage ausnutzen. Ein solcher Informationsvorteil wäre jedoch mit Blick auf den Schutzzweck des Insiderrechts als systemwidrig anzusehen. Zur Vermeidung von Anwendungslücken und zur Gewährleistung einer konsistenten Rechtsanwendung erachtet *Jakovou* daher eine graduelle Anpassung des Beurteilungsmaßstabs als erforderlich, die der jeweiligen Marktstruktur und dem unterschiedlichen Erkenntnishorizont der Marktteilnehmer Rechnung trägt. Daraus schließt *Jakovou*, dass der verständige Anleger mit einem hohen Maß an Professionalität im Sinne eines qualifiziert börsenkundigen Anlegers ausgestattet ist.⁴⁹

1.3.2 Aufsichtspraxis und Rechtsprechung

Die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) hingegen stellt im Emittentenleitfaden vom März 2020 ihre Rechtsansicht zur Auslegung des Begriffs klar. Diese weicht von der o.a. herrschenden Lehransicht deutlich ab: „Für die Bestimmung, aus wessen Perspektive die Beurteilung der Kurserheblichkeit erfolgen soll, stellt die BaFin auf einen durchschnittlich börsenkundigen Anleger ab, der seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft. Ein besonderes Fachwissen ist nach Auffassung der BaFin nicht erforderlich, gleichwohl sollte der verständige Anleger mit den

⁴⁷ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 1 Rz 28; *Klöhn in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 7 Rz 272.

⁴⁸ *Krause in Meyer/Veil/Rönnau*, HdB MarktmissbrauchsR² (2023), § 21 Rz 121a.

⁴⁹ *Jakovou in Fuchs/ Zimmermann*, Wertpapierhandelsrecht (WpHG)³ (2024) Art 7 Rz 141 ff.

*Usancen des Wertpapierhandels und dem Unternehmensrecht in Grundzügen vertraut sein.*⁵⁰

Auslegungshilfen der österreichischen Finanzmarktaufsicht („FMA“) gibt es bislang keine. Auch die österreichische Rechtsprechung schafft zu diesen Fragen wenig Klarheit. In der *Rs FMA gegen Verbund AG* musste das BVwG klären, ob der Abschluss eines Memorandum of Understanding („MoU“) eine ad-hocpflichtige Insiderinformation darstellt, nämlich ob ein verständiger Anleger die Informationen über den Abschluss des MoU wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte und sie damit zur erheblichen Beeinflussung des Kurses der Finanzinstrumente der Gesellschaft geeignet gewesen wäre. Aus Sicht des BVwG ist es einem verständigen Investor abzuverlangen, sich aus einer Fülle an Informationen eine fundierte, freie Meinung zu bilden und eigenständig zu entscheiden, wie mit den erhaltenen Informationen umzugehen ist.⁵¹ Für die Begründung der erforderlichen Kurserheblichkeit stellte der VwGH klar, dass eine Information von einem verständigen Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt werden kann, auch wenn diese Information es nicht erlaubt, die Änderung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung vorherzusehen.⁵² Der VwGH stützte sich dabei auf die EuGH-Rechtsprechung zur *Rs Lafonta*.⁵³ In Deutschland vertrat zur Frage nach der Rationalität eines verständigen Anlegers das OLG Stuttgart im *DaimlerChrysler* Beschluss, die Ansicht, dass ein verständiger Anleger „rational“ handle und „im Unterschied zum spekulativen Anleger“ seine Entscheidung auf verlässlicher tatsächlicher Informationsgrundlage trifft.⁵⁴ Der BGH vertrat im IKB Urteil die Ansicht, dass ein verständiger Anleger auch „irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer“ berücksichtigt (siehe dazu auch Kapitel 7.6.1).⁵⁵

1.3.3 Das normative Anlegerleitbild im Spannungsverhältnis zum Homo oeconomicus

Beim „verständigen Anleger“ handelt es sich um eine normative Maßfigur und keine ökonomische, weshalb der europäische Gesetzgeber bewusst auf den Begriff des

⁵⁰ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (2020), 11, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html?nn=19649678 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 73.

⁵¹ BVwG 20.07.2016, W148 2014666-1/32E, W148 2014743-1/30E.

⁵² VwGH 27.04.2017, Ro 2016/02/0020.

⁵³ EuGH C-628/13, *Lafonta*, ECLI:EU:C:2015:162, Rn 34, 36.

⁵⁴ OLG Stuttgart 22.04.2009, 20 Kap 1/08; *Klöhn in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 7 Rz 270.

⁵⁵ BGH 13.12.2011, XI ZR 51/10.

„verständigen“⁵⁶ und nicht auf den des „rationalen“ Anlegers, abstellt.⁵⁷ Dies ist auch vor dem Hintergrund, dass das Modell des Homo oeconomicus in den Wirtschaftswissenschaften bis heute umstritten ist, relevant. Dieses Verhaltensmodell zeichnet den Menschen als ein stets rational handelndes Individuum, dessen Entscheidungen von der maximalen Nutzenmaximierung nach ausschließlich wirtschaftlichen Gesichtspunkten, geprägt ist.⁵⁸ Traditionelle ökonomische Modelle lassen die Motive und Beweggründe individueller Anleger außer Acht. In den letzten Jahrzehnten bildete sich eine Gegenströmung zur neoklassischen Finanzierungstheorie mit Bezügen zur Psychologie und den Sozialwissenschaften, welche die Annahmen des Homo oeconomicus und der Rational Choice Theory, kritisch hinterfragt, die Verhaltensökonomik.⁵⁹ Diese Strömung geht davon aus, dass das beobachtete Verhalten der Anleger in der Regel einer rationalen Nutzenmaximierung widerspricht. Vertreter dieser Strömung erklären das „irrationale“ Verhalten durch zahlreiche Rationalitätsdefizite bei der Aufnahme und Verarbeitung von Informationen sowie bei der Anlageentscheidung selbst.⁶⁰ Dabei hat sich vor allem die vergleichsweise junge Bewegung der „*Behavioural Finance*“ in den Finanzwissenschaften etabliert, die insbesondere die Informationsaufnahme und -verarbeitung der Anleger empirisch auswertet und so die Preisbildung am Kapitalmarkt mit dem real zu beobachtenden Entscheidungsverhalten der Anleger erklären will.⁶¹

Vor dem Hintergrund dieser ökonomisch wie juristisch bedeutsamen Streitfrage ist festzuhalten, dass das Abstellen auf eine normative Leitfigur zwar aus Gründen der Praxistauglichkeit und der Rechtssicherheit weiterhin notwendig erscheint. Gleichwohl erweist sich das Leitbild des verständigen Anlegers mE insbesondere im Lichte aktueller verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse der Behavioural Finance zunehmend als problematisch. So bestehen erhebliche Zweifel, ob der durchschnittliche Anleger tatsächlich über die kognitiven Kapazitäten verfügt, die ihm zur Verfügung gestellten Informationen rational zu verarbeiten und in seine Anlageentscheidungen adäquat einfließen zu lassen. Damit stellt sich die Frage, ob das bislang im Kapitalmarktrecht dominierende Anlegerleitbild einer grundlegenden Neubewertung oder zumindest einer Anpassung bedarf, um den tatsächlichen Gegebenheiten moderner Finanzmärkte und den empirischen Erkenntnissen über das Entscheidungsverhalten von Anlegern gerecht zu

⁵⁶ Siehe ErwGr 14 MAR, Art 7 Abs 4 MAR.

⁵⁷ Barth, *Zwischenschritte* (2018) 50 ff.

⁵⁸ Kruse, Die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen (2011) 202.

⁵⁹ Kruse, Die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen (2011) 205.

⁶⁰ Kruse, Die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen (2011) 206; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁸ (2022) 284.

⁶¹ Kruse, Die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen (2011) 211; *Thaler/Shefrin*, An Economic Theory of Self-Control, *Journal of Political Economy* (1981) 392; *Shefrin/Statman*, The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance* (1985) Bd 40 777; *De Bondt/ Thaler*, Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance* (1985) Bd 40 793.

werden. In diesem Zusammenhang kann mE auch auf das dem Prospektrecht zugrundeliegende Anlegerleitbild verwiesen werden. Die dort geltenden, strengen Bestimmungen hinsichtlich der Werbe- und Marketingmaßnahmen nach Art 22 Prospektverordnung (ProspektVO)⁶² zeigen, dass der europäische Gesetzgeber von einem besonders schutzwürdigen Anleger ausgeht. Eine parallele Bestimmung in Bezug auf Kryptowerte enthält ferner Art 7 der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR)⁶³, der an Art 22 ProspektVO und Art 24 Abs 3 Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)⁶⁴ anlehnt. Dem Schutzzweck beider Regelungen liegt zugrunde, dass der typische Anleger in der Praxis das Prospekt über das konkrete Finanzinstrument bzw. Whitepaper des betreffenden Kryptowerts nicht liest. Vielmehr wird die Anlageentscheidung ausschließlich auf Grundlage der Marketingmitteilungen getroffen. Aus Perspektive der Verhaltensökonomik wird dieser Umstand mit verschiedenen kognitiven Verzerrungen auf Seiten der Kleinanleger erklärt. So überschätzen Kleinanleger regelmäßig ihre eigene Fähigkeit, Anlageprodukte richtig zu bewerten („*overoptimism*“), und geben sich bei der Informationssuche häufig mit einem nur ausreichenden statt optimalen Wissensstandes zufrieden („*satisficing*“). Dadurch beruht ihre Anlageentscheidung oft auf einer lückenhaften Informationsbasis. Verstärkt wird dieser Effekt durch den sogenannten „*availability bias*“, also die Tendenz, sich bei Entscheidungen unter Unsicherheit vor allem auf leicht verfügbare, auffällige oder besonders einprägsame Informationen zu stützen.⁶⁵

1.3.4 Gamification am Kapitalmarkt

In ihrem Final Report zur Anlagestrategie für Kleinanleger („*Retail Investor Strategy*“)⁶⁶ (siehe dazu genauer Kapitel 3.1) warnt die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde („ESMA“) ausdrücklich vor den Gefahren, die mit der Gamification des Wertpapierhandels, einhergehen, wonach diese etwa zu irrationalem oder spekulativem Handel verleiten können. Wie auch bereits oben in Kapitel 1.1 erwähnt, setzen eine Vielzahl an Neobrokern und Plattformen zum Handel mit Kryptowerten (siehe dazu unten in Kapitel 9) verstärkt auf Elemente der Gamification in der Konzeption ihrer

⁶² VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.06.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABI L 168, 12.

⁶³ Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937, ABI. L 150 vom 31. Mai 2023, S. 2.

⁶⁴ RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II), ABI L 2014/173, 349. RL 2014/65 ABI L 2014/173, 349.

⁶⁵ Zickgraf in Maume, MiCAR-Kommentar Art 7 Rz 3.

⁶⁶ ESMA, Final Report from 29.04.2022 on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection (ESMA35-42-1227), S. 33 ff. Rz 107, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Trading Apps, welches sich in der Implementierung von Anreiz- und Belohnungsmechanismen zeigt.

Gamification Techniken können dabei gezielt als Verhaltensanreiz ausgestaltet sein und Anleger zu bestimmten Transaktionen verleiten („*nudging*“) und Suchtverhalten hervorrufen. Besonders Diskussionen in sozialen Medien können die Effekte der Gamification weiter anheizen, zumal die Nutzer derartiger Trading-Apps zugleich besonders stark in sozialen Netzwerken vertreten sind.⁶⁷

Die ESMA definiert Gamification wie folgt:

*„Gamification techniques add games or game-like competitive elements to non-game contexts such as financial services. Examples of game-like elements are earning of points or badges; keeping score or leader boards; showing performance graphs; by using meaningful stories or avatars to engage users; or introducing teammates to either induce conflict, cooperation, or competition“.*⁶⁸

Gamification entfaltet ihre Wirkung häufig dadurch, dass alltägliche Abläufe spielähnlicher gestaltet werden und mit Mechaniken des Wettbewerbs und der spielerischen Belohnung verknüpft werden. Dabei kommt es in vielen Fällen zur gezielten Einbettung von Wettbewerbselementen in alltägliche Interaktionen, um so das Nutzerverhalten zu beeinflussen. Diese Elemente können so gestaltet sein, dass sie Verhaltensmuster fördern, die sich nur schwer wieder ablegen lassen, indem sie Nutzer an die jeweilige App binden und sie subtil dazu anstoßen, etwa häufiger oder risikoreicher zu handeln. Eine solche Form des Nudging liegt jedoch nicht immer im besten Interesse der Anleger; soweit sie sogar suchtähnliche Verhaltensweisen begünstigen kann, ist sie mit den Interessen der Anleger grundsätzlich unvereinbar. Untersuchungen zum Anlegerverhalten weisen darauf hin, dass die Nutzer von Investment-Apps, die Gamification-Techniken einsetzen, zunehmend jünger werden. So veröffentlichte die britische Finanzaufsicht FCA im März 2021 eine Warnung, wonach junge Anleger zunehmend erhebliche finanzielle Risiken eingehen. Die Untersuchungen der FCA zeigten, dass die jüngeren Nutzer neuer Investment-Apps oftmals aus sozioökonomisch weniger privilegierten Verhältnissen stammen und dass die mit diesen Diensten verbundenen Risiken für diese Anlegergruppen potenziell besonders

⁶⁷ AMF, Retail investors and their activity since the COVID crisis: younger, more numerous and attracted by new market participants, 30.11.2021, abrufbar unter <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/retail-investors-and-their-activity-covid-crisis-younger-more-numerous-and-attracted-new-market> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); dazu auch Sajnovits, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in Korch/Köhler, Schwärme im Recht (2022), 208.

⁶⁸ ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29.4.2022, ESMA35-42-1227, S.41 ff. Rz 134.

gravierende Folgen haben können.⁶⁹ Zudem ergaben Erhebungen der FCA, dass etwa 75 % der jüngeren Investoren, die risikoreiche Produkte handeln, ein starkes Konkurrenzgefühl während ihrer Investitionstätigkeit verspüren.⁷⁰

Nach Ansicht der ESMA muss die Regulierung daher sicherstellen, dass die Anleger vor suchtfördernden Spielelementen, die zu übermäßigem Handel ohne ausreichendes Verständnis der damit verbundenen Risiken führen können, sowie vor dem Druck durch soziale Medien, geschützt werden.⁷¹

2 Medienwandel und Einfluss auf Finanzmärkte

2.1 Informationsverbreitung im digitalen Zeitalter: Vergleich der Rolle traditioneller und sozialer Medien am Finanzmarkt

Mit dem ersten Aufkommen von Massenmedien ging gleichzeitig die Möglichkeit einher, große Massen an Menschen zu beeinflussen und damit die Gefahr für eine Gesellschaft durch (bewusste) einseitige, verzerrte oder gar falsche Informationen getäuscht zu werden. So beschrieb bereits 1995 *Niklas Luhmann* dieses Problem treffend: „*Was wir über unsere Gesellschaft, ja über die Welt, in der wir leben, wissen, wissen wir durch die Massenmedien. (...) Andererseits wissen wir so viel über die Massenmedien, daß wir diesen Quellen nicht trauen können.*“⁷² Obwohl diese Beobachtung fast 30 Jahre zurückliegt und das Verständnis von Massenmedien sich vorrangig auf traditionelle Kommunikationskanäle, wie Bücher, Zeitschriften und Funk, bezog, ist sie präsenter denn je. Mit der Verbreitung des Internets und der Entstehung neuer Medien, insbesondere der sozialen Medien hat sich obenstehende Problematik deutlich verschärft.⁷³ Wir leben in einem Informations- und Internetzeitalter, in dem der Einzelne täglich mit einer Fülle von Informationen und Daten konfrontiert ist. Die flächendeckende Internetnutzung bietet völlig neue Wege und Möglichkeiten zur Manipulation, weswegen es in der Literatur auch als „*every manipulators*

⁶⁹ ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29.4.2022, ESMA35-42-1227, S.41 Rz 135 ff.

⁷⁰ *Financial Conduct Authority* (UK), Young investors driven by competition and hype, 20.10.2021, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/young-investors-driven-competition-hype> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷¹ „*While investors are free to choose their preferred investment style and service, regulation needs to ensure that the investors are protected from addictive gamification and gambling-like techniques which can trigger excessive trading without sufficient understanding of relevant risks and from social media pressure which can unduly influence investment decisions.*“, ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29.4.2022, ESMA35-42-1227, S.33 Rz 107.

⁷² *Luhmann*, Die Realität der Massenmedien (1995) 9; *Leitl-Staudinger* (Hrsg) in *Berka/ Holoubek/ Leitl-Staudinger*, Elektronische Medien im „postfaktischen“ Zeitalter (2019) Bd 16, 9.

⁷³ *Luhmann*, Die Realität der Massenmedien (1995) 9; *Leitl-Staudinger* (Hrsg) in *Berka/ Holoubek/ Leitl-Staudinger*, Elektronische Medien im „postfaktischen“ Zeitalter (2019) Bd 16, 9.

dream“ bezeichnet wird.⁷⁴ Weit über 90 % der Österreicher/innen ab 14 Jahre nutzen das Internet. Durchschnittlich sind die Österreicher dabei 331 Minuten pro Tag online, das entspricht ganzen 5 Stunden und 31 Minuten.⁷⁵ 76 % der Österreicher/innen beziehen ihre Nachrichten über Online-Kanäle im Internet.⁷⁶ Eine zentrale Rolle spielen dabei die sozialen Medien, die die Kommunikation erheblich verändert haben. Sie bieten jedem Nutzer die Möglichkeit, Inhalte binnen Sekunden mit einer unbegrenzten Anzahl an Menschen zu teilen. Influencern, politischen Kampagnen bis hin zu Non-Profit Organisationen gelang es über gezieltes Social-Media-Marketing ihre Bekanntheit zu steigern und eine Reichweite an Followern zu generieren.⁷⁷ Der Aufstieg von Sozialen Medien verändert auch den Kapitalmarkt grundlegend - einerseits im Bereich der Corporate Governance hinsichtlich der gesteigerten Unternehmenstransparenz aber auch in Hinblick auf die Aktionärsdemokratie. Soziale Medien schaffen bessere Kommunikationskanäle und eignen sich daher insbesondere für die Vernetzung von Streubesitzaktionären, wodurch deren Einflusspotential erheblich gesteigert wird.⁷⁸

Die Verbreitung von Informationen über soziale Medien gestaltet sich deutlich einfacher und kostengünstiger als über traditionelle Kommunikationskanäle. Hinzu kommt das Fehlen eines redaktionellen Korrektivs, das im klassischen Mediensystem eine Filter- und Qualitätskontrolle entfaltet. Für Nutzerinnen und Nutzer wird es dadurch erheblich schwieriger, die Vertrauenswürdigkeit der konsumierten Inhalte zu beurteilen. Während traditionelle Medien an journalistische Sorgfaltspflichten, Objektivitätsgebote und medienrechtliche Standards gebunden sind, eröffneten soziale Medien einen Raum nahezu unbegrenzter Freiheit hinsichtlich der Veröffentlichung und Verbreitung von Inhalten. Durch die Möglichkeit, Informationen jeglicher Art ungefiltert, unüberprüft und in Echtzeit zu verbreiten, unabhängig davon, ob es sich um zutreffende Tatsachen, bloße Gerüchte oder Falschinformationen handelt, entstehen neuartige Risiken, die den Regulator vor bislang unbekannte Herausforderungen stellen.⁷⁹ Besonders kritisch sind in diesem

⁷⁴ *Fleischer*, Stock-Spams - Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008 137; *Klöhn* in *Klöhn* (Hrsg), MAR² (2023) Vor Art 12 MAR Rz 15; *Lobnik*, Finanzinformationen in sozialen Medien - ein unterschätztes Haftungsrisiko? ZFR 2022/3 (1), 9.

⁷⁵ *We Are Social/ DataReportal/Meltwater*, Anzahl der Internet- und Social-Media-Nutzer in Österreich im Februar 2025 (in Millionen), (März 2025) in Statista, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/530394/umfrage/internetnutzer-sowie-social-media-nutzer-in-oesterreich/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁶ *Reuters Institute*, Digital News Report 2022, 65, https://reutersinstitute.politics.ox.ac.uk/sites/default/files/2022-06/Digital_News-Report_2022.pdf.

⁷⁷ *Ertin*, Kommunikation, Öffentlichkeit und Recht im Zeitalter von Tweets und Likes: Soziale Medien als Gefahr für unsere Demokratie? Indes 2020/9 (1), 164.

⁷⁸ *Langenbacher/Hasan*, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁷⁹ *Luhmann*, Die Realität der Massenmedien (1995) 9; *Leitl-Staudinger* (Hrsg) in *Berka/ Holoubek/ Leitl-Staudinger*, Elektronische Medien im „postfaktischen“ Zeitalter (2019) Bd 16, 9; *Ertin*, Kommunikation, Öffentlichkeit und Recht im Zeitalter von Tweets und Likes, Indes 2020/9 (1), 164.

Zusammenhang sogenannte *Social Bots* zu bewerten, also automatisierte Programme, die in sozialen Netzwerken menschliches Kommunikationsverhalten imitieren. Ursprünglich häufig im politischen Kontext, etwa im Vorfeld von Wahlkämpfen, eingesetzt, werden sie zunehmend auch in wirtschaftlichen und finanziellen Zusammenhängen relevant. Durch die algorithmisch gesteuerte Verbreitung von Inhalten, Likes oder Kommentaren können sie Wahrnehmungen, Trends und kollektive Stimmungen in erheblichem Maße beeinflussen. Diese Formen automatisierter Kommunikation bergen das Potenzial, Informationsasymmetrien zu vertiefen, Marktstimmungen künstlich zu verstärken und irrationale Anlegerreaktionen hervorzurufen. Mithilfe umfangreicher Datenauswertungen werden individuelle Nutzerprofile erstellt und Zielgruppen präzise adressiert, wodurch nicht nur personalisierte Werbung, sondern auch die gezielte Platzierung manipulativer oder irreführender Informationen möglich wird.⁸⁰ Eine groß angelegte Studie zu Social-Media-Interaktionen, bei der über 100 Millionen Beiträge zu polarisierenden Themen untersucht wurden, hat belegt, dass Plattformen wie Facebook mittels algorithmischer Personalisierung den Newsfeed ihrer Nutzer maßgeblich beeinflussen und zum Entstehen sog. Filterblasen beitragen. Nutzer erhalten demnach bevorzugt Inhalte, die ihre bestehenden Überzeugungen stützen, während widersprechende Perspektiven kaum präsent sind. Die Filterblase entsteht primär durch (Ranking-) Algorithmen und ohne aktive Entscheidungen des Nutzers. Hierfür werden die Daten u. a. aus dem bisherigen Online-Verhalten (Suchverlauf, Likes, Shares usw.) des Nutzers herangezogen, wodurch die Feeds und die Reihenfolge der Informationen angepasst werden. Dies befördert die Entstehung homogener Gruppen, in denen sich gleichgerichtete Ansichten gegenseitig verstärken. Dieses Phänomen wird in der Verhaltenspsychologie mitunter auch als Echokammer bezeichnet, welche die Bildung zusammenhängender, narrativ geschlossener Schwärme massiv befördert.⁸¹

Im Ergebnis kann dadurch die Integrität der Finanzmärkte gefährdet werden, da künstlich erzeugte Dynamiken, etwa durch koordinierte Kursbewegungen oder die massenhafte Verbreitung kursrelevanter Falschinformationen, den Preisbildungsmechanismus verzerren und so den Tatbestand marktmanipulativer Handlungen erfüllen können. Diese Entwicklungen verdeutlichen, dass soziale Medien und algorithmisch gesteuerte Kommunikationsinstrumente nicht nur erhebliche Mobilisierungs- und

⁸⁰ Ertin, Kommunikation, Öffentlichkeit und Recht im Zeitalter von Tweets und Likes: Soziale Medien als Gefahr für unsere Demokratie? Indes 2020/9 (1), 166.

⁸¹ mwN Achleitner, Virale Meinungsbildung und Filterblasen Virale Meinungsbildung und Filterblasen Regulatorische Initiativen der EU – Zur Auswirkung des Digital Services Act auf Schwärme in sozialen Netzwerken in Korch/Köhler, Schwärme im Recht (2022), 42 ff.

Manipulationspotenziale im politischen Raum entfalten, sondern ebenso die Stabilität und Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte berühren.⁸²

Die mit der rasanten Verbreitung von Informationen einhergehende Dynamik, zeigt sich nicht nur im Kontext der in dieser Dissertation im Zentrum stehenden Marktmanipulation, sondern erfasst in zunehmendem Maße auch andere Segmente des Finanzmarktes. Ein prägnantes Beispiel hierfür stellt der Bank Run auf die Silicon Valley Bank im Jahr 2023 dar, der die erhebliche Relevanz digitaler Kommunikationskanäle und Sozialer Medien für die Stabilität des Finanzsystems verdeutlicht. Das Beispiel der Silicon Valley Bank illustriert, wie potenziell destabilisierend sich die Wirkung sozialer Medien im Finanzsektor entfalten kann. Während der größte Bankenzusammenbruch der US-Geschichte, jener der Washington Mutual im Jahr 2008, über mehrere Monate hinweg verlief, kollabierte die Silicon Valley Bank innerhalb von nur zwei Tagen. Ausschlaggebend war dabei nicht allein die interne Risikostruktur der Bank, sondern vor allem die Verstärkungseffekte, die durch soziale Medien und mobile Banking-Technologien hervorgerufen wurden. Über Twitter (nunmehr X) und WhatsApp verbreitete Alarmmeldungen, vielfach von prominenten Unternehmern initiiert, führten zu einer sich viral ausbreitenden Panik, die durch die technische Möglichkeit sofortiger Abhebungen zusätzlich beschleunigt wurde. In der öffentlichen Wahrnehmung wurde dieses Ereignis daher als „*erster Twitter-getriebener Bank Run*“ bezeichnet. Zugleich zeigte sich, dass zahlreiche kursierende Nachrichten irreführend oder unzutreffend waren, wodurch die Debatte um die Gefahren von Fehlinformation und Spekulation in digitalen Kommunikationsräumen neue Dringlichkeit erhielt. Der kalifornische Bankenregulator selbst räumte ein, dass die behördlichen Reaktionen zu langsam erfolgten, um mit der durch Soziale Medien und Online-Banking ausgelösten Geschwindigkeit der Kapitalabflüsse Schritt halten zu können. Das Beispiel zeigt, wie die Verknüpfung von Technik, Informationsflut und psychologische Effekte, wie etwa kollektive Verunsicherung, neue Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems schaffen kann.⁸³

⁸² Ertin, Kommunikation, Öffentlichkeit und Recht im Zeitalter von Tweets und Likes: Soziale Medien als Gefahr für unsere Demokratie? Indes 2020/9(1), 166.

⁸³ Yerushalmy in The Guardian am 16.05.2023, 'The first Twitter-fuelled bank run': how social media compounded SVB's collapse, abrufbar unter: <https://www.theguardian.com/business/2023/mar/16/the-first-twitter-fuelled-bank-run-how-social-media-compounded-svbs-collapse> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Darmiento, California regulator cites social media, digital banking as key factors in Silicon Valley Bank's failure in Los Angeles Times am 08.05.2023, abrufbar unter: <https://www.latimes.com/business/story/2023-05-08/california-regulator-cites-social-media-digital-banking-as-key-factors-in-silicon-valley-banks-failure> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

2025 nutzen rund 7,30 Mio Österreicher Soziale Medien, was rund 80 % der Gesamtbevölkerung darstellt.⁸⁴ Die beiden größten soziale Netzwerke in Österreich sind Facebook und Instagram mit etwa 3,25 Mio Nutzern.⁸⁵ Der durchschnittliche Nutzer verbringt dabei ungefähr 1,5 Stunden täglich auf Sozialen Medien. Soziale Medien sind sohin ein interessantes Instrument für all jene, die in direkten Kontakt und Austausch mit der angestrebten Zielgruppe treten möchten.⁸⁶ Der Kurznachrichtendienst X erfreut sich in den USA einer ähnlich großen Beliebtheit wie Facebook oder Instagram, während in Österreich hingegen nur rund 1,47 Mio Nutzer registriert sind.⁸⁷ Weltweit verzeichnet die App etwa 388 Mio aktive Nutzer.⁸⁸ Ein Großteil der X-User posten nicht selbst, sondern folgen anderen, insbesondere prominenten Usern passiv. Die Follower erhalten dadurch Informationen aus erster Hand. Die Tweets bzw. Postings sind auf 280 Zeichen begrenzt und werden durch Hashtags oder Mentions ergänzt. Besonders Unternehmen können die hohe Reichweite bei Multiplikatoren für die eigene Positionierung nutzen.⁸⁹

Vienna AT ist mit deutlichem Abstand die beliebteste österreichische Marke auf Instagram. Die Instagram-Seite der Stadt Wien zählte Anfang 2024 rund 993.000 Follower. Zu den erfolgreichsten österreichischen Marken auf Instagram zählen weiters Austrian Airlines (363.000 Follower) und visitaustria (530.000 Follower).⁹⁰ Die App zählt zu den ersten Unternehmen, die das sog. Influencer-Marketing für sich genützt haben und damit erfolgreich wurden. Das Influencer-Marketing basiert dabei auf einem sog. Empfehlungsmarketing oder auch *Word-of-Mouth* Marketing. Das Unternehmen bedient sich dabei einer externen Person, eines sog. Influencers, die Unternehmensprodukte oder

⁸⁴ *We Are Social/ DataReportal/ Meltwater*, Anteil der Internetnutzer und der Social-Media-Nutzer an der Gesamtbevölkerung in Österreich im Jahr 2025 in Statista, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/530408/umfrage/internetnutzung-vs-social-media-nutzung-in-oesterreich/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁵ *We Are Social/ DataReportal/ Meltwater*, Soziale Medien nach Nutzerzahl in Österreich im Februar 2025 (in Millionen) in Statista, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/528244/umfrage/anzahl-der-aktiven-nutzer-von-sozialen-netzwerken-in-oesterreich/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁶ *We Are Social/ DataReportal/ Meltwater*, Tägliche Nutzungsdauer verschiedener Medien in Österreich in den Jahren 2023 und 2024 (in Minuten pro Tag) in Statista, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/436464/umfrage/dauer-der-taeglichen-internetnutzung-in-oesterreich/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁷ *We Are Social/ DataReportal/ Meltwater*, Soziale Medien nach Nutzerzahl in Österreich im Februar 2025 (in Millionen) in Statista, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/528244/umfrage/anzahl-der-aktiven-nutzer-von-sozialen-netzwerken-in-oesterreich/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁸ Business of Apps, Anzahl der monatlich aktiven Nutzer von Twitter weltweit in den Jahren 2010 bis 2024 (in Millionen) in Statista, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/318483/umfrage/twitter-nutzerzahlen-weltweit-prognose/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁹ WKO, Social Media erfolgreich nutzen (April 2020), abrufbar unter <https://www.wko.at/oe/digitalisierung/wko-guide-social-media.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁹⁰ Likeometer, Die erfolgreichsten österreichischen Marken auf Instagram nach Anzahl der Follower im Januar 2025 (in 1.000) in Statista, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1139402/umfrage/erfolgreichste-oesterreichische-marken-auf-instagram-nach-followern/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Dienstleistungen online präsentiert und bewirbt. Charakteristisch für Influencer-Marketing ist die oftmalige Vermischung von (bezahlter) Werbung und privater Meinung in Form von regelmäßigen Beiträgen auf einem Online-Kanal.⁹¹ Unter einem „Influencer“ versteht man eine Person, die in einem gewissen Themenbereich Expertise bzw. sozial anerkannte Autorität besitzt und in diesem Zusammenhang Inhalte in unterschiedlichen sozialen Medien teilt und Follower bzw. potentielle Konsumenten in deren Entscheidungen beeinflussen.⁹² Vor allem prominente Influencer mit hoher Popularität können dabei mit ihren Posts eine weit über die anvisierte Zielgruppe hinausgehende Viralität auslösen und so den Bekanntheitsgrad einer Marke oder eines Produkts steigern.⁹³ Die immer weiter zunehmende Beschleunigung des Informationsflusses in sozialen Netzwerken führt dazu, dass Inhalte vermehrt in stark komprimierter und zugespitzter Form verbreitet werden, um maximale Aufmerksamkeit zu generieren. Dies erschwert dem Publikum die notwendige Prüfung und Verifizierung der Informationen erheblich. Hinzu kommt, dass die niedrigen Eintrittsbarrieren des Internets es grundsätzlich jedem Akteur ermöglichen, unabhängig von institutionellen Medienstrukturen und ohne nennenswerten Ressourceneinsatz Informationen und Nachrichten anonym einem weltweiten Publikum zugänglich zu machen. Diese Faktoren begünstigen die massenhafte Verbreitung sogenannter „*Fake News*“, die häufig ohne kritische Auseinandersetzung mit Quelle oder Wahrheitsgehalt rezipiert werden.⁹⁴ Im kapitalmarktrechtlichen Kontext sind derartige Falschinformationen dazu geeignet, erhebliche Fehlanreize für Anlageentscheidungen zu setzen.

In der politischen Diskussion wurden Soziale Medien in der Vergangenheit daher zumal als „rechtsfreier Raum“ oder gar als „Wilder Westen“ bezeichnet, in dem jede Person äußern könne, was sie wolle, ohne rechtliche Konsequenzen fürchten zu müssen.⁹⁵ So trat unter dem Stichwort „*Das Internet dürfe kein rechtsfreier Raum bleiben*“⁹⁶ am 1. Jänner 2021 das „Hass im Netz“-Gesetzespaket in Kraft. Der Behauptung, das Internet sei ein rechtsfreier Raum, kann mE jedoch nicht uneingeschränkt gefolgt werden. Das Problem lag

⁹¹ Anderl/Seling, Social Media – Rechtssicherheit im Unternehmen, *ecolex* 2018, 535 (535); Thaller, ZIIR 2021, 178 (178); Kerbl in Lexis Briefings in lexis360.at, Direkt- und Influencer-Marketing auf Social Media (2025).

⁹² Seeger/Kost, Influencer Marketing² (2020) 35; Kerbl in Lexis Briefings in lexis360.at, Direkt- und Influencer-Marketing auf Social Media (2025).

⁹³ Deges, Definition: Was ist "Influencer-Marketing"? in Gabler Wirtschaftslexikon, abrufbar unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/influencer-marketing-100361> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁹⁴ Ertin, Kommunikation, Öffentlichkeit und Recht im Zeitalter von Tweets und Likes: Soziale Medien als Gefahr für unsere Demokratie? *Indes* 2020/9, 165; Leitl-Staudinger (Hrsg.) in Berka/ Holoubek/ Leitl-Staudinger, Elektronische Medien im „postfaktischen“ Zeitalter (2019) Bd 16, 10.

⁹⁵ Siehe zum Beispiel „(...)The wild wild west days of social media have to come to an end and we went through a series of areas where we gonna need some level of regulation and legislation(...)“, Senator Mark Warner, CNBC Interview am 19.09.2019, <https://www.cnbc.com/video/2019/09/19/sen-mark-warner-wild-west-social-media-days-must-end.html>.

⁹⁶ BMJ: „Mit diesem Maßnahmenpaket wurde klargestellt, dass das Internet kein rechtsfreier Raum ist, sondern auch hier unser Rechtsstaat gilt.“ Siehe: [Hass im Netz - BMJ](#) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

in der Vergangenheit weniger im Fehlen rechtlicher Schranken als vielmehr in der effektiven Rechtsdurchsetzung. Die fragmentierte Rechtslage innerhalb der Europäischen Union sowie das in der E-Commerce-Richtlinie⁹⁷ verankerte Herkunftslandprinzip, wonach Plattformen grundsätzlich nur durch die Behörden ihres Sitzstaates reguliert werden durften⁹⁸, führten insbesondere bei grenzüberschreitenden Sachverhalten zu erheblichen Vollzugsdefiziten.⁹⁹ Schon seit langem wurde daher eine unionsweite Harmonisierung gefordert, die insbesondere die Betreiber von Plattformen stärker in die Pflicht nimmt.¹⁰⁰ Zwar verfügen die meisten Social-Media-Plattformbetreiber über sogenannte *Community Guidelines*, zu deren Einhaltung sich die User verpflichten. Gleichwohl zeigte sich in der Praxis, dass insbesondere Falschinformationen selbst nach mehrfachen Meldungen auf den Plattformen sichtbar blieben. Die Intransparenz der Moderationspolitik wurde daher zunehmend kritisch hinterfragt.¹⁰¹

Internationale Beispiele unterstreichen die Relevanz: So sperrte Twitter den Account von Donald Trump erst nach der Stürmung des US-Kapitols im Januar 2021, obwohl bereits zuvor zahlreiche Verstöße gegen Plattformrichtlinien, etwa durch Gewaltaufrufe oder wiederholte unbelegte Wahlbetrugsvorwürfe, dokumentiert waren.¹⁰² Auch Facebook sah sich 2020 veranlasst, eine der größten QAnon-Gruppierungen zu entfernen, die über die Plattform Verschwörungstheorien verbreitete.¹⁰³ Die im Jahr 2000 verabschiedete E-Commerce-Richtlinie¹⁰⁴ erwies sich damit als nicht mehr zeitgemäß, da sie einer digitalen Realität, in der soziale Medien eine erhebliche politische und ökonomische Bedeutung erlangt haben, nicht mehr gerecht wurde. Entsprechend intensivierte sich die Forderung

⁹⁷ RL (EG) 2000/31 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2000 über bestimmte rechtliche Aspekte der Dienste der Informationsgesellschaft, insbesondere des elektronischen Geschäftsverkehrs, im Binnenmarkt, ABI L 178/1, 1.

⁹⁸ Siehe insb. Art 3 E-Commerce RL 2000/31 ABI L 178/1, 1.

⁹⁹ Feiler/ Grohmann/ Müller, EU-Verordnung verdrängt Österreichs Gesetz gegen Hass im Netz, Der Standard am 21.11.2022, 2022/47/02; Brenn, Die Haftung der Internet-Provider, ÖJZ 2022/129 1025.

¹⁰⁰ Achleitner, Der künftige Digital Services Act der EU: Neue Pflichten und Verantwortlichkeiten für Anbieter digitaler Dienste, ZTR 2021, 1 1.

¹⁰¹ Kettemann, Nach Trump: Internetplattformen in der Pflicht, Die Presse am 01.02.2021, 2021/05/05.

¹⁰² Kettemann, Nach Trump: Internetplattformen in der Pflicht, Die Presse am 01.02.2021, 2021/05/05; Pichler, US-Präsident Trump endgültig von Twitter gesperrt, DerStandard am 09.01.2021, <https://www.derstandard.at/story/2000123160323/us-praesident-trump-endgueltig-von-twitter-gesperrt> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Packard/ Peifer, Expertenstatements: Medienmacht und Verantwortung von Social-Media-Plattformen, Presseinformation Universität zu Köln am 19.01.2021, <https://portal.uni-koeln.de/universitaet/aktuell/presseinformationen/detail/expertenstatements-medienmacht-und-verantwortung-von-social-media-plattformen> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁰³ Menn, Facebook removes one of largest QAnon conspiracy groups after false posts, Reuters am 07.08.2020 <https://www.reuters.com/article/us-facebook-qanon-idUSKCN2530H6> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁰⁴ RL (EG) 31/2000

nach einer grundlegenden Reform und nach einer einheitlichen europäischen Plattformregulierung.¹⁰⁵

Im Jahr 2020 präsentierte die Europäische Kommission schließlich einen Vorschlag für ein neues Regelwerk, das die Rahmenbedingungen für digitale Dienste unionsweit harmonisieren und zugleich internationale Standards setzen sollte. Mit dem seit dem 17. Februar 2024 unmittelbar anwendbaren Digital Services Act (DSA)¹⁰⁶ liegt nun ein umfassender Rechtsakt vor, der unter anderem Social-Media-Plattformen adressiert und diesen weitreichenden Sorgfaltspflichten auferlegt. Neben Verpflichtungen zur Entfernung rechtswidriger Inhalte beinhaltet der DSA, Transparenzanforderungen im Hinblick auf den Einsatz von Algorithmen, die Einrichtung von Beschwerde- und Rechtsbehelfsmechanismen sowie die Möglichkeit zur Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen. Damit etabliert die Europäische Union ein modernes, kohärentes Regulierungsregime, das auf die Herausforderungen des digitalen Kommunikationsraums zugeschnitten ist.¹⁰⁷ (siehe hierzu genauer Kapitel 8)

2.2 Der Einfluss Sozialer Medien auf Finanzmarktbewegungen anhand ausgewählter Fälle aus der Praxis

Dass Marktmanipulation kein Kavaliersdelikt ist und weitreichende Auswirkungen auf die Finanzmärkte und deren Stabilität haben kann, beweist eine Vielzahl jüngster Ereignisse. Seit Ende 2022 läuft vor dem Landgericht München I ein Strafverfahren¹⁰⁸ gegen den ehemaligen Wirecard-CEO Dr. Markus Braun sowie weitere frühere Top-Manager des Unternehmens, in dem die Staatsanwaltschaft München I unter anderem den Vorwurf der vorsätzlichen Marktmanipulation erhebt.¹⁰⁹ Bereits zuvor hatte die BaFin allerdings ein Ermittlungsverfahren nicht gegen Wirecard selbst, sondern gegen Journalisten der *Financial Times* eingeleitet. Diese hatten seit Anfang 2019 in mehreren Artikeln über Unregelmäßigkeiten und mögliche Bilanzmanipulationen bei der Wirecard AG berichtet, die in zeitlichem Zusammenhang mit einem deutlichen Anstieg von Leerverkaufspositionen

¹⁰⁵ Achleitner, Der künftige Digital Services Act der EU: Neue Pflichten und Verantwortlichkeiten für Anbieter digitaler Dienste, ZTR 2021, 1 1.

¹⁰⁶ Verordnung 2022/2065/EU vom 19. Oktober 2022 über einen Binnenmarkt für digitale Dienste und zur Änderung der Richtlinie 2000/31/EG.

¹⁰⁷ Kerbl/Dablander, Social Media und Recht (2025), Lexis Briefings in lexis360.at.

¹⁰⁸ LG München I, Az. 4 Kls 402Js 108194/22.

¹⁰⁹ Ter Haseborg, Die Story vom Milliardenkonzern, WirtschaftsWoche am 08.12.2022, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/unternehmen/dienstleister/marktmanipulation-untreue-bandenbetrug-die-story-vom-milliardenkonzern/28850962.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); BaFin bestätigt Verdacht der Kursmanipulation bei Wirecard, Legal Tribune Online am 26.03.2025, abrufbar unter <https://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/bafin-gutachten-aussage-marktmanipulation-straiprozess-4kls402js10819422-lg-muenchen-i-wirecard> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

stand.¹¹⁰ Infolge der Berichterstattung kam es innerhalb weniger Stunden zu einem Kurssturz der Wirecard-Aktie von über 20 %.¹¹¹ Die Staatsanwaltschaft leitete daraufhin Ermittlungen gegen die verantwortlichen Journalisten wegen des Verdachts der vorsätzlichen Verbreitung falscher Informationen zur Kursbeeinflussung ein.¹¹² Dieses Verfahren wurde jedoch eingestellt, da die Berichterstattung nach den Erkenntnissen der Ermittlungsbehörden im Wesentlichen zutreffend war und sich im Nachhinein die Vorwürfe gegen den Konzern bestätigten.¹¹³ Kurz darauf sah sich das Unternehmen gezwungen, einen Insolvenzantrag zu stellen.¹¹⁴

Vor diesem Hintergrund richtet sich der strafrechtliche Fokus nunmehr auf den ehemaligen Vorstand.¹¹⁵ Die Anklageschrift führt aus, dass die Verantwortlichen durch die Veröffentlichung erheblich geschönter Unternehmenszahlen bei Anlegerinnen und Anlegern gezielt den Eindruck erweckten, die Wirecard AG sei wirtschaftlich erfolgreich und jederzeit zahlungsfähig, bei zutreffender Information der Öffentlichkeit wäre hingegen mit erheblichen Kurseinbrüchen zu rechnen gewesen. Neben dieser gezielten Desinformation wird Braun auch die Nutzung sozialer Medien als Instrument zur Marktbeeinflussung

¹¹⁰ *McCrum/ Palma*, Executive at Wirecard suspected of using forged contracts, Financial Times am 30.01.2019, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/03a5e318-2479-11e9-8ce6-5db4543da632> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *McCrum/Palma*, Wirecard's law firm found evidence of forgery and false accounts, Financial Times am 01.02.2019, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/79f23db0-260d-11e9-8ce6-5db4543da632> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *McCrum/Palma*, Wirecard: inside an accounting scandal, Financial Times am 07.02.2019, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/d51a012e-1d6f-11e9-b126-46fc3ad87c65> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Palma/McCrum*, Police raid Wirecard's Singapore offices, Financial Times am 08.02.2019, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/f6e8a58a-2b93-11e9-88a4-c32129756dd8> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *McCrum*, Wirecard: the timeline, Financial Times am 25.06.2020, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/284fb1ad-ddc0-45df-a075-0709b36868db> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Merwald*, Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art 15, 12 MAR – Eine Einführung, JURA 2022 (2), 188; *Mülbert/Sajnovits*, Short-Seller-Attacken 2.0: der Fall Wirecard, BKR 2019, 314.

¹¹¹ Bafin prüft mögliche Marktmanipulation bei Wirecard in FAZ am 31.01.2019, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/wirecard-bafin-prueft-moegliche-marktmanipulation-nach-kursabsturz-16017591.html?service=printPreview> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Aktienkurs von Wirecard fällt um 13 Prozent in FAZ am 30.01.2019, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/aktienkurs-von-wirecard-faellt-um-13-prozent-16016183.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹¹² *Mülbert/Sajnovits*, Short-Seller-Attacken 2.0: der Fall Wirecard, BKR 2019, 314.

¹¹³ *Holtermann/ Bender*, Staatsanwaltschaft stellt Ermittlungen gegen „FT“-Journalisten zu Wirecard-Berichten ein, Handelsblatt am 03.09.2020.

¹¹⁴ Siehe Pressemitteilung Amtsgericht München zum Insolvenzantrag Wirecard AG am 26.06.2020, abrufbar unter <https://www.justiz.bayern.de/gerichte-und-behoerden/amtsgerichte/muenchen/presse/2020/26.php> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Peitsmeier*, Wirecard stellt Insolvenzantrag, FAZ am 25.06.2020, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/wirecard-ist-pleite-zahlungsdienstleister-stellt-insolvenzantrag-16831752.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Mohr*, Das Anleger-Elend mit Wirecard, FAZ am 20. 08. 2020, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/wirecard-anleger-wollen-wegen-ihrer-verluste-klagen-16913910.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹¹⁵ *Ter Haseborg*, Die Story vom Milliardenkonzern, WirtschaftsWoche am 08.12.2022, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/unternehmen/dienstleister/marktmanipulation-untreue-bandenbetrug-die-story-vom-milliardenkonzern/28850962.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Peitsmeier*, Fünf Verhandlungstage für Markus Braun, FAZ am 05.01.2023, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/wirecard-straftprozess-fuenf-verhandlungstage-fuer-markus-braun-18580533.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

angelastet. So war er über Jahre hinweg insbesondere auf X aktiv und nutzte seinen privaten Account, um die Öffentlichkeit von der vermeintlichen Unrichtigkeit negativer Presseberichte zu überzeugen und Zweifel an den Jahresabschlüssen der Gesellschaft zu zerstreuen. In einem Posting vom Mai 2020 erklärte er: „*Wenn sich der Lärm und der Staub gelegt haben, wird Wirecard immer noch ein Unternehmen sein, das in diesem Jahr eine Milliarde Euro EBITDA erwirtschaftet und zu den am schnellsten wachsenden in seiner Branche gehört.*“¹¹⁶ Nach heutigem Erkenntnisstand handelte es sich bei solchen Äußerungen um irreführende oder unzutreffende Informationen, die darauf abzielten, den Aktienkurs in einer durch die kritische Medienberichterstattung ausgelösten Vertrauenskrise zu stabilisieren bzw. zu stützen.¹¹⁷

Eine Reihe weiterer Beispiele aus der Vergangenheit zeigt auf, dass besonders die Plattform X ein für Marktmanipulation beliebtes und häufig zum Einsatz kommendes soziales Medium ist. Als etwa der amerikanische Investor Carl Icahn mitteilte, dass er umfangreich in Apple investiert und die Aktie für unterbewertet hält¹¹⁸, stieg der Marktwert der Apple-Aktie in kürzester Zeit um über 17 Mrd US-Dollar. Für Aufregung sorgte auch das Posting der aufgrund ihrer hohen Followeranzahl als *Snapchat Queen* bezeichneten Kylie Jenner. In diesem Post fragte der US-Reality-TV Star, ob sie die einzige sei die Snapchat nicht mehr nutze¹¹⁹. Der Post verursachte einen Rückgang der Snapchat-Aktie um beinahe 8 %, dies entspricht etwa 1,7 Milliarden Dollar Börsenwert zu diesem Zeitpunkt.¹²⁰ Besonders bekannt für seine Postings ist der Unternehmer Elon Musk, der medial auch als *König der Manipulationen* bezeichnet wird.¹²¹ Elon Musk folgen auf der Plattform X rund 226,2 Mio Follower.¹²² Nach einem Post im Jahr 2018, indem er eine Privatisierung von Tesla in den Raum gestellt und zudem behauptet hat, dass die Finanzierung bereits

¹¹⁶ Das [Twitter-Profil](#) von Dr. Markus Braun ist nicht mehr abrufbar, das Zitat ist daher den folgenden Quellen entnommen: Möllers/Schauer, Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021, 1333; Barck, Wirecard: „Wenn sich der Lärm und der Staub gelegt haben“..., 4investors am 18.05.2020, <https://www.4investors.de/nachrichten/boerse.php?sektion=stock&ID=142804> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Theurer, Pleite, Pannen und Versager, FAZ am 28.06.2020, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/wirecard-skandal-legt-schwaechen-der-finanzaufsicht-offen-16835598.html#voidb> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹¹⁷ Merwald, Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art 15, 12 MAR – Eine Einführung, JURA 2022 (2), 188.

¹¹⁸ "We currently have a large position in APPLE. We believe the company to be extremely undervalued. Spoke to Tim Cook today. More to come." (Tweet von Carl Icahn vom 13. 8. 2013, https://twitter.com/Carl_C_Icahn).

¹¹⁹ "Sooo does anyone else not open Snapchat anymore? Or is it just me ... ugh this is so sad." (Tweet von Kylie Jenner vom 21. 2. 2018, <https://twitter.com/KylieJenner>).

¹²⁰ Ein Tweet, der 1,7 Milliarden Dollar kostet, FAZ am 23.02.2018, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/snapchat-tweet-von-kylie-jenner-bringt-aktie-zum-absturz-15463825.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Fida/Pusch, Marktmanipulation per Twitter? Aufsichtsrataktuell 2019 (5) 17.

¹²¹ Nagel, Tesla-Chef Musk ist König der Manipulation und wird dafür gefeiert - warum?, Focus Online am 09.08.2018, https://www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/ankuendigung-per-twitter-tesla-chef-musk-ist-koenig-der-manipulation-und-wird-dafuer-gefeiert-warum_id_9387251.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹²² https://x.com/elonmusk?ref_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

gesichert sei¹²³, ist die Aktie daraufhin in die Höhe geschossen, sodass diese sogar zeitweise vom Handel ausgesetzt werden musste.¹²⁴ Die SEC leitete auf diesen Post ein Verfahren gegen Elon Musk ein, das mit einem Vergleich beendet wurde. In diesem verpflichtete sich Musk seinen Vorsitz im Verwaltungsrat zurückzulegen, seine potentiell kursrelevanten Postings künftig von Tesla genehmigen zu lassen sowie eine Geldstrafe in Höhe von 20 Mio US-Dollar zu bezahlen. Auch Tesla musste aufgrund unterlassener Kontrollmaßnahmen eine Geldstrafe in Höhe von 20 Mio US-Dollar bezahlen.¹²⁵ 2021 wurde Musk von einem Tesla-Aktionär auf Schadenersatz geklagt, der ihm vorwarf gegen die Vorgaben des 2018 geschlossenen Vergleichs mit der SEC zu verstoßen. Die „erratischen“ Postings des Unternehmers hätten bei den Aktionären Verluste in Milliardenhöhe verursacht. Der Kläger führte dabei mehrere Posts als Beispiel an, darunter auch einen Post vom 1. Mai, in dem Musk angab die Tesla-Aktie sei zu hoch bewertet¹²⁶, was zu einem Einbruch des Marktwertes von Tesla um mehr als 13 Milliarden Dollar führte.¹²⁷ Das Verfahren endete im Februar 2023, die Sammelklage scheiterte.¹²⁸

Ein Beispiel aus 2021 zeigt, dass bereits deutlich banalere Postings des Unternehmers zu Kursschwankungen führen können. Mit den Worten „Use Signal“¹²⁹ verursachte er einen massiven Kursanstieg der Signal Advance Inc., einem Unternehmen für Medizingeräte. Gemeint war allerdings der Instant Messenger Dienst Signal, den die Investoren mit o.a. Unternehmen verwechselten und das in keinem Zusammenhang mit der Signal Advance Inc. steht.¹³⁰ Im Mai 2022 wurde in Zusammenhang mit der Twitter-Übernahme durch Elon Musk eine Sammelklage der Twitter-Aktionäre gegen den Unternehmer wegen Marktmanipulation eingereicht. Ihm wurde vorgeworfen den Aktienkurs von Twitter durch den Zeitpunkt und Inhalt seiner Aussagen gezielt beeinflusst zu haben, indem er Zweifel an

¹²³ "Am considering taking Tesla private at \$420. Funding secured." (Tweet von Elon Musk vom 7. 8. 2018, <https://twitter.com/elonmusk>).

¹²⁴ Gelles/Stewart/Silver-Greenberg/Kelly, The New York Times am 16.08.2018, Elon Musk Details 'Excruciating' Personal Toll of Tesla Turmoil, abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2018/08/16/business/elon-musk-interview-tesla.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Möllers/Schauer, Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021 1333.

¹²⁵ Musk verteidigt seine umstrittenen Tweets, Welt online am 24.01.2023, <https://www.welt.de/wirtschaft/article243389767/Prozess-wegen-Marktmanipulation-Musk-verteidigt-umstrittene-Tweets.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹²⁶ "Tesla stock price is too high imo" (Tweet von Elon Musk vom 01.05.2020, <https://twitter.com/elonmusk/status/1256239815256797184?lang=en>).

¹²⁷ Stempel, Tesla investor sues Musk, claims tweets violate SEC settlement, Reuters online am 12.03.2021, <https://www.reuters.com/article/us-tesla-sec-idUSKBN2B42DN> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹²⁸ Tesla-Anleger scheitern mit Sammelklage gegen Musk, WirtschaftsWoche am 04.02.2023, <https://www.wiwo.de/finanzen/steuern-recht/gericht-tesla-anleger-scheitern-mit-sammelklage-gegen-musk-/28963794.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Clayton, Elon Musk found not guilty of fraud over Tesla tweet, BBC online am 04.02.2023, <https://www.bbc.com/news/world-us-canada-64520157> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹²⁹ "Use Signal" (Tweet von Elon Musk vom 07.01.2021, [Elon Musk auf Twitter: „Use Signal“ / Twitter](https://twitter.com/elonmusk/status/1318888888888888888)).

¹³⁰ Wittenstein, Elon Musk tweeted 'Use Signal.' Investors plowed into the wrong one, BNN Bloomberg online am 11.01.2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-11/musk-sowed-ticker-confusion-sends-medical-device-maker-up-5-100> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

der Übernahme geweckt hat, um den Aktienkurs nach unten zu treiben und damit entweder die Transaktion platzen zu lassen oder eine neuerliche Preisverhandlung zu erreichen.¹³¹ Der Einfluss des Unternehmers zeigt sich vor allem auf den Markt für Kryptowerte deutlich, wo seine Tweets wiederholt binnen weniger Augenblicke erhebliche Kursausschläge ausgelöst haben. Durch das Posting eines Fotos seines Hundes, ein Shiba Inu mit dem Namen „Floki“, und der dazugehörigen Bildunterschrift „*Floki has arrived*“¹³², löste Elon Musk binnen eines Tages erhebliche Kursbewegungen aus. So verzeichneten die Kryptowerte *Floki Inu* einen Anstieg um 19 %, *Floki Shiba* um 143 % sowie *Super Floki* um 132 %.¹³³ Nachdem Musk im Jänner 2021 seiner Profilbeschreibung #bitcoin hinzugefügt hat, stieg der Kurs von Bitcoin in kürzester Zeit um 20 %.¹³⁴ Auch zum Kryptowert Dodge Coin tätigte Musk in der Vergangenheit einige Aussagen, die sich auf dessen Kurswert auswirkten. Mit dem Tweet „*The Dogefather SNL May 8*“¹³⁵ kündigte er seinen Followern an, bei der in den USA beliebten Fernsehshow Saturday Night Live („*SNL*“) aufzutreten. Kurz nach Veröffentlichung des Posts stieg der Kurswert um fast 18 %.¹³⁶ In der Show bezeichnete Musk Dodge Coin dann scherzhaft als Abzocke („*Hustle*“)¹³⁷, wodurch der Dodge Coin Kurs nach seinem Auftritt um rund 28 % abstürzte.¹³⁸ Im Juni 2022 wurden Musk, SpaceX und Tesla¹³⁹ von einem Dodge Coin-Investor auf 258 Milliarden US-Dollar geklagt. Musk wird vorgeworfen den Preis von Dodge Coin gezielt im Rahmen eines

¹³¹ Aktionärsklage gegen Musk, FAZ online am 27.05.2022, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/klage-gegen-elon-musk-und-twitter-wegen-marktmanipulation-18063019.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³² „*Floki has arrived*“ (Tweet von Elon Musk am 13.09.2021, [Elon Musk auf Twitter: „Floki has arrived https://t.co/2MiUKb91FT“ / Twitter](https://t.co/2MiUKb91FT)).

¹³³ Frohn, „Floki has arrived“: Wie Elon Musk die Krypto-Szene beeinflusst, WirtschaftsWoche am 15.09.2021, <https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/digitalwaehrungen-floki-has-arrived-wie-elon-musk-die-krypto-szene-beeinflusst/27284766.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³⁴ Browne, Bitcoin spikes 20% after Elon Musk adds #bitcoin to his Twitter bio, CNBC am 29.01.2021, <https://www.cnn.com/2021/01/29/bitcoin-spikes-20percent-after-elon-musk-adds-bitcoin-to-his-twitter-bio.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³⁵ „*The Dogefather SNL May 8*“ (Tweet von Elon Musk am 28.04.2021, https://twitter.com/elonmusk/status/1387290679794089986?ref_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetembed%7Ctwterm%5E1387291082564714498%7Ctwgr%5E9a3e31aa6604eed0df31ec04adc4f47396f2cbcb%7Ctwcon%5Es2_&ref_url=https%3A%2F%2Fwww.faz.net%2Faktuell%2Ffinanzen%2Fdigital-bezahlen%2Felon-musk-dogecoin-froehliche-krypto-manipulationen-17315933.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³⁶ Hock, Elon Musk treibt den Dogecoin, FAZ online am 28.04.2021, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/digital-bezahlen/elon-musk-dogecoin-froehliche-krypto-manipulationen-17315933.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³⁷ „*what is dogecoin*“, Musk replied, „*It's the future of currency. It's an unstoppable financial vehicle that's going to take over the world.*“ „*So, it's a hustle?*“, Musk replied, „*Yeah, it's a hustle.*“ Siehe: Washington Post am 09.05.2021, <https://www.youtube.com/watch?v=lqec-MpRx08> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³⁸ Bentley/ Chavez-Dreyfuss, Dogecoin tumbles after Elon Musk calls it a 'hustle' on 'SNL' show, Reuters am 07.05.2021, <https://www.reuters.com/technology/dogecoin-spotlight-cryptocurrency-backer-musk-makes-snl-appearance-2021-05-07/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Sigalos, Dogecoin plunges nearly 30% during Elon Musk's SNL appearance, CNBC am 09.05.2021, <https://www.cnn.com/2021/05/08/dogecoin-price-plummets-as-elon-musk-hosts-saturday-night-live.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Dogecoin stürzt nach Elon Musks "Saturday Night Live"-Auftritt ab, DerStandard online am 09.05.2021, <https://www.derstandard.de/story/2000126505246/dogecoin-stuerzt-nach-elon-musks-saturday-night-live-auftritt-ab> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹³⁹ Elon Musk ist CEO von Tesla Inc. und SpaceX.

illegalen Krypto-Schneeballsystems manipuliert zu haben.¹⁴⁰ Unter anderem via X habe er laut den Klägern so den Preis innerhalb von 2 Jahren absichtlich um mehr als 36.000 % in die Höhe getrieben, um ihn dann wieder fallen zu lassen. Er habe seinen Status als reichster Mann der Welt ausgenützt, um damit das Dodge Coin-Pyramidensystem zu betreiben, die Preise zu manipulieren und daraus Profit zu schlagen. Dadurch seien auf Kosten anderer Doge Coin-Investoren Gewinne in Milliardenhöhe erzielt worden, obwohl Musk wusste, dass der Kryptowert keinen intrinsischen Wert besaß. Musk hingegen bezeichnete die Tweets als harmlos und albern. So seien Tweets, wie „*no highs, no lows, only Doge*“¹⁴¹ zu vage und unkonkret, um einen tatsächlichen Manipulationstatbestand anzunehmen.¹⁴² Anfang April 2023 änderte (damals noch) Twitter sein weltweit bekanntes Logo (blauer Vogel) und ersetzte es mit dem Bild eines Shiba Inu's, welcher auch das Symbol für Dodge Coin ist. Daraufhin setzte Musk den Tweet ab „*As promised*“, womit er auf einen älteren Tweet eines Fans reagierte, in dessen Post er den Unternehmer dazu aufforderte Twitter zu kaufen und das Logo mit jenem des Dodge Coin Symbols zu ersetzen.¹⁴³ Dodge Coins Kurswert stieg kurz darauf um 30 %¹⁴⁴ (zur Marktmanipulation mit Kryptowerten siehe Kapitel 9).

Derartige Vorkommnisse am Kapitalmarkt bzw. am Markt für Kryptowerte verdeutlichen, dass Kursbewegungen von erheblichem Ausmaß regelmäßig zu einem massiven Vertrauensverlust seitens der Anlegerinnen und Anleger führen. Insbesondere Kleinanleger neigen in der Folge dazu, den Kapitalmarkt zu meiden, was bestehende Skepsis und Unsicherheiten zusätzlich verstärkt. Dies wiegt im österreichischen Kontext besonders schwer, da im internationalen Vergleich ohnehin schon eine geringe Beteiligung am

¹⁴⁰ *Stempel*, Elon Musk sued for \$258 billion over alleged Dogecoin pyramid scheme, Reuters am 17.06.2022, <https://www.reuters.com/legal/transactional/elon-musk-sued-258-billion-over-alleged-dogecoin-pyramid-scheme-2022-06-16/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Bushard*, Elon Musk, SpaceX And Tesla Sued For \$258 Billion In Alleged Dogecoin 'Pyramid Scheme', Forbes online am 16.06.2022, <https://www.forbes.com/sites/brianbushard/2022/06/16/elon-musk-spacex-and-tesla-sued-for-258-billion-in-alleged-dogecoin-pyramid-scheme/?sh=18998ea981fd> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Dogecoin statt Twitter-Logo: Elon Musk verhilft Kryptowährung zu riesigem Kurssprung, Tagesspiegel online am 04.04.2023, <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/finanzen/hundegesicht-auf-der-startseite-twitter-logo-durch-symbol-von-umstrittener-digitalwahrung-ersetzt-9610121.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Milliardenklage gegen Musk wegen Kryptowährung Dogecoin ausgeweitet, DerStandard online am 07.09.2022, <https://www.derstandard.de/story/2000138906211/milliardenklage-gegen-musk-wegen-kryptowaehrung-dogecoin-ausgeweitet> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁴¹ „*no highs, no lows, only Doge*“ (Tweet von Elon Musk am 04.02.2021, <https://twitter.com/elonmusk/status/1357244295091208193?lang=en>) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁴² *Stempel*, Elon Musk seeks to end \$258 billion Dogecoin lawsuit, Reuters am 03.04.2023, <https://www.reuters.com/legal/elon-musk-seeks-end-258-billion-dogecoin-lawsuit-2023-04-01/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁴³ „*As promised*“ (Tweet von Elon Musk am 03.04.2023, [Elon Musk auf Twitter: „As promised https://t.co/Jc1TnAqxAV“ / Twitter](https://t.co/Jc1TnAqxAV)) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁴⁴ *Morrow*, Dogecoin jumps after Elon Musk replaces Twitter bird with Shiba Inu, CNN Business am 03.04.2023, [Dogecoin jumps after Elon Musk replaces Twitter bird with Shiba Inu | CNN Business](https://www.cnn.com/2023/04/03/tech/dogecoin-jumps-after-elon-musk-replaces-twitter-bird-with-shiba-inu/index.html) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Goswami/ Kolodny*, Dogecoin jumps more than 30% after Musk changes Twitter logo to image of shiba inu, [Dogecoin jumps more than 30% after Musk changes Twitter logo to shiba inu, https://www.cnbc.com/2023/04/03/dogecoin-jumps-more-than-30-after-musk-changes-twitter-logo-to-shiba-inu.html](https://www.cnbc.com/2023/04/03/dogecoin-jumps-more-than-30-after-musk-changes-twitter-logo-to-shiba-inu.html) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Kapitalmarkt herrscht.¹⁴⁵ Vor diesem Hintergrund erscheint ein straffes konsequent ausgestaltetes Marktmissbrauchsregime, das marktmanipulative Praktiken effektiv verfolgt und sanktioniert, als wesentlicher Faktor für die Attraktivität und Vertrauenswürdigkeit des Kapitalmarkts aus Sicht der Anleger.

¹⁴⁵ *Führer*, Fehlende Finanzmarkt-Kultur kostet Österreicher Milliarden in DerStandard am 06.05.2024, abrufbar unter <https://www.derstandard.at/story/3000000215029/fehlende-finanzmarkt-kultur-kostet-oesterreicher-milliarden> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Lejsek* Kapitalmarktwissen schafft Wohlstand in KURIER am 23.08.2021, abrufbar unter <https://kurier.at/cm/bmf/kapitalmarktwissen-schafft-wohlstand/401475562> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

II. Marktmissbrauchsrecht im Überblick

3 Die Marktmissbrauchsverordnung und ihr Regelungssystem

3.1 Unionsrechtliche Grundlagen und historische Entwicklung

Kapitalmarktrechtlichen Regulierungen liegen zwei wesentliche Zielsetzungen zugrunde: die Sicherung der Funktionsfähigkeit der Märkte und der Schutz der individuellen Marktteilnehmer.¹⁴⁶ Ein integrierter, effizienter und transparenter Finanzmarkt setzt Marktintegrität voraus. Das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte sind Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Im Hinblick auf einen gemeinsamen funktionierenden Binnenmarkt verabschiedete der europäische Gesetzgeber in den letzten Jahrzehnten eine Vielzahl an Bestimmungen zur Angleichung und Harmonisierung des Kapitalmarktrechts, wobei insbesondere die Systemstabilität und der Anlegerschutz im Zentrum standen.¹⁴⁷ Vor diesem Hintergrund kam es zur Überarbeitung sämtlicher relevanten europäischen Richtlinien und Verordnungen mit dem Bestreben ein einheitliches europäisches Regelwerk („*Single European Rulebook*“) zu schaffen. Dieses ambitionierte Regulierungsbestreben wurde in der Literatur u.a. auch kritisch als „Regulierungssunami“ bezeichnet.¹⁴⁸ Herzstück des geltenden europäischen Wertpapieraufsichtsrechts bilden die Markets in Financial Instruments Directive II¹⁴⁹ und Regulation¹⁵⁰ (MiFID II / MiFIR). Mit der Vorgängerbestimmung, der MiFID I¹⁵¹ wurde 2004 ein zentraler Grundstein der europäischen Finanzmarktregulierung geschaffen, der in der Literatur als „Kapitalmarktverfassung“ der EU bezeichnet wird.¹⁵² Ergänzend zur MiFID wurden auf

¹⁴⁶ Thaler, Sanktionen bei Marktmissbrauch (2014), 11.

¹⁴⁷ Jörg/Hungerbühler, Die Kapitalmarktunion: Ein Paradigmenwechsel in der EU soll Wachstum bringen, Die Volkswirtschaft am 24.02.2016, <https://dievolkswirtschaft.ch/de/2016/02/joerg-03-2016/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁴⁸ Mülbert, Regulierungssunami im europäischen Kapitalmarktrecht, ZHR (2012) Bd 176, 369; Schmolke in Klöhn, MAR (2018) Vor Art 12 MAR Rz 43.

¹⁴⁹ RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II), ABI L 2014/173, 349. RL 2014/65 ABI L 2014/173, 349.

¹⁵⁰ VO (EU) 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR), ABI L 2014/173, 84. 4

¹⁵¹ MiFID I 2004/39 ABI L 2004/145, 1.

¹⁵² Granner, Aktuelle Entwicklungen und Strukturprobleme der europäischen Finanzaufsicht: MiFID II, SPRW 2012 KMR A, 1; Grundner, Von der MiFID I zur MiFID II: Veränderungen im europäischen Finanzmarktrecht (2016), 237.

Level 2 eine Durchführungsrichtlinie¹⁵³ und eine Durchführungsverordnung¹⁵⁴ erlassen, die detaillierte Vorgaben für Wertpapierfirmen enthielten. Parallel dazu erfolgte mit der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 (MAD 2003)¹⁵⁵ erstmals eine umfassende Regulierung marktmissbräuchlicher Praktiken zur Sicherung der Marktintegrität, ein Anliegen, das im Kontext des Vertrags von Lissabon als politisches Ziel definiert wurde.¹⁵⁶

Das Bank- und Kapitalmarktrecht setzte in dieser Phase stark auf das Informationsmodell: Anleger sollten durch umfassende Aufklärungspflichten in die Lage versetzt werden, ihre Investitionsentscheidungen selbstbestimmt zu treffen. Die Praxis zeigte jedoch bald die Grenzen dieses Ansatzes. Systematische Rationalitätsdefizite wie Gier, Selbstüberschätzung oder die begrenzte Aufnahmefähigkeit von Informationen unterminierten die Wirksamkeit des Modells, sodass in der Literatur zunehmend vom „Scheitern des Informationsmodells in der Realität“ die Rede war. Vor diesem Hintergrund erfolgte die Überarbeitung der Richtlinie in Form der MiFID II¹⁵⁷ und der flankierenden Verordnung MiFIR, die deutlich strengere Anlegerschutzbestimmungen vorsahen.¹⁵⁸ Die MiFID II trat am 3. Juli 2014 in Kraft und ersetzte die MiFID I. Sie reagierte auf den technologischen Wandel, die zunehmende Marktkomplexität und die Erfahrungen aus der Finanzkrise.¹⁵⁹ Anstelle der Durchführungsverordnung und -richtlinie wurde eine unmittelbar anwendbare Verordnung, die MiFIR¹⁶⁰, geschaffen, um die MiFID II¹⁶¹ zu ergänzen, wodurch die Durchführungsrechtsakte mit der Einsetzung der neuen Bestimmungen ebenfalls außer Kraft traten. Die EU-Mitgliedstaaten mussten die Richtlinie bis zum 03.01.2018 umsetzen. In Österreich wurde dies mit der Schaffung des Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018)¹⁶² erreicht. Ziel der Reform war es, durch einheitliche Zulassungsanforderungen, Wohlverhaltensregeln für Wertpapierfirmen sowie harmonisierte Vorgaben für geregelte Märkte und Aufsichtsbehörden ein hohes Schutzniveau für Anleger zu gewährleisten und zugleich faire, transparente und integrierte

¹⁵³ RL 2006/73/EG der Kommission vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABI L 2006/241, 26.

¹⁵⁴ VO (EG) 1287/2006 der Kommission vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABI L 2006/241, 1.

¹⁵⁵ RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABI L 2003/96, 16.

¹⁵⁶ Grundner, Von der MiFID I zur MiFID II: Veränderungen im europäischen Finanzmarktrecht (2016), 237.

¹⁵⁷ MiFID II 2014/65 ABI L 2014/173, 349.

¹⁵⁸ Wilfinger, Verbraucherschutz durch Kapitalmarktaufsicht (2020), 3.

¹⁵⁹ ErwGr 3 RL 2014/65, ABI L 2014/173, 1; ErwGr 4 RL 2014/65, ABI L 2014/173, 1.

¹⁶⁰ VO 600/2014 ABI L 2014/173, 84.

¹⁶¹ RL 2014/65 ABI L 2014/173, 349.

¹⁶² Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 BGBl. I Nr.107/2017.

Märkte zu fördern.¹⁶³ Aufgrund der engen Verzahnung mit dem Marktmissbrauchsrecht wurde die Reformierung dieses Rechtsbereichs eng mit der MiFID II abgestimmt.¹⁶⁴ Die MiFID II gibt den Rahmen für den sachlichen Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsregulierung vor, an mehreren Stellen im Gesetzestext befinden sich Verweise auf das Regelwerk.¹⁶⁵

Die Globalisierung wirkt sich besonders auf dem Kapitalmarkt aus, Handelstätigkeiten erfolgen zunehmend über nationale Grenzen hinaus. In der Marktrealität entwickeln sich die Kapitalmärkte der einzelnen europäischen Mitgliedstaaten hin zu einem gemeinsamen europäischen Kapitalmarkt.¹⁶⁶ Darüber hinaus zeigt auch die internationale Marktentwicklung eine Steigerung grenzüberschreitender Investitionen und Kapitalflüsse. In diesem Kontext legte die EU-Kommission 2014 mit der sog. Investitionsoffensive ein Maßnahmenpaket vor, das zwar keine regulatorischen Vorschläge enthielt, jedoch die Wettbewerbsfähigkeit der EU stärken und den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle neben der traditionell dominierenden Bankkreditfinanzierung ausbauen sollte. Ziel war die Entwicklung eines funktionierenden Kapitalbinnenmarkts nach US-amerikanischem Vorbild, um Eigenkapital- und Anleihemärkte zu fördern, Kapital zu mobilisieren und Risiken breiter zu streuen. Die Kapitalmarktunion wurde damit, neben der Bankenunion, zu einem zentralen Projekt der europäischen Finanzmarktpolitik.¹⁶⁷ Trotz erheblicher Wachstumsfortschritte der EU-Kapitalmärkte in den vergangenen Jahren - seit 2014 nahezu 50 % im Verhältnis zum BIP - besteht immer noch ein beachtliches Entwicklungsdefizit.¹⁶⁸

Vor diesem Hintergrund präsentierte die Kommission im September 2020 einen neuen Aktionsplan (2020–2024), der unter anderem das Vertrauen von Kleinanlegern in die Kapitalmärkte stärken soll.¹⁶⁹ Eine der darin verankerten Maßnahmen zielt darauf ab, das Vertrauen von Kleinanlegern in die Kapitalmärkte zu stärken. Im Einklang mit diesem Ziel veröffentlichte die Kommission am 24. Mai 2023 ihre Anlagestrategie für Kleinanleger („*Retail Investor Strategy*“), die angesichts der zunehmenden Digitalisierung insbesondere

¹⁶³ Granner, Aktuelle Entwicklungen und Strukturprobleme der europäischen Finanzaufsicht: MiFID II, SPRW 2012 KMR A, 1; Derleder/ Knops/ Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht³ (2017) Bd 2, 214.

¹⁶⁴ Grundner, Von der MiFID I zur MiFID II: Veränderungen im europäischen Finanzmarktrecht (2016), 237.

¹⁶⁵ Art 3 Abs 1 Z 1 VO 596/2014 ABI L 2014/173, 1.

¹⁶⁶ Thaler, Sanktionen bei Marktmissbrauch (2014), 7; ErwGr 26 RL 2014/57/EU ABI L 2014/173, 179.

¹⁶⁷ Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion COM/2015/0468 final, EUR-Lex - 52015DC0468 - EN - EUR-Lex (europa.eu); <https://dievolkswirtschaft.ch/de/2016/02/joerg-03-2016/>.

¹⁶⁸ <https://www.consilium.europa.eu/de/policies/capital-markets-union-explained/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁶⁹ Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan vom 24.09.2020, COM(2020) 590 final, abrufbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

auf das Phänomen des Social-Media-Marketings und den Einfluss von Influencern reagiert. Die Strategie sieht strengere Anforderungen an Werbeinhalte, eine erweiterte Haftung der Wertpapierfirmen für in ihrem Namen erfolgreiches Marketing, auch durch Dritte, sowie erweiterte Aufzeichnungs- und Dokumentationspflichten vor. Damit wird ein regulatorischer Rahmen geschaffen, der den Verbraucherschutz im digitalen Umfeld stärken und das Vertrauen in die Kapitalmärkte langfristig sichern soll.¹⁷⁰

3.2 Systematik und Regelungsziele der MAR

Eine wichtige Reform im Zuge der Vorbereitungen des ersten Aktionsplanes zur Schaffung einer Kapitalmarktunion¹⁷¹ im Jahr 2015 war es eine einheitlich anwendbare Regulierung zur Verhinderung von Marktmissbrauch zu schaffen.¹⁷² Bereits 2003 wurde mit der MAD 2003¹⁷³ auf EG-Ebene erstmals ein umfassender europäischer Rahmen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch etabliert. Die MAD 2003 folgte auf die Insider-RL 1989¹⁷⁴, welche der erste europäische Rechtsakt war, der verbindliche Mindeststandards zur Unterbindung von Marktmissbrauch formulierte. Die Regelung war allerdings nur rudimentär und enthielt nur ein Insider- und kein Marktmanipulationsverbot. Der Bekämpfung von Marktmanipulation wurde mit der MAD 2003 sohin erstmals der gleiche Stellenwert wie der Unterbindung von Insidermissbräuchen eingeräumt und beide Delikte unter dem Übergriff Marktmissbrauch zusammengefasst.¹⁷⁵ Die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte und die Entstehung neuer Handelsplattformen und -Technologien, schufen seither allerdings neue Möglichkeiten die Märkte zu manipulieren. Ziel der Überarbeitung der Rechtsvorschriften war es mit den Marktentwicklungen Schritt zu halten und die Regelungen an die neue Marktrealität anzupassen. Durch die damals

¹⁷⁰ *Europäische Kommission*, Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan vom 24.09.2020, COM(2020) 590 final, abrufbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-8-building-retail-investors-trust-capital-markets_en?prefLang=de&trans=de (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁷¹ Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion COM/2015/0468 final, *EUR-Lex - 52015DC0468 - EN - EUR-Lex (europa.eu)* (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁷² *Bundesministerium der Finanzen* (Deutschland), Der Aufbau der europäischen Kapitalmarktunion in Monatsbericht des BMF von August 2019, abrufbar unter <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2019/08/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-1-aufbau-der-europaeischen-kapitalmarktunion.pdf.pdf?blob=publicationFile&v=1> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Bundesministerium für Finanzen* (Österreich), Kapitalmarktunion, abrufbar unter <https://www.bmf.gv.at/themen/finanzmarkt/finanzmaerkte-kapitalmaerkte-eu/kapitalmarktunion.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Europäische Kommission*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM (2015) 63 final, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=DE> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

¹⁷³ RL 2003/6/EG ABI L 2003/96, 16.

¹⁷⁴ RL 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABI. L 334, 30–32.

¹⁷⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22, Rz 1.

bestehende Regulierung kam es vermehrt zu Fällen einer Aufsichtsarbitrage zwischen verschiedenen Mitgliedsstaaten.¹⁷⁶ Hinzu kam, dass die Richtlinie keine Verpflichtung zur Einführung kriminalstrafrechtlicher Sanktionen erhielt, weil der Union im Bereich des Strafrechts keine Kompetenz im Rahmen der ersten Säule zukommt. Daraus entstand in der Praxis das Problem, dass sich die Rechtslage in den einzelnen Mitgliedsstaaten unterschied, da einige gerichtliche Straftatbestände einführten, während andere ausschließlich Verwaltungssanktionen vorsahen.¹⁷⁷ So sah der österreichische Gesetzgeber beim Insiderhandel eine Kriminalstrafe vor und beim Delikt der Marktmanipulation hingegen nur Verwaltungsstrafen vor.¹⁷⁸

Ziel des Unionsgesetzgebers war es, diesen Zustand zu beseitigen und eine Vollharmonisierung zu erreichen. Mit der MAR¹⁷⁹ wurde die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003¹⁸⁰ aufgehoben und durch deutlich schärfere Bestimmungen ersetzt, die vor allem Rechtssicherheit herstellen und Rechtslücken schließen sollte.¹⁸¹ Mangels einer unionsrechtlichen Zuständigkeit im Bereich der justizstrafrechtlichen Normgebung stand dem europäischen Gesetzgeber zur Angleichung der strafrechtlichen Vorschriften lediglich das Instrument der Richtlinie zur Verfügung. Die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CSMAD)¹⁸² beruht auf Art 83 Abs 2 AEUV. Demnach kann der europäische Gesetzgeber das Strafrecht der Mitgliedstaaten auf Gebieten angleichen, auf denen bereits Harmonisierungsmaßnahmen erfolgt sind, sofern dies unerlässlich für die wirksame Durchführung der Politik der EU ist. Zweck der Vorschrift ist sicherzustellen, dass Strafrechtsvorschriften durch Europarecht angeglichen werden können, wenn nur so das Harmonisierungsziel der EU erreicht werden kann.¹⁸³ Die beiden Rechtsakte, die das Kernstück der europäischen Marktmissbrauchsregulierung bilden, traten am 16.06.2016 gemeinsam in Kraft. Regelungsgegenstand der MAR ist gemäß Art 1 die Schaffung eines gemeinsamen Rechtsrahmens zur Verhinderung und Bekämpfung von Marktmissbrauch.¹⁸⁴ Das europäische Marktmissbrauchsrecht wurde, wie auch andere zentrale Akte des Kapitalmarktrechts im Rahmen des sog. Lamfalussy-II-Verfahrens erlassen, das zur zügigen Umsetzung des Financial Services Action Plan (FSAP) von 1999

¹⁷⁶ ErwGr 4 MAR; *Pachinger/Mayr-Riedler*, Verschärfungen im europäischen Kapitalmarktrecht – Das neue Marktmissbrauchsregime, GesRZ 2015, 230.

¹⁷⁷ ErwGr 5 und 7 CSMAD.

¹⁷⁸ *Kert* in *Glaser/Kert (Hrsg)*, Marktmanipulation und Insiderhandel (2017) 8 ff.

¹⁷⁹ Marktmissbrauchsverordnung 596/2014 ABI L 2014/173, 1

¹⁸⁰ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (MAR 2003)

¹⁸¹ ErwGr 4 MAR; *Pachinger/Mayr-Riedler*, Verschärfungen im europäischen Kapitalmarktrecht – Das neue Marktmissbrauchsregime, GesRZ 2015, 230.

¹⁸² RL (EU) 2014/57 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), Abl L 173/179.

¹⁸³ *Klöhn* in *Klöhn*, MAR² (2023) Rz 30 ff.

¹⁸⁴ Art 1 MAR.

geschaffen wurde. Das Verfahren ist vierstufig aufgebaut. Auf Level 1 verabschieden Kommission, Rat und Parlament die grundlegenden Rahmenrechtsakte, die auf den jeweiligen primärrechtlichen Kompetenzgrundlagen beruhen. Auf Level 2 werden die Rahmenrechtsakte durch delegierte und Durchführungsrechtsakte der Kommission sowie durch technische Regulierungs- und Durchführungsstandards (RTS/ITS) konkretisiert. Letztere basieren auf Art 290 bzw. 291 AEUV und können ausschließlich in Form von Verordnungen oder Beschlüssen erlassen werden. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie rein technischer Natur sind, keine politischen Entscheidungen enthalten dürfen und auf Initiative der ESMA erarbeitet werden, die hierzu in den jeweiligen Level-1-Rechtsakten verpflichtet wird. Ziel ist die Schaffung einer einheitlichen und detailgenauen Anwendungspraxis im Sinne des Single European Rulebooks. Auf Level 3 erlässt die ESMA Leitlinien und Empfehlungen nach Art 16 Abs 1 ESMA-VO.¹⁸⁵ Diese stellen zwar keine verbindlichen Rechtsakte iSv Art 288 Abs 5 AEUV dar, ihre faktische Wirkung wird jedoch durch den *Comply-or-Explain-Mechanismus* verstärkt: Nationale Aufsichtsbehörden müssen die Leitlinien anwenden oder gegenüber der ESMA begründen, weshalb sie hiervon abweichen. Ergänzend veröffentlicht die ESMA praxisorientierte „Questions and Answers“ (Q&As), um die einheitliche Auslegung und Anwendung des europäischen Kapitalmarktrechts zu fördern.¹⁸⁶

Der Begriff Marktmissbrauch ist ein Überbegriff und bezeichnet jegliche unregelmäßigen Handlungen an den Finanzmärkten. Er umfasst Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation.¹⁸⁷ Die MAR legt sohin einen unionsweit unmittelbar geltenden gemeinsamen Rechtsrahmen für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation fest und schafft Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch, um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken. Sohin wurden erstmals die Kernmaterien des Kapitalmarktrechts durch unionsweit unmittelbar anwendbares Recht geregelt und ein harmonisierter Rechtsrahmen in Bezug auf Marktmissbrauch geschaffen. Indem den Vorschriften in Bezug auf Marktmissbrauch die Form einer Verordnung gegeben wird, ist deren unmittelbare Anwendbarkeit sichergestellt, wodurch voneinander abweichende nationale Vorschriften verhindert werden und unionsweit einheitliche Bedingungen

¹⁸⁵ VO (EU) 2010/1095 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABI 331/84 am 15.12.2010.

¹⁸⁶ *Klöhn* in *Klöhn*, MAR² (2023) Rz 32 ff.

¹⁸⁷ ErwGr 7 MAR.

gewährleistet sind.¹⁸⁸ Damit nähert sich der EU-Gesetzgeber seinem Ziel der Schaffung des Single European Rulebooks. Die Verordnung führt dazu, dass in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben. Die Sicherstellung der Integrität der Märkte in der Europäischen Union ist das erklärte Hauptziel des europäischen Gesetzgebers.¹⁸⁹ Die MAR soll zudem Wettbewerbsverzerrungen beseitigen.¹⁹⁰ Wesentliches Schutzgut der MAR und des darin enthaltenen Marktmanipulationsverbots gem. Art 15 MAR, ist das Vertrauen der Anleger in eine unverfälschte Preisbildung bei Finanzinstrumenten. Zweck des Verbots der Marktmanipulation ist die Gewährleistung der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an den Börsen.¹⁹¹

4 Nationale Umsetzung in Österreich

4.1 Marktmanipulation im Börsegesetz 2018

In Österreich erfolgte die Umsetzung der CSMAD sowie der umsetzungsbedürftigen Bestimmungen der MAR und der dazugehörigen Durchführungsrechtsakte noch in der alten Fassung des Börsegesetzes 1989¹⁹² mit BGBl I Nr. 76/2016. Mit dem Inkrafttreten des MiFID II/MiFIR-Pakets zum 3. Jänner 2018 wurde dieses überarbeitet und im Börsegesetz 2018¹⁹³ in BGBl I Nr. 107/2017 kundgemacht. Zentrale Normen sind das Verbot der Marktmanipulation gemäß § 154 Abs 1 Z 3 BörseG 2018 in Verbindung mit Art 12 und 15 MAR sowie § 164 BörseG 2018 und das Insiderhandelsverbot nach § 154 Abs 1 Z 1 und 2 BörseG 2018 in Verbindung mit Art 8 bis 11 und 14 MAR sowie § 163 BörseG 2018. Ergänzend kommt den Handelsregeln der Wiener Börse AG Bedeutung zu, da sie präventiv zur Verhinderung von Marktmissbrauch beitragen und zugleich die Aufdeckung möglicher Verstöße erleichtern. Die Sicherstellung der Marktintegrität und die Stärkung des Anlegervertrauens setzen die effektive Durchsetzung dieser Bestimmungen voraus. Die Erwägungsgründe der CSMAD betonen in diesem Zusammenhang die Bedeutung strafrechtlicher Sanktionen zumindest für schwerwiegende Fälle.¹⁹⁴ Durch deren Einführung soll ein deutliches Signal an die Öffentlichkeit und potenzielle Täter gesendet werden, dass Marktmissbrauch inakzeptabel ist.¹⁹⁵ Die Mitgliedstaaten sind daher dazu verpflichtet, Verstöße gegen die Marktmissbrauchsbestimmungen zumindest bei

¹⁸⁸ Art 288 Abs 2 AEUV.

¹⁸⁹ Art 1 MAR.

¹⁹⁰ ErwGr 5 MAR.

¹⁹¹ ErwGr 7 und 8 MAR.

¹⁹² Bundesgesetz vom 8. November 1989 über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen und über die Abänderung des Börsensensale-Gesetzes 1949 und der Börsegesetz-Novelle 1903 BGBl I 555/1989.

¹⁹³ Bundesgesetz über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen 2018 BGBl I 107/2017.

¹⁹⁴ ErwGr 4, 5, 6 und 8 CSMAD.

¹⁹⁵ <https://www.fma.gv.at/kapitalmaerkte/marktmissbrauch/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Vorsatz und erheblichem Gewicht unter Strafe zu stellen. Dieser Verpflichtung kam der Gesetzgeber durch die Einführung des § 48c (nun § 154), § 48m (nun § 163) und § 48n (nun § 164) noch in der alten Fassung des Börsegesetzes 1989 mit BGBl I 2016/76 nach.¹⁹⁶ Bis zum 2. August 2016 war Marktmanipulation nach § 48c BörseG 1989 aF ausschließlich als Verwaltungsübertretung sanktioniert und konnte mit Geldstrafen bis zu 5 Mio EUR oder sofern bezifferbar, bis zum Dreifachen des erzielten Vorteils beziehungsweise des vermiedenen Verlustes geahndet werden. Mit dem BGBl I 2016/76 setzte der österreichische Gesetzgeber die unionsrechtlichen Vorgaben um und nahm eine umfassende Anpassung des nationalen Rechts vor. Dadurch entfiel die bis dahin bestehende Trennung zwischen der verwaltungsstrafrechtlichen Behandlung der Marktmanipulation und der gerichtlichen Ahndung des Insiderhandels. Während Marktmanipulation grundsätzlich weiterhin im Verwaltungsstrafrecht verankert blieb, wurde für besonders gravierende Fälle oberhalb bestimmter Erheblichkeitsschwellen ein eigener gerichtlicher Straftatbestand geschaffen, der zunächst in § 48n BörseG 1989 aF verortet war und mit Inkrafttreten des BörseG 2018 in § 164 übernommen wurde.¹⁹⁷

4.1.1 Verwaltungsrechtliche Maßnahmen

Die Strafbestimmung gliedert sich im Wesentlichen in zwei Kategorien von Verwaltungsübertretungen: Während Z 1 und Z 2 den Insiderhandel erfassen, i.e. das Tätigen eines Insidergeschäfts (Z 1) sowie das Empfehlen oder Anstiften zu einem solchen Geschäft und das unbefugte Offenlegen von Insiderinformationen (Z 2), stellt Z 3 die Marktmanipulation unter Strafe. Wer gemäß § 153 Abs 1 Z 3 BörseG 2018 durch Marktmanipulation gegen Art 15 MAR verstößt, indem er entweder gemäß Art 12 Abs 1 lit a oder b MAR Geschäfte tätigt oder Handelsaufträge erteilt, löscht oder ändert, oder entgegen Art 12 Abs 1 lit c oder d MAR falsche oder irreführende Angaben macht oder falsche oder irreführende Ausgangsdaten bereitstellt oder Informationen verbreitet, die falsche oder irreführende Signale aussenden, begeht eine Verwaltungsübertretung und ist von der FMA mit Geldstrafe bis zu 5 Mio EUR oder bis zu dem Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, zu bestrafen. § 154 BörseG 2018 beruht auf den Vorgaben der MiFID II und verweist für die Tatbestände des Marktmissbrauchs auf die MAR, sodass sich

¹⁹⁶ ErRV 1186 BlgNR 25. GP 1; Zeder, Neue Strafbestimmungen gegen Marktmissbrauch im Börsegesetz, JSt 2017, 125 (125); Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 3.

¹⁹⁷ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 3.

sein Anwendungsbereich ausschließlich aus den unionsrechtlichen Vorgaben und deren unionsrechtskonformer Auslegung ergibt.¹⁹⁸

Das Verbot der Marktmanipulation richtet sich an jedermann und erfasst sowohl natürliche als auch juristische Personen. Wird die Manipulation durch eine juristische Person begangen, so haften auch jene natürlichen Personen als Täter, die an der Entscheidung beteiligt sind, Handlungen im Namen oder auf Rechnung dieser juristischen Person vorzunehmen. Unmittelbarer Täter ist, wer die marktmanipulative Handlung inhaltlich zu verantworten hat. Bei Marktmissbrauch durch die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen (§ 154 Abs 1 Z 3 dritter Fall BörseG 2018) kommen daher nur Personen als Täter in Betracht, die über die Veröffentlichung entscheiden und für deren Inhalt verantwortlich sind, reine Ausführungshandlungen etwa durch Mediendienstanbieter, begründen keine unmittelbare Täterschaft. Darüber hinaus macht sich gem. § 7 Verwaltungsstrafgesetz 1991 (VStG)¹⁹⁹ als Beitragstäter strafbar, wer die Tat des Haupttäters durch sein Verhalten ermöglicht oder erleichtert. Erforderlich ist eine Kausalität zwischen Beitragshandlung und Haupttat. Nach der Rechtsprechung ist diese etwa bei der Durchführung marktmissbräuchlicher Orders durch Bankangestellte zu bejahen, auch wenn das manipulative Verhalten nicht erkennbar war.²⁰⁰

§ 154 Abs 2 BörseG 2018 stellt bereits den Versuch dazu unter Strafbarkeit, sofern Vorsätzlichkeit vorliegt. Ansonsten enthält § 154 BörseG 2018 keine ausdrückliche Regelung zur subjektiven Tatseite. Daher gilt gemäß der allgemeinen Bestimmung des § 5 Abs 1 VStG, dass bereits fahrlässiges Verhalten für die Begründung einer Strafbarkeit ausreicht.²⁰¹ Die Versuchsstrafbarkeit des Marktmissbrauchs setzt eine Versuchshandlung sowie Vorsatz, zumindest in Form des Eventualvorsatzes, voraus. Erfasst sind grundsätzlich nur Ausführungshandlungen, während bloße Vorbereitungshandlungen straflos bleiben. Eine versuchte Marktmanipulation nach § 154 Abs 1 Z 3 BörseG 2018 liegt etwa dann vor, wenn ein Täter unter Vorspiegelung falscher Tatsachen eine Kauforder platziert, der Geschäftsabschluss jedoch ausbleibt.²⁰² § 154 Abs 1 Z 3 BörseG 2018 unterscheidet hinsichtlich der Begehungsform zwischen Erfolgs- und Tätigkeitsdelikten. Während im ersten Fall eine konkrete Handelstätigkeit vorausgesetzt wird und das Delikt erst mit dem Geschäftsabschluss oder der Änderung des Handelsauftrags verwirklicht ist

¹⁹⁸ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 14.

¹⁹⁹ Verwaltungsstrafgesetz 1991 BGBl I 52/1991.

²⁰⁰ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 119 ff.

²⁰¹ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 9.

²⁰² Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 124.

(Erfolgsdelikt), erfassen die übrigen Tatvarianten bereits das Angeben, Bereitstellen oder Verbreiten falscher oder irreführender Informationen. Diese stellen schlichte Tätigkeitsdelikte dar, da weder eine verfälschte Darstellung der Marktverhältnisse noch das Erreichen eines weiteren Ziels, etwa der Zugang der Information, tatbestandlich gefordert wird. Abweichendes gilt lediglich für die Marktmanipulation bei Referenzwerten in Form sonstiger Handlungen, da hier ausdrücklich verlangt wird, dass die Berechnung des Referenzwerts manipuliert wird - in diesem Fall liegt somit ein Erfolgsdelikt vor.²⁰³ § 22 Abs 1 VStG ordnet die Subsidiarität der Verwaltungsstrafe gegenüber der gerichtlichen Strafbarkeit an. Eine Strafbarkeit nach § 154 BörseG 2018 scheidet daher aus, wenn die Tat bereits nach §§ 163 ff. BörseG 2018 kriminalstrafrechtlich erfasst ist. Umgekehrt liegt eine Verwaltungsübertretung vor, wenn zwar ein Tatbestand nach §§ 163 BörseG 2018 erfüllt ist, die Schwellenwerte jedoch nicht überschritten werden oder die Marktmanipulation lediglich durch Informationsweitergabe (Art 12 Abs 1 lit c und d MAR) begangen wird. Treffen mehrere Verwaltungsübertretungen zusammen, gilt gemäß § 22 Abs 2 VStG das Kumulationsprinzip: Sowohl im Fall mehrerer selbständiger Handlungen (Realkonkurrenz) als auch bei der gleichzeitigen Verwirklichung mehrerer Tatbestände durch eine Handlung (Idealkonkurrenz) sind die Strafen nebeneinander zu verhängen.²⁰⁴

4.1.2 Gerichtliche Strafbestimmungen

§ 164 BörseG 2018 regelt den Kriminaltatbestand der Marktmanipulation und bildet sohin das kriminalstrafrechtliche Gegenstück zur verwaltungsstrafrechtlichen Bestimmung nach § 154 BörseG 2018. Die gerichtliche Strafbarkeit der Marktmanipulation nach § 164 BörseG 2018 ist erst gegeben, wenn ein betragsmäßiger Schwellenwert überschritten wurde. Wer demnach unrechtmäßig um mehr als 1 Mio EUR Geschäfte tätigt oder Handelsaufträge erteilt und dadurch falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Preises eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder der Nachfrage danach gibt oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts sichert, ist mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren zu bestrafen. Voraussetzung für die Strafbarkeit nach § 164 BörseG 2018 ist, dass die getätigten Geschäfte oder erteilten Handelsaufträge einen Gesamtwert von mehr als 1 Mio EUR erreichen. Dabei genügt nicht zwingend ein einzelnes

²⁰³ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 9.

²⁰⁴ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 133.

Geschäft oder ein einzelner Auftrag, vielmehr sind gemäß dem Wortlaut der Bestimmung sämtliche relevanten Transaktionen und Aufträge zusammenzurechnen. Wird dieser Schwellenwert nicht erreicht, bleibt eine Ahndung im Rahmen der in § 154 BörseG 2018 normierten Verwaltungsübertretung möglich.²⁰⁵ Angesichts des Schwellenwerts dürfte der Kriminalstraftatbestand in der Praxis allerdings nur eingeschränkte Wirkung entfalten, da der Mindestbetrag von 1 Mio EUR den Tatbestand erheblich einengt.²⁰⁶

Der Schutzzweck des § 164 BörseG 2018 liegt in der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und erstreckt sich, aufgrund seiner Umsetzung der CSMAD, über Österreich hinaus auf den gesamten Unionsbinnenmarkt. Nach Art 1 Abs 1 CSMAD zielt die Norm darauf ab, die Integrität der Finanzmärkte in der EU zu gewährleisten sowie Anlegerschutz und Vertrauen in diese Märkte zu stärken.²⁰⁷ Der gerichtliche Straftatbestand der Marktmanipulation ist als Allgemeindelikt formuliert und kann von jedermann begangen werden. Das Tätigen des Geschäfts bzw. das Erteilen des Handlungsauftrags muss unrechtmäßig erfolgen. Die Unrechtmäßigkeit stellt hier ein objektives Tatbestandsmerkmal dar. Rechtmäßiges Verhalten schließt daher bereits die Tatbestandsmäßigkeit aus. Die Abgrenzung zwischen zulässigem Marktverhalten und verbotener Marktmanipulation erweist sich in der Praxis häufig als schwierig. Schon Art 5 Abs 2 lit a CSMAD nahm Transaktionen und Handelsaufträge, die auf legitimen Gründen beruhen und im Einklang mit einer zugelassenen Marktpraxis stehen, von der Strafbarkeit aus. Diese Regelung wurde in Art 13 MAR fortgeführt, der präzisiert, unter welchen Voraussetzungen eine Marktpraxis im Zusammenhang mit Art 12 Abs 1 lit a MAR als zulässig gilt. Da Art 13 MAR den verwaltungsstrafrechtlichen Tatbestand einschränkt, ist er ebenso bei der Auslegung des Kriminalstraftatbestands nach § 164 BörseG 2018 heranzuziehen. Gemäß Art 13 Abs 1 MAR liegt keine Marktmanipulation vor, wenn der Handelnde nachweisen kann, dass ein Geschäft oder ein Auftrag legitime Gründe hat und zugleich mit einer von der zuständigen Behörde anerkannten Marktpraxis übereinstimmt. Beide Voraussetzungen müssen kumulativ erfüllt sein; weder reichen legitime Gründe allein noch die bloße Berufung auf eine anerkannte Praxis aus. In Österreich ist die FMA befugt, eine Marktpraxis gemäß Art 13 Abs 2 MAR festzulegen. Bereits nach § 48a Abs 1 Z 3 lit b BörseG 1989 aF bestand eine vergleichbare Regelung. Tatsächlich hat die FMA bislang jedoch nur eine Marktpraxis durch Verordnung anerkannt: geringfügige Kompensationsgeschäfte in Schuldverschreibungen. Diese gelten als marktadäquat, wenn sie zu Bewertungszwecken durchgeführt werden, ohne dass ein Wechsel des wirtschaftlich Berechtigten erfolgt. Als

²⁰⁵ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 40.

²⁰⁶ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 4.

²⁰⁷ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 5.

geringfügig werden sie eingestuft, wenn das gehandelte Volumen dem kleinsten erteilbaren Ordervolumen entspricht oder der Gegenwert ohne Spesen 1.000 EUR nicht übersteigt. Die Anerkennung von Marktpraktiken ist nicht nur in Österreich, sondern unionsweit bislang sehr begrenzt geblieben.²⁰⁸ (siehe genauer Kapitel 5.4.4)

§ 164 BörseG 2018 ist in Abs 1 wie auch in Abs 2 als Vorsatzdelikt ausgestaltet. Strafbar ist daher nur vorsätzliches Handeln, wobei Eventualvorsatz genügt (§ 5 Abs 1 StGB). Der Täter muss die Tatbestandsverwirklichung zumindest ernstlich für möglich halten und sich damit abfinden, wobei sich der Vorsatz auch auf das Überschreiten der Wertschwelle von 1 Mio EUR erstrecken muss. Eine Versuchsstrafbarkeit ist nach den allgemeinen Regeln sowohl für Abs 1 als auch für Abs 2 gegeben. Art 6 Abs 1 CSMAD verpflichtet die Mitgliedstaaten, sicherzustellen, dass Anstiftung und Beihilfe zur Marktmanipulation nach Art 5 der Richtlinie pönalisiert werden. Damit ist in Österreich jede Form der Beteiligung an Marktmanipulation erfasst, einschließlich des bloßen Erleichterns der Tat. Nach den §§ 12, 13 StGB ist jede Form der Beteiligung strafbar, sodass neben dem unmittelbaren Täter auch Anstifter und Beitragstäter für Marktmanipulation nach § 164 haften.²⁰⁹ Auch Börsenhändler können nach Rechtsprechung des VwGH Täter sein, als diese dazu verpflichtet sind, die Ausführung offensichtlich rechtswidriger Aufträge zu verweigern. Ein gegenteiliges Verhalten lässt sich nicht als berufstypisches Handeln rechtfertigen, insbesondere kann sich der Händler nicht auf einen Kundenauftrag berufen, wenn die Tatbestandsverwirklichung erkennbar ist.²¹⁰

4.1.3 Informationsbasierte Marktmanipulation

Die informationsbasierte Marktmanipulation iSd Art 12 Abs 1 lit c MAR ist nicht von der gerichtlichen Strafbarkeit nach § 164 BörseG 2018 erfasst und stellt bloß eine Verwaltungsübertretung nach § 154 BörseG 2018 dar. Der europäische Gesetzgeber sieht in Art 5 Abs 2 lit c CSMAD allerdings ausdrücklich vor, dass auch die rein informationsbasierte Form der Marktmanipulation strafrechtlich verfolgt werden soll. Damit weicht die nationale Umsetzung im BörseG 2018 von den unionsrechtlichen Vorgaben ab und schafft einen insgesamt günstigeren Sanktionsrahmen als unionsrechtlich in der CSMAD vorgesehen. Die Nichtumsetzung dieses Tatbestands begründete der österreichische Gesetzgeber mit der Einschätzung, dass informationsgestützte

²⁰⁸ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 24; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) Art 13 Marktmissbrauchsverordnung Rz 19.

²⁰⁹ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 50 ff.

²¹⁰ VwGH 2010/17/0123 ÖBA 2015, 674; Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 56.

Manipulationen grundsätzlich nicht als schwerwiegend einzustufen seien.²¹¹ Dem ist entgegenzuhalten, dass jede Form der Marktmanipulation, abhängig von den konkreten Umständen, eine erhebliche Schwere erreichen kann, was durch die Vielzahl an praktischen Anwendungsfällen, die im Rahmen dieser Dissertation untersucht werden, belegt wird. Ein zentrales Prinzip des Unionsrechts ist das Gebot der effektiven Durchsetzung (*effet utile*) der unionsrechtlichen Vorgaben. Danach sind die Mitgliedstaaten verpflichtet, die praktische Wirksamkeit des Unionsrechts sicherzustellen und alle geeigneten Maßnahmen zu ergreifen, um Verstöße gegen unionsrechtliche Bestimmungen zu verhindern oder zu sanktionieren. Dieses Effektivitätsgebot ergibt sich sowohl aus dem Grundsatz der loyalen Zusammenarbeit gemäß Art 4 Abs 3 EUV als auch aus der ständigen Rechtsprechung des EuGH, wonach nationale Regelungen und Verfahren die volle Wirksamkeit des Unionsrechts nicht beeinträchtigen dürfen.

Im Bereich des Kapitalmarktstrafrechts, insbesondere im Zusammenhang mit Marktmissbrauch und Marktmanipulation, bedeutet dies, dass die Mitgliedstaaten verpflichtet sind, effektive, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen vorzusehen, um die Integrität der Finanzmärkte zu gewährleisten.²¹² In ErwGr 8 zur CSMAD stellte der EU-Gesetzgeber ausdrücklich klar, dass die Einführung strafrechtlicher Sanktionen in allen Mitgliedstaaten bei zumindest schweren Verstößen im Bereich des Marktmissbrauchs für die wirksame Umsetzung der Unionspolitik zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs von wesentlicher Bedeutung ist.²¹³ Die Mitgliedstaaten haben daher die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass eine Marktmanipulation gemäß Absatz 2, dazu zählt auch die informationsbasierte Marktmanipulation (siehe Art 5 Abs 2 lit c CSMAD) zumindest in schweren Fällen und bei Vorliegen von Vorsatz eine Straftat darstellt und mit wirksamen, verhältnismäßigen und abschreckenden strafrechtlichen Sanktionen bewehrt ist (Art 7 Abs 1 CSMAD). Insofern besteht aufgrund der unvollständigen Umsetzung im BörseG 2018 mE derzeit eine gesetzgeberische Lücke.²¹⁴

Um dennoch eine gerichtliche Strafbarkeit informationsbasierter Marktmanipulation zu begründen, erscheint für *Schrank/ Stücklberger/ Ewerz* eine Subsumtion unter den Betrugstatbestand des § 146 StGB denkbar. Tatbestandsvoraussetzung ist, dass die öffentliche Verbreitung falscher oder irreführender Informationen als Täuschung gegenüber Anlegern qualifiziert werden kann. Führen diese aufgrund der Täuschung eine für sie nachteilige Vermögensdisposition, etwa durch Kauf oder Verkauf, zu ungünstigeren

²¹¹ ErRV 1186 BigNR 25. GP, 6; hierzu auch *Schrank/ Stücklberger/ Ewerz*, Marktmanipulation durch Statements, Interviews und Tweets, ZWF 2/ 2019 65.

²¹² *Öhlinger/Eberhard/Potacs*, EU-Recht und staatliches Recht⁸ (2023) 120, 142 ff.

²¹³ ErwGr 8 CSMAD.

²¹⁴ *Öhlinger/Eberhard/Potacs*, EU-Recht und staatliches Recht⁸ (2023) 120, 142 ff.

Konditionen herbei und tritt zugleich eine unrechtmäßige Bereicherung beim Täter ein, könnte dies den Tatbestand des § 146 StGB erfüllen. Die Mitteilung des Täters muss also kausal für die Vermögensdisposition durch die getäuschten Anleger sein (zur Qualifikation unter den Betrugstatbestand siehe genauer unten in Kapitel 4.2).²¹⁵

Der Subsumtion unter § 146 StGB steht jedoch der allgemeine unionsrechtliche Grundsatz der rückwirkenden Anwendung des milderen Strafgesetzes entgegen. Bei der unionsrechtskonformen Auslegung des nationalen Rechts ist nach Ansicht des EuGH der Grundsatz der rückwirkenden Anwendung des milderen Strafgesetzes als Bestandteil der allgemeinen Rechtsgrundsätze des Gemeinschaftsrechts anzusehen, die der nationale Richter zu beachten hat, wenn er das nationale Recht, das zur Durchführung des Gemeinschaftsrechts erlassen wurde, anwendet. Demnach darf das unionsrechtliche Gebot zur Sanktionierung von Umsetzungsmaßnahmen keine Rechtfertigung für die Verschärfung der strafrechtlichen Verantwortlichkeit für die Begehung einer Straftat sein. So vertrat der EuGH in der *Rs Berlusconi* die Auffassung, dass *„eine Richtlinie für sich allein und unabhängig von zu ihrer Durchführung erlassenen innerstaatlichen Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaats nicht die Wirkung haben kann, die strafrechtliche Verantwortlichkeit derjenigen, die gegen die Vorschriften dieser Richtlinie verstoßen, festzulegen oder zu verschärfen.“*²¹⁶

Der EuGH leitete diesen Grundsatz sowohl aus den gemeinsamen Verfassungsüberlieferungen der Mitgliedstaaten als auch aus Art 49 Abs 1 letzter Satz der Grundrechtecharta ab. In der Entscheidung betonte der Gerichtshof, dass die Effektivität des Unionsrechts nicht so weit gehen könne, dass sie die Beachtung fundamentaler rechtsstaatlicher Prinzipien außer Kraft setzt. Das Unionsrecht könne daher nicht verlangen, eine strengere nationale Strafnorm anzuwenden, wenn eine mildere oder keine Strafbarkeit vorgesehen war, selbst wenn die Nichtanwendung einer strengeren Norm die Durchsetzung unionsrechtlicher Ziele erschwert. Das Effektivitätsgebot findet seine Grenze also dort, wo die Durchsetzung unionsrechtlicher Vorgaben in Konflikt mit den durch die Unionsrechtsordnung selbst gewährleisteten Grundrechten tritt. Sofern nationale Bestimmungen sohin mildere Strafgesetze vorsehen als unionsrechtlich in der umzusetzenden Richtlinie vorgegeben, darf die unionsrechtskonforme Auslegung nicht dazu führen, dass es zur Anwendung eines offenkundig schärferen Strafgesetzes kommt.²¹⁷ Daraus folgt, dass ein Mitgliedstaat, der eine unionsrechtlich geforderte Strafbestimmung,

²¹⁵ Schrank/ Stücklberger/ Ewerz, Marktmanipulation durch Statements, Interviews und Tweets, ZWF 2/ 2019 65 ff.

²¹⁶ EuGH verb Rs C-387/02, C-391/02 und C-403/02 (*Berlusconi*), Slg 2005, I-3565, I-3565 Rz 69 ff; Öhlinger/Eberhard/Potacs, EU-Recht und staatliches Recht⁸ (2023) 120, 142 ff.

²¹⁷ EuGH verb Rs C-387/02, C-391/02 und C-403/02 (*Berlusconi*), Slg 2005, I-3565, I-3565 Rz 76.

etwa zur Sanktionierung marktmanipulativer Handlungen, nicht oder nicht ordnungsgemäß umgesetzt hat, eine daraus entstehende Strafbarkeitslücke nicht durch Rückgriff auf eine andere, strengere nationale Strafnorm schließen darf, nur um der unionsrechtlichen Pflicht zur effektiven Sanktionierung zu genügen. Das unionsrechtliche Prinzip der Anwendung des milderen Strafgesetzes setzt dem Effektivitätsgebot insoweit eine materielle Schranke.²¹⁸

4.2 Abgrenzung zum Betrug nach § 146 StGB

Die Vielschichtigkeit und Komplexität des Wertpapierhandels führt dazu, dass zahlreiche Verhaltensweisen unter Umständen auch den Betrugstatbestand verwirklichen könnten.²¹⁹ Beide Tatbestände weisen auf den ersten Blick gewisse Parallelen auf, da sie jeweils auf einem täuschungsähnlichen Verhalten beruhen, das das Vertrauen in marktwirtschaftliche Prozesse untergraben kann.

4.2.1 Causa Meinl European Land

Die Staatsanwaltschaft Wien leitete in Zusammenhang mit der Rechtssache *Meinl European Land* („MEL“) Ermittlungen wegen des Verdachts der Marktmanipulation, des schweren gewerbsmäßigen Betrugs sowie der Untreue zulasten zahlreicher Anleger ein, die in MEL-Zertifikate investiert hatten. Das Verfahren wurde jedoch eingestellt, da ein vorsätzliches Handeln mit Schädigungsabsicht sowie die Absicht unrechtmäßiger Bereicherung nicht mit der für eine Anklage erforderlichen Wahrscheinlichkeit nachgewiesen werden konnten. Nach den umfangreichen Ermittlungen ließ sich nicht ausschließen, dass die Beschuldigten selbst über längere Zeit der Überzeugung waren, das Geschäftsmodell der Meinl European Land sei tragfähig und für Anleger potenziell vorteilhaft.²²⁰ Parallel zu den strafrechtlichen Ermittlungen wurden auch Anlegerentschädigungsverfahren gegen die Meinl European Land und Atrium Ltd geführt. Kern des Vorwurfs war, dass die Meinl European Land durch umfangreiche Rückkäufe eigener Zertifikate den Kurs künstlich stabilisiert habe. Die Transaktionen wurden über den Market Maker, die Meinl Bank AG, mit dem Argument der Kursstützung abgewickelt. Nach Ansicht der Kläger handelte es sich hierbei jedoch um eine unzulässige Preismanipulation. Konkret wurde eine Verletzung von § 48a Z 2 lit a BörseG 1989 aF wegen irreführender Ad-hoc-Meldungen sowie von § 48a Abs 1 Z 2 BörseG 1989 aF wegen Marktmanipulation geltend gemacht. Der OGH bestätigte in seinem Urteil, dass die Meinl European Land in

²¹⁸ Öhlinger/Eberhard/Potacs, EU-Recht und staatliches Recht⁸ (2023) 120, 142 ff.

²¹⁹ Zieschang in Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 93.

²²⁰ Sempelmann, Meinl European Land: Staatsanwaltschaft Wien hat Verfahren eingestellt in trend. abrufbar unter <https://www.trend.at/unternehmen/meinl-verfahren-eingestellt> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

einer Ad-hoc-Meldung vom Februar 2007 den Eindruck erweckt hatte, die größte Kapitalerhöhung der Unternehmensgeschichte sei vollständig am Markt platziert worden.²²¹ Tatsächlich waren rund 42 % der Zertifikate (im Wert von ca. 620 Mio EUR) von einer konzerninternen Gesellschaft übernommen worden. Nach Auffassung des Höchstgerichts war diese unterlassene Information geeignet, den Kurs erheblich zu beeinflussen, da sie den Anlegern ein mangelndes Marktinteresse signalisiert hätte. Der OGH hielt fest, dass eine zutreffende Meldung wohl sowohl Analysten als auch institutionelle Investoren veranlasst hätte, frühzeitig zu reagieren, was einen Kursrückgang ausgelöst hätte. Auch viele Kleinanleger hätten unter diesen Umständen nicht investiert. Für die Kausalität sei es unerheblich, ob der einzelne Kläger die Meldung tatsächlich gelesen habe, da Kursbewegungen wesentlich durch das Verhalten professioneller Marktteilnehmer bestimmt würden, die regelmäßig auf Ad-hoc-Mitteilungen reagieren.²²²

4.2.2 Die Täuschungshandlung

Das Betrugsdelikt iSd § 146 StGB setzt ein täuschendes Verhalten voraus, das beim Adressaten einen Irrtum hervorruft und diesen zu einer Vermögensverfügung veranlasst, die bei ihm selbst oder bei einem Dritten einen Schaden verursacht. Der Täter beeinflusst durch die Täuschung über Tatsachen den Willensentschluss des Getäuschten und bringt diesen dazu, eine für ihn nachteilige Verfügung vorzunehmen. Unerheblich ist dabei, ob der Vermögensnachteil unmittelbar beim Getäuschten oder bei einer anderen Person eintritt. Zwischen Täuschung, Irrtum, Verfügung und Schaden muss ein Kausalzusammenhang im Sinne der Äquivalenztheorie bestehen. Der Täter muss dabei allerdings zwingend in der Absicht handeln sich zu bereichern. Auf subjektiver Ebene erfordert das Delikt neben Vorsatz hinsichtlich sämtlicher Tatbestandsmerkmale sohin zusätzlich die Absicht des Täters, sich rechtswidrig zu bereichern.²²³ Unter Täuschung ist grundsätzlich ein Verhalten zu verstehen, das in der Abgabe einer objektiv unwahren Erklärung besteht.²²⁴ Nicht jedes irreführungsgeeignete Verhalten erfüllt jedoch den Tatbestand: So scheiden bloße reklamehafte Übertreibungen, die im Geschäftsverkehr als üblich gelten und nicht wörtlich zu nehmen sind, ebenso aus wie das bloße Verlangen eines überhöhten Kaufpreises, sofern damit keine bestimmte Qualitätszusage verbunden ist.²²⁵ Die Täuschung kann auf unterschiedliche Weise erfolgen - durch aktives Tun, sei es ausdrücklich oder durch

²²¹ OGH 4 Ob 239/14x.

²²² *Möchel*, MEL-Affäre: Atrium muss für frühere Fehler blechen, KURIER am 29.05.2025, <https://kurier.at/wirtschaft/mel-affaere-atrimum-muss-fuer-fehler-aus-vergangenheit-blechen/133.217.342> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

²²³ *Kirchbacher/Sadoghi* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), Wiener Kommentar zum Strafgesetzbuch² (WK StGB²) StGB § 146 Rz 1 ff.

²²⁴ *Kienapfel/Schmoller*, Strafrecht. Besonderer Teil, 2, Delikte gegen Vermögenswerte² (2017) § 146 Rz 32.

²²⁵ *Kirchbacher/Sadoghi* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), WK² StGB § 146 Rz 18.

schlüssiges Verhalten, oder durch Unterlassen im Sinne des § 2 StGB. Erforderlich ist stets, dass sich die Irreführung auf Tatsachen bezieht, also auf objektiv überprüfbare Umstände. Eine aktive Täuschung liegt etwa in der ausdrücklichen Abgabe einer unwahren Erklärung oder auch in einem Gesamtverhalten, dem nach der Verkehrsauffassung ein bestimmter Erklärungsgehalt zukommt und das dadurch konkludent eine unzutreffende Tatsachenbehauptung vermittelt.²²⁶ Eine Tatsache iSd Betrugsdelikts ist jeder objektiv feststellbare Umstand aus Vergangenheit und Gegenwart, auch bei einer Verknüpfung mit Zukünftigem.²²⁷

Im Kapitalmarktrecht stellt sich insbesondere bei Kursprognosen die Frage, inwieweit Aussagen über künftige Entwicklungen als Tatsachenbehauptungen und damit als mögliche Täuschungshandlungen zu qualifizieren sind. Zwar gelten Prognosen regelmäßig als Werturteile und damit nicht als Tatsachen, doch bedarf es einer differenzierten Betrachtung. Täuschungsrelevant können insbesondere die der Prognose zugrunde liegenden gegenwärtigen Umstände sein, etwa wenn falsche Angaben über die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens oder vorhandene Aktiva und Passiva gemacht werden. In solchen Fällen wird nicht über die Zukunft selbst, sondern über die Tatsachengrundlage der Prognose getäuscht. Ebenso kann eine Täuschung vorliegen, wenn der Täter bewusst eine unzutreffende Prognosebasis vorspiegelt, um eine positive Kursentwicklung zu suggerieren.²²⁸ Wenn etwa ein Berater die Verlustrisiken einer riskanten Veranlagung nicht korrekt aufzeigt, kann darin eine Täuschung über die Sicherheit des Investments liegen.²²⁹ Auch die Verbreitung von Gerüchten kann tatbestandsrelevant sein. Dies nach hL auch dann, wenn der Täter - ausdrücklich oder konkludent - wahrheitswidrig vorgibt, ein bestimmtes Gerücht erfahren zu haben. Die Täuschung liegt in diesem Fall in der falschen Angabe über die eigene Informationsquelle, ohne dass es auf den Gehalt des Gerüchts ankommt. Soweit das Gerücht selbst einen überprüfbaren Tatsachengehalt aufweist, kann daneben auch dessen Inhalt eine Täuschung darstellen.²³⁰

4.2.3 Gegenüberstellung der tatbestandlichen Unterschiede

Zwischen dem Delikt der Marktmanipulation nach § 164 BörseG 2018 und dem Betrug nach § 146 StGB besteht echte Konkurrenz. Betrug iSd § 146 StGB ist ein Vermögensdelikt und

²²⁶ OGH 11 Os 176/77; *Kirchbacher/Sadoghi* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), WK² StGB § 146 Rz 19 ff.

²²⁷ *Kirchbacher/Sadoghi* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), WK² StGB § 146 Rz 31 ff.

²²⁸ *Kirchbacher/Sadoghi* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), WK² StGB § 146 Rz 32; *Zieschang* in *Park*, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 26 ff; *Hinterhofer* in *Kert/Kodek*, Das Große Handbuch Wirtschaftsstrafrecht² (HB Wirtschaftsstrafrecht²) (2022) Kap 3, Rz 3.83.

²²⁹ *Hinterhofer* in *Kert/Kodek*, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.84.

²³⁰ *Zieschang* in *Park*, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 118.

schützt als solches das Rechtsgut des Vermögens, während das geschützte Rechtsgut des § 164 BörseG 2018 die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist.²³¹ Die Mitteilung falscher oder eindeutig irreführender Inhalte kann wie bereits o.a. eine Täuschung der Anleger darstellen. Darunter fallen in der Praxis zum Beispiel die gezielte Streuung von Falschmeldungen über Massenmedien, um etwa den Kurs der Aktie eines Unternehmens zu beeinflussen.²³²

Zur Abgrenzung des Deliktes der Marktmanipulation nach § 164 BörseG 2018 vom Betrugsdelikt nach § 146 StGB ist insbesondere das Vorliegen des entsprechenden Vorsatzes entscheidend. Um nach § 146 StGB strafbar zu sein, müsste der Täter schon im Zeitpunkt der Täuschung mit Bereicherungsvorsatz handeln. Neben dem zwingend notwendigen Täuschungselement setzt die Qualifikation einer Tat unter das Betrugsdelikt nach § 146 StGB zwingend voraus, dass die Täuschung ursächlich für den Vermögensschaden des Getäuschten war und dieser Schaden zugleich stoffgleich mit der angestrebten Bereicherung des Täters ist.²³³ Der Täter muss demnach gezielt auf die Erlangung eines Vermögensvorteils hinarbeiten, der unmittelbar dem Vermögensnachteil des Opfers entspricht (Stoffgleichheit). Ein Vermögensvorteil definiert sich als günstigere Gestaltung der Vermögenslage im Sinne einer Vermehrung des wirtschaftlichen Wertes. Der Absichtsbegriff wird hierbei im engeren Sinne verstanden, sodass es dem Täter speziell auf die fremd- oder eigennützige Bereicherung ankommen muss.²³⁴ In dem Sinne muss ein funktionaler Zusammenhang zwischen dem erlangten Vorteil aus der schädigenden Vermögensverfügung des Getäuschten bestehen, welches unmittelbar aus dessen Vermögen stammen soll.²³⁵ Dieses Erfordernis erweist sich in der Praxis im Hinblick auf marktmanipulative Tätigkeiten als problematisch, weshalb Marktmanipulation häufig nicht unter den Betrugstatbestand subsumiert werden kann. An den Finanzmärkten erfolgt der Handel regelmäßig unter anonymisierten Bedingungen, Käufer und Verkäufer treten einander nicht unmittelbar gegenüber, und die über Broker abgewickelten Transaktionen lassen ohne entsprechende behördliche Anordnungen keinen Rückschluss auf die Identität der jeweiligen Handelspartner zu. Dadurch bleibt in der Praxis regelmäßig unklar, ob der Täter seine Wertpapiere tatsächlich an jene Personen veräußert hat, die aufgrund seiner irreführenden Empfehlung tätig wurden und damit auch, ob das Erfordernis der Stoffgleichheit erfüllt ist. Selbst in den seltenen Fällen, in denen eine solche Stoffgleichheit theoretisch bejaht werden könnte, müsste zusätzlich geprüft werden, ob der vom Täter

²³¹ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 57.

²³² Zieschang in Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 106.

²³³ OGH 14 Os 20/96; Hinterhofer in Kert/Kodek, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.89.

²³⁴ Binner, Die Strafbarkeit des Scalping: Eine rechtliche Analyse unter Betrachtung des Insiderhandels, der Marktmanipulation und des Betruges, Kriminalistik (2023), Juli 2023, 439 ff.

²³⁵ OGH 14 Os 20/96; Hinterhofer in Kert/Kodek, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.89.

angestrebte Vermögensvorteil rechtswidrig ist. Mangels konkreter Opfer-Täter-Beziehung und aufgrund der Anonymität des Börsenhandels lässt sich die erforderliche Stoffgleichheit sohin praktisch kaum feststellen.²³⁶

Die Schwierigkeit der Abgrenzung bei der Feststellung des Täuschungscharakters und der erforderlichen Stoffgleichheit, veranschaulicht der Versuch der rechtlichen Qualifikation des Scalpings unter den Betrugstatbestand nach § 146 StGB.

4.2.4 Scalping

Scalping ist ein Spezialfall der marktmanipulativen Praxis des Front Running (zum Front Running siehe sogleich unten). Dabei empfehlen insbesondere Wirtschaftsjournalisten oder Analysten über Massenmedien wie Fernsehen, Fachzeitschriften oder Internetplattformen den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere, die sie zuvor selbst erworben haben. Führt die Empfehlung zu einer erhöhten Nachfrage und damit zu Kurssteigerungen, veräußern die Empfehlungsgeber ihre Papiere mit Gewinn, was von Beginn an intendiert war. Die öffentliche Empfehlung dient somit gezielt dazu, eigene Kursgewinne auszulösen und auszunutzen.²³⁷ Beim Scalping kann bereits zweifelhaft sein, ob die Tat überhaupt das notwendige Täuschungselement aufweist. So werden etwa reine Prognosen und Empfehlungen häufig als bloße Werturteile eingestuft, die mangels Tatsachenbezugs grundsätzlich nicht tatbestandsmäßig sind.²³⁸ Eine Täuschung kann aber dann vorliegen, wenn den einzelnen Kaufempfehlungen ein Tatsachenkern zu Grunde liegt, wie z.B. die wahrheitswidrige Angabe, dass ein bestimmtes börsennotiertes Unternehmen Schürfrechte in einem Goldabbaugebiet erworben hat und deshalb der Kurs der Aktien dieses Unternehmens bald steigen wird. In solchen Fällen liegt dann sehr wohl eine Täuschung über Tatsachen iSd § 146 StGB vor.²³⁹ Gleichwohl kann eine Täuschung vorliegen, wenn der Empfehlende entgegen seiner tatsächlichen Überzeugung handelt und lediglich eine Kursbeeinflussung beabsichtigt. In diesem Fall wird über die eigene innere Haltung getäuscht, was jedoch zu einer problematischen Ausweitung des Tatsachenbegriffs führt. Um eine Überdehnung zu vermeiden, wird vertreten, Empfehlungen seien nur dann als Tatsachenbehauptung anzusehen, wenn sie mit einem Anspruch auf besondere Verbindlichkeit verbunden sind. Teilweise wurde auch angenommen, eine Täuschung liege

²³⁶ Binninger, Die Strafbarkeit des Scalping: Eine rechtliche Analyse unter Betrachtung des Insiderhandels, der Marktmanipulation und des Betruges, Kriminalistik (2023), Juli 2023, 445.

²³⁷ Zieschang in Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 12.

²³⁸ Zieschang in Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 12 ff; Hinterhofer in Kert/Kodek, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.87.

²³⁹ Hinterhofer in Kert/Kodek, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.87.

darin, dass Empfehlungen stillschweigend die Erklärung enthalten, nicht aus eigennützigen Motiven zu erfolgen.

Diese Auffassung in der Literatur überzeugt mE jedoch nicht, da Gewinnstreben am Kapitalmarkt regelmäßig die Norm darstellt. Ein Betrug durch Unterlassen käme nur bei bestehender Garantenpflicht in Betracht, etwa bei Anlageberatern, nicht jedoch beim typischen Fall des Scalping, wo Empfehlungen über Medien verbreitet werden. Selbst wenn eine Täuschung zu bejahen wäre, ist fraglich, ob tatsächlich ein Irrtum ursächlich für die Anlageentscheidung war, da Anleger ihre Kaufentscheidung oft primär von Gewinnerwartungen abhängig machen. Zum anderen bereitet der Nachweis eines Vermögensschadens erhebliche Schwierigkeiten, da Kursbeeinflussungen vielfach nicht eindeutig belegbar sind. Zwar hat der BGH betont, dass an den Nachweis keine überhöhten Anforderungen gestellt werden dürfen, doch bleibt die Feststellung eines Schadens komplex.²⁴⁰ Ferner ist das Erfordernis der Stoffgleichheit problematisch, da der Gewinn des Empfehlenden aus dem späteren Verkauf seiner Aktien nicht zwingend die Kehrseite des Verlusts der Anleger darstellt.²⁴¹ Um nach § 146 StGB strafbar zu sein, müsste der geplante Zuwachs von Vermögenswerten beim Täter selbst oder einem Dritten in jenem Ausmaß erfolgen, um das die Vermögenswerte beim Getäuschten oder einem Dritten verringert werden. Beim Scalping tritt der erstrebte Vermögensvorteil für den Täter regelmäßig erst mit dem späteren Verkauf der zuvor erworbenen und durch die Empfehlung im Kurs gesteigerten Wertpapiere ein. Zu diesem Zeitpunkt haben die getäuschten Anleger ihre Vermögensverfügung bereits vorgenommen, indem sie die Wertpapiere erwarben und so den Kursanstieg auslösten. Stoffgleichheit wäre daher nur gegeben, wenn der Manipulator seine Aktien unmittelbar an jene Personen veräußert, die aufgrund der Täuschung erworben haben. In der Praxis erfolgt der Verkauf jedoch regelmäßig zeitlich nachgelagert und nicht direkt an die durch die Falschinformation beeinflussten Anleger. Da der Wertpapierhandel an der Börse anonymisiert stattfindet, besteht somit keine unmittelbare Zuordnung zwischen dem Schaden der Anleger und dem Gewinn des Täters. Nach der hL fehlt diese Stoffgleichheit beim Scalping regelmäßig, so wie etwa auch das Landesgericht Berlin feststellte.²⁴²

Im Folgenden werden weitere gängige Erscheinungsformen der Marktmanipulation unter dem Blickwinkel des Betrugstatbestandes gemäß § 146 StGB analysiert und zugleich von der strafbaren Marktmanipulation im Sinne des § 164 BörseG 2018 abgegrenzt. Das

²⁴⁰ Zieschang in *Park*, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 12 ff.

²⁴¹ Zieschang in *Park*, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 149 ff.

²⁴² LG Berlin 514 AR 1/07; *Hinterhofer* in *Kert/Kodek*, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.89.

nachfolgende Kapitel 5 widmet sich sodann der Bewertung und rechtlichen Einordnung dieser Praktiken aus der Perspektive des Marktmissbrauchsrechts.

4.2.5 Front Running

Unter Front Running versteht man den Abschluss von Eigengeschäften unter Ausnutzung der Kenntnis bevorstehender Kundenaufträge. Bei umfangreichen Orders kann dies zu Kursbewegungen führen, die dem handelnden Wertpapierunternehmen ermöglichen, durch vorgelagerte Eigengeschäfte Gewinne zu erzielen. Fraglich ist, ob ein solches Verhalten den Betrugstatbestand erfüllt. Wird eine Kundenorder lediglich entgegengenommen und erst im Anschluss ein Eigengeschäft getätigt, so könnte allenfalls eine Täuschung durch Unterlassen in Betracht kommen, sofern eine Garantenstellung mit entsprechender Aufklärungspflicht besteht. Die Rechtsprechung tendiert im Bereich der Anlageberatung zu einer solchen Pflicht, wenngleich offen bleibt, ob sie auch Eigengeschäfte umfasst. Dabei ist stets zu prüfen, ob ein Irrtum des Kunden überhaupt kausal für dessen Entscheidung war. Fehlt die Kausalität, entfällt auch die Strafbarkeit. Schwierigkeiten bestehen zudem beim Nachweis eines konkreten Vermögensschadens, da sich nicht zuverlässig feststellen lässt, ob der Kunde das Wertpapier ohne das vorangegangene Eigengeschäft tatsächlich günstiger hätte erwerben können. Schließlich stellt sich die Frage der Stoffgleichheit: Ein möglicher Nachteil des Kunden, etwa der Erwerb zu einem höheren Preis, spiegelt sich nicht notwendigerweise im Vorteil des Unternehmens wider, da dieses aus der späteren Veräußerung der zuvor erworbenen Papiere profitiert. Denkbar wäre allenfalls ein drittnütziger Betrug zugunsten des ursprünglichen Verkäufers, doch ist eine entsprechende Absicht regelmäßig kaum nachweisbar.²⁴³

4.2.6 Cornering

Der Aufbau eines Market Corner zielt darauf ab, durch die Schaffung einer monopolartigen Stellung den Kurs eines Wertpapiers zu beeinflussen. Der Handelnde erlangt dadurch faktische Kontrolle über die Nachfrage und eine dominierende Marktposition. Da hierbei tatsächlich wirksame Wertpapiergeschäfte erfolgen, kommt eine Täuschung allenfalls im Hinblick auf die Beweggründe der Transaktionen in Betracht. Allerdings wird beim Erwerb von Wertpapieren üblicherweise kein bestimmtes Motiv konkludent erklärt, sodass ein Betrug allenfalls durch Unterlassen in Betracht käme, sofern eine Aufklärungspflicht, etwa auf Grundlage einer Garantenstellung, bestünde. Besonders problematisch ist zudem der Nachweis eines Vermögensschadens. Argumentiert werden könnte, dass der künstlich erzeugte Preisanstieg Anleger dazu veranlasst, Wertpapiere überteuert zu erwerben. Dies

²⁴³ Zieschang in Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 112 ff.

setzt jedoch voraus, dass die Kurssteigerung tatsächlich auf den Aufbau des Market Corner zurückzuführen ist - ein Nachweis, der angesichts vielfältiger Einflussfaktoren nur schwer zu erbringen ist. Auch die Ermittlung einer konkreten Schadenshöhe gestaltet sich schwierig. Schließlich fehlt es vielfach an der Stoffgleichheit, da die Verluste der Anleger nicht notwendigerweise unmittelbar in einen Vorteil des Handelnden münden, es sei denn, die getäuschten Anleger erwerben ihre Aktien direkt vom Monopolisten.²⁴⁴

4.2.7 Leerverkäufe

Ein Leerverkauf liegt vor, wenn Wertpapiere veräußert werden, die sich im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses weder im Eigentum noch in Kommission des Verkäufers befinden, mit dem Ziel, diese später zu einem günstigeren Kurs zurückzukaufen. Erfolgen Leerverkäufe in erheblichem Umfang zur Kursbeeinflussung, stellt sich die Frage nach ihrer strafrechtlichen Relevanz. Eine Täuschung könnte nur dann vorliegen, wenn der Verkäufer wahrheitswidrig behauptet, bereits Eigentümer der Papiere zu sein. Schweigt er hierzu, ist zu prüfen, ob eine konkludente Erklärung anzunehmen ist. Mit Abschluss des Kaufvertrages verpflichtet sich der Verkäufer jedoch lediglich, das Eigentum zu verschaffen, nicht aber, dieses bereits zu besitzen. Die konkludente Aussage beschränkt sich somit darauf, leistungsbereit und nach eigener Einschätzung auch leistungsfähig zu sein. Da der Leerverkäufer diese Pflicht durch späteren Erwerb erfüllen kann, liegt insoweit keine Täuschung vor. Auch über den Zweck oder die Motive des Geschäfts wird nicht konkludent aufgeklärt. Eine Täuschung durch Unterlassen kommt daher nur bei Bestehen einer besonderen Offenbarungspflicht in Betracht.²⁴⁵

4.2.8 Pump-and-Dump

Unter Pump-and-Dump versteht man das abgestimmte Vorgehen mehrerer Akteure, die durch gezielte Handelsaktivitäten den Kurs eines Finanzinstruments künstlich in die Höhe treiben, um ihre eigenen Bestände anschließend gewinnbringend zu veräußern. Typisch sind aufeinanderfolgende Kaufaufträge zu steigenden Preisen, die eine Nachfrageillusion erzeugen. Zwar werden dabei tatsächlich wirksame Wertpapiergeschäfte abgeschlossen, doch wird mit dem Erwerb kein bestimmtes Motiv konkludent erklärt. Mangels Stoffgleichheit scheidet eine Betrugsstrafbarkeit regelmäßig aus: Der Nachteil der Anleger, die zu überhöhten Preisen kaufen, entspricht nicht unmittelbar dem Vorteil der Täter, die ihren Gewinn aus der späteren Veräußerung der zuvor erworbenen Papiere erzielen. In

²⁴⁴ Zieschang in Park, Kapitalmarktsstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 133 ff.

²⁴⁵ Zieschang in Park, Kapitalmarktsstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 131 ff.

Betracht käme allenfalls ein drittnütziger Betrug zugunsten des ursprünglichen Verkäufers, dessen Absicht jedoch in der Praxis kaum nachweisbar ist.²⁴⁶

4.2.9 Wash Sales

Wash Sales zeichnen sich dadurch aus, dass zwar formell Kauf- und Verkaufsgeschäfte stattfinden, wirtschaftlich jedoch kein Eigentumswechsel erfolgt, da Käufer und Verkäufer identisch oder zumindest wirtschaftlich verflochten sind. Durch diese Scheingeschäfte wird der Eindruck gesteigerter Marktaktivität erzeugt, was Kursbewegungen auslösen kann. Fraglich ist, ob darin ein tatbestandsrelevantes Täuschungsverhalten liegt. Nach herrschender Ansicht reicht die bloße Manipulation von Objekten ohne Bezug zur Vorstellungsbildung Dritter nicht aus, um eine Täuschung anzunehmen. Zwar ließe sich argumentieren, dass konkludent erklärt werde, ein tatsächlicher Eigentumsübergang habe stattgefunden; eine solche Aussage wird dem bloßen Handel jedoch nach der Verkehrsauffassung nicht entnommen. Eine Betrugsstrafbarkeit könnte allenfalls dann in Betracht kommen, wenn durch zivilrechtlich unwirksame Geschäfte gleichwohl Handelstätigkeit vorgetäuscht oder eine bestehende Aufklärungspflicht verletzt wird, was in den Bereich des Unterlassungsbetrugs fällt. Ein möglicher Vermögensschaden bestünde darin, dass Anleger infolge der künstlich erzeugten Handelsaktivität Wertpapiere zu überhöhten Kursen erwerben. Der Nachweis einer solchen Kursbeeinflussung ist jedoch besonders schwierig. Zudem bereitet das Merkmal der Stoffgleichheit Probleme: Der Nachteil der Anleger entspricht nicht unmittelbar einem Vorteil auf Seiten der Handelnden.²⁴⁷

4.2.10 Grenzen zwischen Marktmanipulation und Betrugstatbestand

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass marktmanipulative Praktiken nur in Ausnahmefällen eine Strafbarkeit wegen Betrugs begründen. So weisen beide Delikte zwar auf den ersten Blick strukturelle Gemeinsamkeiten auf als beide an ein täuschungsähnliches Verhalten anknüpfen. Sie unterscheiden sich jedoch wesentlich in ihrer Zielrichtung, dem Schutzzweck und der dogmatischen Konstruktion ihrer Tatbestandsmerkmale. Während der Betrug primär dem Individualschutz des Vermögens dient und eine Täuschungshandlung voraussetzt, die beim Opfer einen Irrtum und in der Folge eine vermögensmindernde Verfügung hervorruft, zielt der Tatbestand der

²⁴⁶ Zieschang in Park, Kapitalmarktsstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 145.

²⁴⁷ Zieschang in Park, Kapitalmarktsstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 174.

Marktmanipulation auf den Schutz der Funktionsfähigkeit und Integrität der Finanzmärkte ab.

Die Grenzen der Subsumtion einer Marktmanipulation unter den Betrugstatbestand zeigen sich regelmäßig bereits bei der Bestimmung der konkreten Täuschungshandlung. In vielen Fällen lässt sich nicht sicher bestimmen, dass die jeweilige Aussage oder das Verhalten des Täters tatsächlich ursächlich für eine vermögensmindernde Entscheidung des Opfers war. So wäre bei Verhaltensweisen wie dem Front Running eine Täuschung nur denkbar, wenn eine konkrete Rechtspflicht zur Offenlegung verletzt wird. Kursprognosen oder Empfehlungen wiederum stellen gerade keine Tatsachenbehauptungen dar, weshalb ihnen das zentrale Element einer betrugsrelevanten Täuschung fehlt, obwohl sie im Kontext der Marktmanipulation häufig eine zentrale Rolle spielen. Ferner ist bei handlungsbasierten Marktmanipulationen wie Pump-and-Dump fraglich, inwieweit den konkreten Transaktionen überhaupt ein betrugsrechtlich relevanter Erklärungswert zukommt, da sie sich auf rein faktische Handlungen beschränken und für sich genommen keine kommunikative Täuschung der Geschädigten begründen. Schließlich scheitert die Anwendung des Betrugsrechts in den meisten Fällen an der Stoffgleichheit: Der Gewinn des Täters entsteht in der Regel nicht unmittelbar aus einem Verlust der Anleger, sondern aus der allgemeinen Kursentwicklung, weshalb eine wechselseitige Verknüpfung kaum nachweisbar ist.

Vor diesem Hintergrund hat der Gesetzgeber mit § 164 Abs 1 BörseG 2018 eine eigenständige Strafnorm geschaffen, die Marktmanipulation in ihren vielfältigen Erscheinungsformen erfasst und sanktioniert, ohne an die strengen Voraussetzungen des Betrugstatbestandes anzuknüpfen.²⁴⁸

4.3 Rolle der Finanzmarktaufsicht

Zuständige Behörde für die Durchsetzung der Zwecke der MAR ist nach Art 22 die FMA, die unbeschadet der Zuständigkeit der ordentlichen Gerichte, ihre Aufgaben im Rahmen der Aufsicht wahrzunehmen hat. Bei der Verfolgung von Verwaltungsübertretungen hat die FMA gemäß § 154 BörseG 2018 das VStG anzuwenden (§ 158 Abs 2). § 153 BörseG 2018 räumt der FMA dabei besondere Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse ein. Wie bereits oben ausführlich dargelegt, werden nach der Systematik des BörseG 2018 Marktmissbrauchsdelikte im Unterschwellenbereich verwaltungsstrafrechtlich geahndet, während schwerwiegende Verstöße dem gerichtlichen Strafverfahren vorbehalten bleiben (§§ 162 ff. BörseG 2018). Für diese duale Zuständigkeitsverteilung sieht das BörseG 2018 in den §§ 167 ff. ein Sonderregime vor, das die Aufgabenwahrnehmung der FMA im Dienste

²⁴⁸ Hinterhofer in Kert/Kodek, HB Wirtschaftsstrafrecht (2022) Kap 3, Rz 3.92.

der Strafrechtspflege regelt.²⁴⁹ Zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben stehen der FMA eine Vielzahl an Instrumenten zur Verfügung (§ 153 (1) Z 1 bis 11 BörseG 2018), darunter etwa der Zugang zu Unterlagen und Daten, die Befugnis Auskünfte zu Geschäftsangelegenheiten eines Unternehmens bzw. einer Person zu verlangen, die Vor-Ort Prüfung, die Befugnis den Handel mit den betreffenden Finanzinstrumenten gemäß Anhang I Abschnitt C der MiFID II auszusetzen bis hin zur Verhängung eines Berufsverbots. Gegen ein von der FMA erlassenes Straferkenntnis kann der Betroffene binnen vier Wochen Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht erheben (Art 130 Abs 1 Z 1 B-VG; § 22a FMABG²⁵⁰ iVm § 7 Abs 4 VwGVG). Der Beschwerde kommt gemäß § 41 VwGVG aufschiebende Wirkung zu.²⁵¹

Verwaltungsübertretungen nach dieser Bestimmung verjähren binnen 18 Monaten (Verfolgungsverjährung, § 22 Abs 7 FMABG). Maßgeblich ist, ob innerhalb dieser Frist eine taugliche Verfolgungshandlung die behördliche Sphäre der FMA verlassen hat. Der Eintritt der Verfolgungsverjährung begründet ein Verfolgungshindernis. Die Frist beginnt mit Vollendung des Delikts, bei fortgesetzten Delikten mit Beendigung des letzten tatbildmäßigen Verhaltens. Die Strafbarkeitsverjährung richtet sich nach § 31 Abs 2 VStG und führt nach drei Jahren zum Erlöschen der Strafbarkeit. Schließlich sieht § 32 Abs 3 VStG vor, dass ein Straferkenntnis der FMA drei Jahre nach Eintritt der Rechtskraft nicht mehr vollstreckt werden kann (Vollstreckungsverjährung).²⁵²

Gelangt die FMA zu der Einschätzung, dass die Verfolgung einer Tat in die Zuständigkeit des Gerichts fällt, hat sie die Staatsanwaltschaft unverzüglich zu verständigen. Das von der FMA in derselben Sache geführte Verfahren ist in diesem Fall vorläufig zu unterbrechen und weitere Ermittlungen können nur auf ausdrücklichen Auftrag der Staatsanwaltschaft durchgeführt werden.²⁵³ Nach § 168 BörseG 2018 hat die FMA auf Auftrag der Staatsanwaltschaft Aufgaben im Dienste der Strafrechtspflege wahrzunehmen, ihr kommen etwa spezielle Informationspflichten, Mitwirkungs- und Berichtspflichten zu. § 168 BörseG 2018 schafft jedoch keine neuen Befugnisse der FMA, die über jene in § 153 Abs 1 BörseG 2018 geregelten hinausgehen, sondern stellt klar, dass die FMA in gerichtlichen Strafverfahren nur im Auftrag der Staatsanwaltschaft tätig werden darf und eigenständige Ermittlungen der FMA stets unzulässig sind.²⁵⁴ Gemäß Abs 1 hat sich die

²⁴⁹ Oppitz in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 153 BörseG 2018 Rz 3.

²⁵⁰ Bundesgesetz über die Errichtung und Organisation der Finanzmarktaufsichtsbehörde BGBl I Nr 97/2001.

²⁵¹ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 139.

²⁵² Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 141.

²⁵³ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 167 BörseG 2018 Rz 2.

²⁵⁴ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 168 BörseG 2018 Rz 1.

Staatsanwaltschaft in Strafverfahren nach §§ 163 und 164 BörseG 2018 grundsätzlich der FMA zu bedienen. Aus Abs 2 und 3 ergibt sich, dass die Staatsanwaltschaft die Kriminalpolizei nur dann mit Ermittlungen zu beauftragen hat, wenn die Befugnisse der FMA für die erforderlichen Maßnahmen nicht ausreichen. Das Gesetz nennt hierzu beispielhaft Sicherstellungen, Beschlagnahmen, Durchsuchungen und Festnahmen. Damit wird deutlich, dass die FMA ihre Befugnisse, sofern sie an deren Ausübung gehindert ist, nicht mit Zwang durchsetzen kann. Für die Durchführung von Zwangsmaßnahmen ist daher stets die Mitwirkung der Kriminalpolizei erforderlich.²⁵⁵

²⁵⁵ Rohregger/Palmstorfer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 154 BörseG 2018 Rz 141 ff.

III. Marktmanipulation am Kapitalmarkt

5 Der Tatbestand der Marktmanipulation - Struktur, Typologien und Anwendungsbeispiele

5.1 Anwendungsbereich der MAR

Vom sachlichen Anwendungsbereich der MAR erfasst sind nach Art 3 Abs 1 Z 1 MAR Finanzinstrumente im Sinne des Art 4 Abs 1 Z 15 MiFID II, mit einem Finanzinstrument verbundene Waren-Spotkontrakte, auf Emissionszertifikaten beruhende Auktionsobjekte und Referenzwerte, jeweils unter unterschiedlichen Voraussetzungen. Finanzinstrumente iSd MiFID II sind die in Anhang I Abschnitt C der VO genannten Instrumente, darunter fallen u.a. übertragbare Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAW und AIFs), Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward Rate Agreements) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze iSd Z 4 oder Waren, die bar abgerechnet werden iSd Z 5, finanzielle Differenzkontrakte (CFDs) und weitere Handelsgegenstände. Die MAR erstreckt sich darüber hinaus auch auf Finanzinstrumente, die zwar nicht direkt auf einem organisierten Handelsplatz gehandelt werden, deren Wert oder Kurs allerdings von einem auf diesen Handelsplätzen gehandelten bzw. zugelassenen Finanzinstrument abhängt und erfasst Finanzderivate, bestimmte Warenderivate, Credit Default Swaps, Total Return Swaps, kreditausfallsbezogene Finanzprodukte, synthetisch forderungsbesicherte Wertpapiere (CDOs), Total Rate of Return Swaps (Übertragung von Markt- und Kreditrisiken), Downgrade-Optionen und creditspreadbezogene Derivate, finanzbezogene Contracts for Differences (CFDs) sowie bestimmte zumindest bar abwickelbare, nicht finanzbezogene Derivate und bestimmte Emissionszertifikate.²⁵⁶

Der Geltungsbereich der MAR erstreckt sich gemäß Art 2 über den geregelten Markt (lit a) hinaus auch auf Multilaterale Handelssysteme (MTF) (lit b), Organisierte Handelssysteme (OTF) (lit c) sowie Handlungen und Maßnahmen, welche unabhängig von einem Handelsplatz durchgeführt werden und sich auf ein dort gehandeltes oder zugelassenes Finanzinstrument auswirken können (lit d).²⁵⁷ Die MAR deckt einen breiten Anwendungsbereich ab, da auch Finanzinstrumente erfasst werden, die nicht an einem Handelsplatz, sondern beim jeweiligen Anbieter direkt gehandelt werden.

²⁵⁶ mwN Gruber, *BörseG* 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 32; Guggenberger in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörseG/MAR* (2018) Art 2 Marktmissbrauchsverordnung Rz 7.

²⁵⁷ ErwGr 8 MAR 596/2014 ABI L 2014/173, 1; Guggenberger in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörseG/MAR* (2019), Art 2, Rz 1.

Finanzinstrumente müssen einen Marktbezug zu einem geregelten Markt, einem MTF oder OTF aufweisen. Die Handelsplätze werden in der MiFID II definiert. In Art 3 MAR finden sich hierzu Verweise auf die entsprechenden Begriffsbestimmungen in der MiFID II.²⁵⁸ Art 2 Abs 3 MAR normiert, dass die MAR für alle Geschäfte, Aufträge und Handlungen gilt, die eines der in den Absätzen 1 und 2 genannten Finanzinstrumente betreffen, unabhängig davon, ob ein solches Geschäft, ein solcher Auftrag oder eine solche Handlung auf einem Handelsplatz getätigt wurden.²⁵⁹ Die marktmanipulative Handlung muss nicht auf einem dieser Märkte gesetzt werden, sondern kann auch außerhalb davon getätigt werden. Finanzinstrumente ohne eigenen Marktbezug unterfallen der MAR, sofern sich die unmittelbar manipulierten Finanzinstrumente auf das Finanzinstrument mit dem Marktbezug auswirken.²⁶⁰ Dadurch sollen Umgehungshandlungen verhindert werden. An dieser Stelle wird das in ErwGr 8 zur MAR festgehaltene Ziel des Gesetzgebers - den gesamten Handel mit Finanzinstrumenten soweit möglich zu regulieren - deutlich.²⁶¹

Marktmanipulation ist ein sog. Jedermannsdelikt.²⁶² Der persönliche Anwendungsbereich erstreckt sich auf natürliche und juristische Personen, die einzeln oder gemeinsam handeln.²⁶³

Die MAR gilt nicht nur für Finanzinstrumente im EU-Raum, sondern auch für Finanzinstrumente in Drittländern. So bestimmt Art 2 Abs 4 MAR, dass Verbote und Anforderungen für Handlungen und Unterlassungen in Bezug auf die in Abs 1 und Abs 2 angeführten Instrumente in der Union und in Drittländern gelten. Um Umgehungen zu vermeiden wurde der räumliche Anwendungsbereich daher mittels dieser allgemein formulierten Bestimmung auf Handlungen außerhalb der EU ausgedehnt, womit auch ein umfassender Schutz der Kapitalmärkte gewährleistet werden soll. Grenzüberschreitende Fälle, die sich auf Aktivitäten mit Instrumenten iSd Abs 1 und Abs 2 beziehen, fallen damit in den Anwendungsbereich der MAR.²⁶⁴ Die MAR kann sohin extraterritorial angewendet werden. Entscheidend für die Anwendbarkeit ist dabei nicht der Ort der marktmissbräuchlichen Handlung, sondern dass die Handlung in Bezug auf ein Finanzinstrument erfolgt, das gem. Art 2 Abs 1 MAR zum Handel auf einem solchen Markt beantragt wurde. Der erforderliche Bezug liegt dann vor, wenn sich die Handlung potentiell auf den Preis des Finanzinstruments auswirkt und sohin eine Gefahr für die Marktintegrität

²⁵⁸ Art 3 Abs 1 Z 6, Z 7 und Z 8 MAR.

²⁵⁹ Guggenberger in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), Art 2, Rz 16.

²⁶⁰ Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 32; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 32; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR (2023) Art 12 Rz 30.

²⁶¹ Guggenberger in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), Art 2, Rz 16.

²⁶² Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rz 10.

²⁶³ Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 36.

²⁶⁴ Guggenberger in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), Art 2, Rz 17; Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 37.

begründet wird. Sind hingegen Finanzinstrumente aus Drittländern betroffen, dann gelangt die MAR selbst bei in der EU begangenen Tathandlungen nicht zur Anwendung. Die Anwendbarkeit setzt sohin zwingend voraus, dass das betreffende Finanzinstrument zumindest in einem Mitgliedsstaat gehandelt wird oder zum Handel zugelassen ist.²⁶⁵

Die Frage des räumlichen Anwendungsbereichs der Verordnung gewinnt gerade vor dem Hintergrund zunehmend internationalisierter und vernetzter Kapitalmärkte erhebliche praktische Relevanz. Der Wertpapierhandel vollzieht sich heute selten ausschließlich innerhalb nationaler Grenzen, vielmehr sind Transaktionen, Emissionen und Investitionen in hohem Maße grenzüberschreitend geprägt. Dies führt dazu, dass auch marktmissbräuchliche Handlungen nicht an staatliche Territorien gebunden sind, sondern in einem Land gesetzt werden können, deren Auswirkungen sich in einem anderen Land entfalten. Etliche Beispiele aus der internationalen Praxis, auf die im Zuge dieser Dissertation ausführlicher eingegangen wird, verdeutlichen, dass ein wirksamer Anlegerschutz und die Wahrung der Marktintegrität ohne eine extraterritoriale Ausgestaltung der Vorschriften kaum zu gewährleisten wäre. Vor diesem Hintergrund ist es für die Durchsetzung der unionsrechtlichen Kapitalmarktregeln mE unerlässlich, zu regeln, in welchem Umfang die MAR auch über die Grenzen der EU hinaus Anwendung findet und europäische Investoren schützen soll.

Eine vergleichbare Ausgangssituation zeigt sich mE am Markt für Kryptowerte, dessen Struktur seit seiner Entstehung international geprägt ist. Transaktionen erfolgen über globale Handelsplattformen, Marktteilnehmer sind weltweit verteilt, und die zugrundeliegenden Technologien, wie insbesondere Distributed-Ledger-Systeme operieren nicht innerhalb territorialer Grenzen. Vor diesem Hintergrund wäre eine auf den EU-Raum beschränkte Regulierung unzureichend, um Marktintegrität und Anlegerschutz effektiv zu gewährleisten. Der europäische Gesetzgeber hat daher in Anlehnung an die MAR auch bei Schaffung der MiCAR²⁶⁶ einen extraterritorialen Anwendungsbereich vorgesehen, um den grenzüberschreitenden Risiken des Kryptomarktes Rechnung zu tragen. Art 86 MiCAR, welcher den räumlichen Anwendungsbereich der Verordnung festlegt, lehnt sich sohin inhaltlich an Art 2 der MAR an (siehe dazu genauer Kapitel 9.4.2).

²⁶⁵ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 2 Rz 103 ff.

²⁶⁶ Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937, ABl. L 150 vom 31. Mai 2023, 2.

5.2 Begriffsdefinition der Marktmanipulation nach Art 12 MAR

Art 1 MAR legt den Regelungszweck der Verordnung fest, wonach der Schutz der Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Anleger in dessen ordnungsgemäßes Funktionieren, Ziel der Verordnung ist. Erfolgreiche Manipulationen führen zum Handel mit nicht marktgerechten Preisen und können letztlich zu hohen Verlusten auf Seiten der einzelnen Anleger führen. Dadurch schwindet das Vertrauen der Anleger, die in weiterer Folge vom Markt abwandern und ihr Kapital abziehen, der Markt droht auszutrocknen. Um dies zu verhindern, verfolgt die MAR das Ziel die Funktion des Kapitalmarktes zu schützen (Funktionsschutz) und gleichzeitig die individuellen Anleger vor Übervorteilung zu schützen (Individualschutz).²⁶⁷ Art 15 MAR enthält das Verbot der Marktmanipulation. Gleichzeitig regelt die CSMAD die kriminalstrafrechtliche Verantwortlichkeit.

Die zentrale gesetzliche Bestimmung, welche den Tatbestand der Marktmanipulation festlegt, befindet sich in Art 12 MAR. Diese enthält jedoch keine abstrakte gesetzliche Definitionsnorm, sondern beschreibt vier Varianten der Tathandlung. Damit trägt der europäische Gesetzgeber dem Umstand Rechnung, dass Erscheinungsformen der Marktmanipulation einem stetigen Wandel unterliegen, bedingt durch neue Technologien, Finanzprodukte und Handelstechniken, was eine möglichst flexible Rechtsanwendung erforderlich macht. Wie dynamisch diese Entwicklungen verlaufen, zeigen die jüngsten Jahre. Die voranschreitende Marktdurchdringung von Neobrokern und Banken mit ihren innovativen Geschäftsmodellen sowie die wachsende Rolle von Influencern in der Anlageberatung haben das Investorenverhalten spürbar verändert. Besonders anschaulich zeigt sich dieser Strukturwandel mE im Bereich der Kryptowerte, wo Social Media, digitale Handelsplattformen und neuartige Marktakteure die Interaktion zwischen Anlegern und Märkten innerhalb kurzer Zeit grundlegend transformiert haben. Diese Entwicklungen verdeutlichen die Notwendigkeit einer flexiblen und anpassungsfähigen Regulierung, um wirksam auf neu entstehende Missbrauchsformen reagieren zu können.

Die Definition der Marktmanipulation nach Art 12 gilt nur für die MAR selbst. Die flankierende CSMAD enthält in Art 5 Abs 2 zwar eine im Wesentlichen deckungsgleiche Begriffsbestimmung, diese ist jedoch enger gefasst als jene in der MAR.²⁶⁸

²⁶⁷ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rz 3; *Gruber*, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 31.

²⁶⁸ *Schmolke* in *Klöhn* (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 1; *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 1; *Glaser* in *Glaser/Kert* (Hrsg), Marktmanipulation und Insiderhandel (2017) 59.

5.3 Erscheinungsformen der Marktmanipulation

Die verschiedenen Erscheinungsformen der Marktmanipulation wurden erstmals im Rahmen der ökonomischen Forschung systematisiert und nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten in drei Varianten unterteilt.²⁶⁹ In der ökonomischen Literatur differenzierte man bereits 1992 die vielfältigen Formen, um Marktmanipulation zu begehen, und verwendete hierfür die Terminologien „*action-based*“, „*information-based*“ und „*trading-based*“, um die verschiedenen Begehungsweisen der Marktmanipulation voneinander abzugrenzen und einzuordnen.²⁷⁰ In der MAR wird das von der Ökonomie hergeleitete System in Grundzügen übernommen, baut aber auf einer eigenen Klassifikation auf.²⁷¹ Art 12 MAR folgt der Vorgängerbestimmung in Art 1 Abs 1 Nr 2 MAD 2003. Die Grundtatbestände der handels- und informationsgestützten Marktmanipulation lehnen sich an den Definitionen der Vorgängerbestimmung an. Die Referenzwert-Manipulation wurde mit der MAR erstmals geregelt und 2016 als Reaktion auf Manipulationen des LIBOR und EURIBOR eingefügt. Sie wird als eine Sonderform der informationsgestützten Manipulation eingeordnet. Art 12 MAR dehnt im Vergleich zur Vorgängerregelung das Delikt der Marktmanipulation noch weiter aus, indem nicht nur handelsgestützte Aktivitäten, sondern auch sonstige (Täuschungs)-handlungen erfasst werden.²⁷² Damit wird eine dritte Kategorie von Marktmanipulation erfasst, die handlungsgestützte Tatbestände unter Strafe stellt in denen der Manipulator Umstände herbeiführt, die zu einem Kursverfall- oder anstieg in der Unternehmenswirklichkeit führt.²⁷³

5.4 Verhaltensbasierte Marktmanipulation

5.4.1 Handelsgestützte Marktmanipulation gemäß lit a

Art 12 Abs 1 lit a MAR enthält die Tatbegehungsvariante der handelsgestützten Marktmanipulation und regelt diese wie folgt.

„Für die Zwecke dieser Verordnung umfasst der Begriff „Marktmanipulation“ folgende Handlungen:

²⁶⁹ *Allen/Gale*, Stock-Price Manipulation, The Review of Financial Studies (1992) Bd 5 503; *Allen/Gorton*, Stock price manipulation, market microstructure and asymmetric information, European Economic Review (1992), 624; *Gruber*, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2 Art 12 Rz 18; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 16 Rz 4 mwN.

²⁷⁰ *Allen/Gale*, Stock-Price Manipulation, The Review of Financial Studies (1992) Bd 5 503.

²⁷¹ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 16 Rz 4 mwN.

²⁷² *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 6; *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 4.

²⁷³ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 16 Rz 4.

a) Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags sowie jede andere Handlung, die

i) falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot- Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist, oder

ii) ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts sichert oder bei der dies wahrscheinlich ist;“

Zu den Tathandlungen der handelsbasierten Variante gehören der Abschluss eines Geschäfts oder die Erteilung eines Handelsauftrags. Beim Abschluss des Geschäfts wird auf das Zustandekommen des zugrundeliegenden Verpflichtungsgeschäfts abgestellt, auf die tatsächliche Ausführung kommt es hingegen nicht an. Umfasst sind sowohl börsliche als auch außerbörsliche Geschäfte oder Transaktionen.²⁷⁴ Abgestellt wird hierbei auf ein kapitalmarktrechtliches Verständnis von Transaktionen und Ordnern, der zivilrechtlichen Beurteilung des zugrundeliegenden Kaufgeschäfts kommt keine Relevanz zu.²⁷⁵ Tathandlung können fiktive Geschäfte sein, die zur Vermittlung des Eindrucks erhöhter Handelsaktivitäten vorgenommen werden und denen die für übliche Wertpapiergeschäfte wirtschaftliche Erheblichkeit fehlt. Zudem können auch effektive Geschäfte mit wirtschaftlicher Relevanz Mittel für die Marktmanipulation sein.²⁷⁶ Ferner kann eine Marktmanipulation durch Erteilung eines Handelsauftrages stattfinden.²⁷⁷ Die Definition des Handelsauftrages bestimmt sich nach ErwGr 10 DelVO 2016/522²⁷⁸ und umfasst alle Arten von Aufträgen, einschließlich Erstaufträgen, Änderungen, Aktualisierungen und Stornierungen, unabhängig davon, ob sie ausgeführt wurden, welche Mittel genutzt wurden, um Zugang zum Handelsplatz zu erlangen oder ein Geschäft zu schließen oder einen Handelsauftrag auszuführen, und ob der Auftrag in das Orderbuch des Handelsplatzes aufgenommen wurde.²⁷⁹

²⁷⁴ Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 9.

²⁷⁵ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 37.

²⁷⁶ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rz 22.

²⁷⁷ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 37 ff.

²⁷⁸ DelVO (EU) 2016/522 der Kommission vom 17.12.2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABI L 2016/88, 1.

²⁷⁹ Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 41; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 37 ff.

Art 12 Abs 1 lit a normiert, dass neben o.a. Aktivitäten auch „jede andere Handlung“ („any other behaviour“) zur Marktmanipulation geeignet sein kann. Als Auffangtatbestand umfasst die sog. handlungsgestützte Tatbegehungsvariante sämtliche andere Manipulationen, die durch ein aktives Tun erfolgen und mit Geschäften bzw. Handelsaufträgen vergleichbar sind.²⁸⁰ Über die Frage, ob eine „Handlung“ auch durch ein pflichtwidriges Unterlassen erfolgen kann, herrscht in der österreichischen und deutschen Literatur ein Meinungsstreit.²⁸¹ Uneinig ist sich die Lehre auch bei der Frage, ob die informationsgestützte Marktmanipulation unter lit a als „jede andere Handlung“ einzuordnen ist. Dagegen spricht, dass die informationsgestützte Marktmanipulation explizit in lit c geregelt wird, welche die lit a als *lex specialis* verdrängt.²⁸²

Letzterer Ansicht²⁸³ ist vor dem Hintergrund zu folgen, dass der Regelungszweck der MAR mE gerade darin liegt, unterschiedliche Manipulationsformen zu erfassen und möglichst klar voneinander abzugrenzen, um die spezifischen Gefährdungspotenziale der einzelnen Tatbegehungsvarianten gezielt zu adressieren. Informationsbasierte Manipulationen wirken sich in der Praxis anders aus als handlungsbasierte Strategien, weil diese unmittelbar auf die Wahrnehmung der individuellen Anleger abzielen und weniger auf das Marktgeschehen durch konkrete Geschäfte oder Handelsaufträge. Die ausdrückliche Regelung der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen in Form eines eigenständigen Tatbestandes in lit c verdeutlicht mE, dass der Unionsgesetzgeber diese Tatbegehungsform als *lex specialis* konzipiert hat, die der allgemeinen Auffangklausel der lit a vorgeht. So enthält lit a mit der Formulierung „jede andere Handlung“ zwar einen weit gefassten Auffangtatbestand, der grundsätzlich alle durch aktives Tun verwirklichbaren Manipulationsformen erfassen soll. Allerdings würde eine Subsumtion informationsbasierter Manipulationen unter lit a nicht nur die gesetzliche Struktur unterlaufen, sondern auch die Systematik der MAR verwässern, die zwischen handlungsbasierten und informationsbasierten Manipulationen differenziert.

²⁸⁰ Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 41.

²⁸¹ Für die Einordnung des pflichtwidrigen Unterlassens als Erscheinungsform der Marktmanipulation gem. Art 12 MAR spricht sich u.a. Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 196ff; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 10 aus, dagegen argumentieren u.a. Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 42, Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 62 sowie Sajnovits/Wagner, WM 2017, 1189.

²⁸² Für die Einordnung informationsgestützte Marktmanipulation unter lit a Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 196 ff; dagegen Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 41; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 65.

²⁸³ Gruber, BörseG 2018/MAR (2020) Bd 2, Art 12, Rz 41; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 65.

5.4.2 Auswirkung der handelsgestützten Manipulationshandlung

5.4.2.1 Aussenden falscher oder irreführender Signale

Die Tathandlung muss einen Effekt auslösen oder ex ante wahrscheinlich auslösen, wobei Art 12 MAR zwei mögliche Varianten dafür festlegt. Gemäß Z i muss die Tathandlung falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot- Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts geben bzw. aussenden oder es muss ex ante wahrscheinlich sein, dass die Tathandlung diese Signale gibt.²⁸⁴ Im Anhang I Abschnitt A der delegierten Verordnung (EU) 2016/522 befindet sich eine taxative Auflistung von Indikatoren, die den Verdacht für eine manipulative Handlung nahe legen und den Tatbestand weiter konkretisieren.²⁸⁵ Ein Signal ist falsch, wenn es nicht mit den tatsächlichen Verhältnissen des gegenständlichen Instruments übereinstimmt.²⁸⁶ Irreführend ist das Signal, wenn es geeignet ist, bei einem verständigen Anleger eine Fehlvorstellung hervorzurufen. Ein irreführendes Signal kann sohin grundsätzlich der Wahrheit entsprechen, jedoch aufgrund äußerer damit zusammenhängender Umstände, wie etwa durch die Darstellungsweise, eine Fehlvorstellung beim verständigen Marktteilnehmer verursachen.²⁸⁷ Die Beurteilung ob ein Signal falsch oder irreführend ist setzt voraus, dass ein verständiger Anleger dieses Signal überhaupt als solches wahrnimmt und dieses folglich Einfluss auf sein Angebots- oder Nachfrageverhalten nimmt. Zu den vom verständigen Anleger wahrgenommenen Verhältnissen auf dem jeweiligen Markt zählen insbesondere das marktgerechte Angebot und die marktgerechte Nachfrage, aber auch die Marktliquidität.²⁸⁸

Die Judikatur bejaht eine Irreführungseignung eines Signals über die Nachfrage von Wertpapieren etwa bei Kompensgeschäften und Crossings, da diesem Geschäft wirtschaftlich unbegründete Scheingeschäfte zugrunde liegen, bei denen der wirtschaftliche Eigentümer der Gleiche ist.²⁸⁹ Kompensgeschäfte durch die Erteilung zeitgleicher Kauf- und Verkaufsorders mit jeweils gleichem Volumen und Limit widersprechen somit laut VwGH jedenfalls dem Gedanken der Markttransparenz und können bei Marktteilnehmern eine

²⁸⁴ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 42; Gruber, BörseG 2018/MAR (2020), Art 12, Rz 44.

²⁸⁵ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 50.

²⁸⁶ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 47; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) Art 12 Marktmissbrauchsverordnung Rz 12.

²⁸⁷ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 47; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR, Art 13 MAR Rz 12.

²⁸⁸ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 81.

²⁸⁹ VwGH 29.04.2014, 17 0148/2012; Finanzmarktaufsicht, Crossings, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/kapitalmaerkte/marktmissbrauch/marktmissbrauch/crossings/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Fehlvorstellung über den Umfang der Handelstätigkeit hervorrufen.²⁹⁰ Dadurch kann wegen der falschen Darstellung des Volumens die Kursentwicklung beeinflusst werden, weil die Umsatzentwicklung für Marktteilnehmer einen bedeutenden Faktor im Rahmen der Kaufentscheidung darstellt.²⁹¹ Die (wahrscheinliche) Signalwirkung hängt von der Auffassung eines verständigen Marktteilnehmers ab, sofern dieser die Handlung im Rahmen seiner Anlageentscheidung (wahrscheinlich) berücksichtigen würde, weil die Handlung (wahrscheinlich) das Angebots- und Nachfrageverhalten hinsichtlich des betroffenen Finanzinstruments oder dessen Preis beeinflusst, unabhängig in welche Richtung.²⁹²

5.4.2.2 Erzielung eines „anormalen“ oder künstlichen Kursniveaus

Art 12 Abs 1 lit a Z ii MAR enthält die zweite mögliche Tatvariante. Nach Z ii liegt der Effekt der Tathandlung darin, dass diese ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts auslöst bzw. muss dieser Effekt ex ante wahrscheinlich sein. Die Begriffe anormal oder künstlich sind synonym.²⁹³ Dennoch stellt die Definition des Begriffs „künstlich“ bzw. die Beurteilung der Frage, wann ein Preis „falsch“ und wann „richtig“ ist anhand objektiver Kriterien, Juristen und Ökonomen vor Schwierigkeiten. In Rechtsprechung und Literatur haben sich eine Vielzahl verschiedener Ansätze herausgebildet, in denen man versucht diese komplexe Rechtsfrage zu erklären. So ziehen manche für die Beurteilung dieser Frage etwa einen Vergleich zwischen Wirklichkeit²⁹⁴ bzw. den tatsächlichen Verhältnissen²⁹⁵ mit dem vom Manipulator verursachten Zustand. Nach *Mülbert* liegt ein anormales oder künstliches Kursniveau vor, wenn es den marktgerechten Kurs verfehlt, weil es sich nicht mehr als Ergebnis von Angebot und Nachfrage in einem manipulationsfreien Marktumfeld darstellt.²⁹⁶ Die Konkretisierung dieses unbestimmten Rechtsbegriffs erfordert eine Anknüpfung an kapitalmarktwissenschaftliche Erkenntnisse. Die Frage, welches Kursniveau sich unter unverfälschten Marktbedingungen einstellen würde, lässt sich nicht unmittelbar beantworten, sondern nur durch komplexe Modellierungen, die mit erheblichen Prognoseentscheidungen verbunden sind. Um dieses Problem zu lösen, hat die Forschung verschiedene methodische Ansätze entwickelt, die teilweise auch in Kombination

²⁹⁰ VwGH 28.03.2011, 2010/17/0175.

²⁹¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rz 26.

²⁹² *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 43; *Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR, Art 12 MAR Rz 13.

²⁹³ *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 54.

²⁹⁴ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht¹³ (2023) Rz 639.

²⁹⁵ *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 55.

²⁹⁶ *Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 85.

herangezogen werden.²⁹⁷ Ein klassischer Zugang ist der sogenannte historische Ansatz: Dabei wird auf Grundlage vergangener Marktdaten eine hypothetische Kursentwicklung simuliert, die anschließend mit der tatsächlich eingetretenen Entwicklung abgeglichen wird. Ergänzend hierzu dient der sogenannte unusual price test, der auf ungewöhnliche Preisdiskrepanzen zwischen den Preisen für Basiswert und Futures abstellt.²⁹⁸ Angesichts dieser Komplexität sprechen sich andere Stimmen in der Literatur dafür aus, auf die subjektive Tatseite, also auf die Manipulationsabsicht des Täters abzustellen.²⁹⁹

Eichelberger zufolge kann für den Begriff des „künstlichen Preisniveaus“ nicht maßgeblich sein, ob der Marktpreis dem „wahren“ Wert des Vermögensgegenstandes entspricht, da ein solcher objektiver Wertbegriff empirisch nicht bestimmbar ist. Maßstab müsse vielmehr, in Anlehnung an seine bereits oben dargestellten Überlegungen zu den Tatbestandsmerkmalen der „falschen bzw. irreführenden Signale“, das subjektive Element des Handelnden bei der Vornahme der Geschäfte sein. Ein künstliches Preisniveau liege demnach nur dann vor, wenn der Handelnde mit Manipulationsabsicht, also vorsätzlich, tätig wird. Das bloße marktübliche Verhalten ohne manipulative Zielrichtung bleibe hingegen strafrechtlich neutral.³⁰⁰ Nach *Eichelberger* setzt Marktmanipulation voraus, dass es dem Täter gerade darauf ankommt, den tatbestandlichen Erfolg herbeizuführen oder den vom Gesetz vorausgesetzten Umstand absichtlich zu verwirklichen. Problematisch ist dabei jedoch die Bestimmung dessen, was als tatbestandlicher Erfolg zu verstehen ist. Wird bereits jedes abstrakt geeignete Tätigwerden zur Beeinflussung des Preisniveaus als Manipulation qualifiziert, führt *Eichelbergers* Ansatz dazu, dass auch legitime Kurspflegemaßnahmen ein künstliches Preisniveau begründen würden, zumal die Beeinflussung des „Marktklimas“ hier nicht bloß Nebenfolge, sondern intendierter Zweck des Handelns ist.³⁰¹

Meines Erachtens überzeugt der von *Eichelberger* vertretene subjektive Ansatz zur Bestimmung eines „künstlichen Preisniveaus“ nicht. Zwar ist zutreffend, dass sich ein objektiver „wahrer“ Marktwert empirisch kaum bestimmen lässt und die gängigen ökonomischen Methoden, wie etwa historische Vergleichsmodelle oder das Abstellen auf einen ungewöhnlichen Preis (*unusual price test*), nur Annäherungen bieten, da sie notwendigerweise auf hypothetischen Vergleichsszenarien beruhen. Gleichwohl erscheint

²⁹⁷ *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 54; *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 85.

²⁹⁸ *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 55; *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 86.

²⁹⁹ *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (2006), 293 ff.; *Kramer*, Kurspflegemaßnahmen – zwischen strafbarer Marktmanipulation und zulässiger Kursstabilisierung (2013), 116 ff.

³⁰⁰ *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (2006), 294 ff.

³⁰¹ *Kramer*, Kurspflegemaßnahmen – zwischen strafbarer Marktmanipulation und zulässiger Kursstabilisierung (2013), 118.

es systemwidrig, die Feststellung eines künstlichen Preisniveaus primär an die Manipulationsabsicht des Handelnden zu knüpfen.

Das unionsrechtliche Marktmanipulationsverbot ist seinem Aufbau nach grundsätzlich objektiv ausgestaltet und schützt die Funktionsfähigkeit der Preisbildungsmechanismen im Finanzmarkt unabhängig von der inneren Tatseite einzelner Akteure. Die MAR knüpft tatbestandlich nicht an die innere Willensrichtung des Täters, sondern an die objektive Eignung einer Handlung an, falsche oder irreführende Signale zu erzeugen oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Würden informations- oder handlungsbasierte Eingriffe erst dann als Marktmanipulation qualifiziert, wenn dem Täter die bewusste Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus nachgewiesen werden kann, könnte dies zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führen und legitime, aber marktbeeinflussende Verhaltensweisen, wie Kurspflegemaßnahmen, fälschlich in den Bereich strafrechtlicher Relevanz rücken. Die Grenze zwischen zulässigem marktwirksamen Verhalten und strafbarer Manipulation wäre damit kaum mehr trennscharf zu ziehen. Das Ziel der MAR besteht gerade darin, Marktverhalten anhand seiner tatsächlichen oder potentiellen Wirkung auf die Preisbildung zu erfassen. Eine teleologisch stimmige Interpretation muss mE daher an der objektiven Eignung anknüpfen, ein Preisniveau zu verfälschen, und darf das subjektive Element lediglich als ergänzendes, nicht als konstitutives Element heranziehen.

Die in der Literatur divergierenden Auslegungen des Begriffs des „künstlichen Preisniveaus“ verdeutlichen die Schwierigkeit, den „wahren“ Wert eines Handelsgegenstandes juristisch zu bestimmen und damit die Grenze zwischen legitimer Markttätigkeit und strafbarer Manipulation zu ziehen. Der EU-Gesetzgeber versuchte dieses Problem mit einer Ansammlung von Einzelfällen und Verdachtsmomenten, die bekannte Manipulationsweisen beinhalten, zu umgehen, weshalb die Indikatorenliste der DelVO (EU) 522/2016 die Bestimmungen zur Künstlichkeit konkretisieren soll.³⁰² 2011 entschied der EuGH im Fall *IMC Securities BV* noch zur alten Rechtslage betreffend die MAD 2003, dass es für die Preiseinwirkung keine Mindestdauer gibt, es also nicht erforderlich ist, dass der erzielte Kurs über einen gewissen Zeitraum hinaus auf einem anormalen oder künstlichen Kursniveau bleibt. Denn Normzweck des Verbots von Marktmissbrauch ist das Vertrauen in die Integrität der Finanzmärkte und dieses kann bereits durch eine kurzfristige

³⁰² *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 15 Rz 10; *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 57 ff; *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR (2019), MAR Rz 14.

Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus beeinträchtigt werden.³⁰³ (Zur Künstlichkeit des Preisniveaus bei Leerverkäufen, siehe Kapitel 7.10)

5.4.3 Indikatoren nach Anhang I Abschnitt A MAR i.V.m. der DeIVO 522/2016

Art 12 Abs 3 MAR verweist zur Konkretisierung der Tatbestandsvariante nach lit a auf Anhang I lit a MAR, der eine nicht abschließende Liste von Indikatoren enthält, die als Anhaltspunkte für ein potenziell manipulatives Verhalten durch das Aussenden falscher oder irreführender Signale sowie durch die Herbeiführung wesentlicher Kursbewegungen dienen. Für die Auslegung des Art 12 Abs 1 lit a MAR, unbeschadet der in Abs 2 genannten Fallgruppen, sind diese Indikatoren bei Prüfung eines Geschäfts oder Handelsauftrags heranzuziehen. Dabei stellt die MAR klar, dass die in Anhang I genannten Beispiele nicht automatisch eine Marktmanipulation begründen, sondern lediglich im Rahmen der behördlichen oder marktseitigen Prüfung von Geschäften und Handelsaufträgen zu berücksichtigen sind. Die in Anhang I Abschnitt A MAR aufgelisteten Indikatoren sind bloß objektiver Natur und geben darüber hinaus keinen Aufschluss über die subjektive Tatseite.³⁰⁴ Art 12 Abs 5 MAR ermächtigt die Kommission zur Präzisierung der in Anhang I festgelegten Indikatoren delegierte Rechtsakte zu erlassen, um deren Elemente zu klären und den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen. Dies erfolgt durch Anhang II Abschnitt 1 der DeIVO (EU) 2016/522, welche die aufgezählten Indikatoren durch Beispiele marktmanipulativer Praktiken weiter konkretisiert. Gegenständliches Instrument für die Marktmanipulation können Finanzinstrumente und andere von Art 12 Abs 1 lit a erfasste Handelsgegenstände, etwa damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte oder auf Emissionszertifikaten beruhende Auktionsobjekte, sein.

5.4.3.1 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch das Aussenden falscher oder irreführender Signale

Als einen Indikator für das Vorliegen einer potenziellen Marktmanipulation durch das Aussenden falscher oder irreführender Signale, führt Anhang I lit a MAR Geschäfte und Handelsaufträge an, die einen wesentlichen Anteil am Tagesvolumen des betreffenden Instruments ausmachen, insbesondere dann, wenn sie zugleich erhebliche Kursbewegungen auslösen. Eine nähere Konkretisierung des Kriteriums erfolgt in Anhang II Abschnitt 1 Nr 1 der DeIVO (EU) 522/2016. Ein Anteil am Tagesvolumen gilt dann als bedeutend, wenn er aufgrund seiner Größe das Potenzial besitzt, den Kurs spürbar zu beeinflussen. Unter einer Kursänderung ist jede Erhöhung, Senkung oder auch die

³⁰³ EuGH C-445/09, *IMC Securities*, ECLI:EU:C:2011:459, Rn 30; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022) § 15 Rz 10; *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 62.

³⁰⁴ *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 67.

künstliche Stabilisierung eines Kurses zu verstehen. Wann eine Kursbewegung als erheblich einzustufen ist, lässt sich nicht anhand fester Schwellenwerte bestimmen. Je nach Marktbedingungen, insbesondere Liquidität und Volatilität, kann bereits eine kurzfristige Veränderung von 2 %, 5 % oder 10 % erheblich sein. Dass ein großvolumiges Geschäft tatsächlich eine entsprechende Kursbewegung hervorruft, ist für sich genommen jedoch zunächst wertneutral und bedarf einer weitergehenden Prüfung.³⁰⁵

a) Colluding in the after-market of an initial public offering where colluding parties are involved

Anhang II Abschnitt 1 Nr 1 der DelVO (EU) 522/2016 führt als typische marktmanipulative Praxis in diesem Zusammenhang in lit a die „Absprache“ auf dem Anschlussmarkt eines öffentlichen Erstangebots an („*Colluding in the after-market of an initial public offering where colluding parties are involved*“). Dies bezeichnet eine Praktik, bei der es zum Kauf von Positionen eines Finanzinstruments oder anderen Handelsgegenstandes auf dem Sekundärmarkt im Anschluss an die Zuteilung auf dem Primärmarkt kommt. Der Kauf muss in der Absicht erfolgen, den Preis der betreffenden Instrumente künstlich in die Höhe zu treiben und bei anderen Investoren Interesse zu wecken. Ein falsches oder irreführendes Signal mit Kursbeeinflussungseignung bzw. ein anormales oder künstliches Kursniveau wird durch den effektiven Kauf von Positionen nur erzeugt, wenn der Manipulator mit der Absicht zur Kursbeeinflussung handelt.³⁰⁶

b) Creation of a floor or a ceiling in the price pattern

Anhang II Abschnitt 1 Nr 1 der DelVO (EU) 522/2016 führt als weitere typische marktmanipulative Praktik in lit b die Erzeugung eines Tiefst-, oder Höchstpreises im Preisgefüge („*Creation of a floor or a ceiling in the price pattern*“) an. Hierbei handelt es sich um Transaktionen oder Handelsaufträge, die in einer Weise ausgeführt werden, um die Über- oder Unterschreitung eines bestimmten Kursniveaus zu einem bestimmten Zeitpunkt zu erreichen oder zu verhindern, um so bestimmte Folgen herbeizuführen oder zu vermeiden, die mit dem Erreichen eines bestimmten Kursniveaus einhergehen.³⁰⁷

Anhang II Abschnitt 1 Nr 1 lit c und d DelVO (EU) 522/2016 unterscheidet zwischen sogenannten Ping- und Phishing-Aufträgen. Bei Ping-Orders handelt es sich um volumenmäßig kleine Geschäfte, die in erster Linie der Erkundung verdeckter Aufträge

³⁰⁵ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 99; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 76 ff.

³⁰⁶ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 100 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 81 ff.

³⁰⁷ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 103 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 86 ff.

dienen, insbesondere auf sogenannten Dark Pools, also Handelsplattformen ohne Pre-Trade-Transparenz. Sie bilden häufig die Vorstufe zum Front Running, bei dem eigene Orders unter Ausnutzung eines Informationsvorteils vor marktbewegenden Kundenaufträgen platziert werden. Phishing geht demgegenüber einen Schritt weiter: Hier werden Handelsaufträge gezielt eingesetzt, um Orders anderer Marktteilnehmer auszuspähen und die erlangten Informationen anschließend durch eigene Transaktionen auszunutzen. Anders als Ping-Aufträge täuschen sie dabei ein echtes Handelsinteresse vor und können so objektiv falsche Signale über Angebot und Nachfrage erzeugen.³⁰⁸

5.4.3.2 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch die Herbeiführung wesentlicher Kursbewegungen

Nach Anhang I Abschnitt A lit b MAR gilt als Indikator für eine potenzielle Marktmanipulation der Umfang, in dem Handelsaufträge oder Geschäfte erhebliche Kursänderungen bei Finanzinstrumenten oder anderen in Art 12 Abs 1 lit a MAR erfassten Handelsobjekten hervorrufen, sofern die handelnden Personen bereits wesentliche Kauf- oder Verkaufspositionen in den betroffenen Instrumenten halten. Damit soll insbesondere vermieden werden, dass marktmächtige Akteure ihre Positionen durch gezielte Transaktionen zum eigenen Vorteil ausnutzen. Eine weitere Konkretisierung erfährt dieser Indikator durch die in Anhang II Abschnitt 1 Nr 2 DelVO 2016/522 beschriebenen Praktiken, die zusätzliche Hinweise auf manipulative Verhaltensweisen liefern. Zu den bedeutendsten und für die vorliegende Arbeit besonders relevanten Erscheinungsformen marktmanipulativen Verhaltens dieser Form, zählt der in Anhang II Abschnitt 1 Nr 2 lit b DelVO 2016/522 geregelte sog. *abusive squeeze*.

c) Abusive Squeeze

Unter einem *abusive squeeze* versteht man die gezielte Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung, um Einfluss auf Angebot oder Nachfrage von Finanzinstrumenten oder andere in Art 12 Abs 1 lit a MAR erfasste Handelsobjekte, zu nehmen. Anders als in Art 12 Abs 2 lit a MAR wird für diese Konstellation ausdrücklich die bewusste Ausnutzung der Marktmacht vorausgesetzt, sodass ein absichtliches Vorgehen erforderlich ist. Zweck des Manipulators ist es, Preise in einer Weise zu verzerren, dass andere Marktteilnehmer ihre Verpflichtungen zu ungünstigen Bedingungen erfüllen, sei es durch Lieferung, Abnahme oder Aufschub. Für die Tatbestandserfüllung genügt es, dass

³⁰⁸ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 105 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 92 ff.

eine solche Preisverfälschung zumindest wahrscheinlich eintritt.³⁰⁹ (siehe dazu genauer in Kapitel 7)

5.4.3.3 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch Abschluss von Scheingeschäften

Anhang I Abschnitt A lit c MAR erfasst Geschäfte, bei denen kein Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers stattfindet, was in Anhang II Abschnitt 1 Nr 3 DelVO 2016/522 näher präzisiert wird. Solche Scheingeschäfte dienen dazu, den Eindruck eines regen Handelsinteresses zu erzeugen, obwohl wirtschaftlich keine Vermögensverschiebung erfolgt. Die Identität der Beteiligten kann dabei rechtlich oder wirtschaftlich bestehen, etwa bei Transaktionen mit Stroh Männern oder innerhalb eines Konzerns. Entscheidend ist, ob das Geschäft objektiv geeignet ist, einen verständigen Anleger zu beeinflussen oder ein künstliches Kursniveau hervorzurufen. Fehlt es an einer solchen Signalwirkung, liegt keine Marktmanipulation vor, auch wenn der Indikator formal erfüllt ist.³¹⁰ Hinsichtlich der subjektiven Tatseite herrschen in der Literatur verschiedene Auffassungen. *Schmolke* vertritt etwa die Ansicht, dass sich der manipulative Charakter der meisten Scheingeschäfte zwingend in einem absichtlichen Verhalten begründet bzw. zumindest die Kenntnis der Irreführungseignung voraussetzt. Dies zeigt sich laut *Schmolke* beispielsweise bei Cum/Ex- oder Cum/Cum-Geschäften, die regelmäßig nicht die Voraussetzungen einer Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit a MAR erfüllen. Derartige Karussellgeschäfte haben in der Regel steuerliche Hintergründe, weshalb ihnen mangels Kursbeeinflussungsabsicht das für die Marktmanipulation notwendige Vorsatzelement fehlt.³¹¹

Eine gegenteilige Auffassung vertritt in der Literatur *Mülbert*, wonach Scheingeschäfte ein Beispiel dafür sind, dass nicht die subjektive Zielsetzung der Handlung, sondern die Wirkung auf den verständigen Anleger für die Einordnung einer Handlung als Marktmanipulation entscheidend ist. Ein Scheingeschäft kann nach Ansicht *Mülberts* nämlich auch dann ein falsches oder irreführendes Signal aussenden, wenn beide Parteien keine Markttäuschung zur Kursbeeinflussung bezwecken, es rein objektiv aber eben nicht

³⁰⁹ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 110 ff.; *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 97 ff; *Poelzig* in *Fuchs/Zimmermann*, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 60.

³¹⁰ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 110 ff.; *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 119 ff.

³¹¹ *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 119 ff.

zu einem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers gekommen ist und dem Markt deshalb ein falsches Signal ausgesendet wird.³¹²

Letzterer Ansicht ist meines Erachtens zu folgen. Die Systematik und Gesetzeslogik der MAR zeigt, dass die subjektiven Beweggründe eines Handelnden zwar zur Einordnung des konkreten Verhaltens herangezogen werden können, für die tatbestandliche Bewertung jedoch nicht entscheidend sind. Maßgeblich ist letztlich, welchen äußeren Eindruck die Handlung auf den Markt vermittelt und ob sie geeignet ist, die Preisbildung zu beeinflussen oder zu verzerren. Da der zentrale Schutzzweck der MAR in der Sicherung einer unverfälschten Marktintegrität liegt, erscheint es konsequent, primär auf die objektive Wirkung eines Geschäfts abzustellen und nicht auf die innere Zielsetzung der beteiligten Akteure. Zu den klassischen Erscheinungsformen marktmanipulativen Verhaltens zählen insbesondere Wash Trades und das sog. Painting the Tape, die beide in Anhang II Abschnitt 1 MAR näher konkretisiert sind.

d) Wash Trades

Unter Wash Trades versteht man Transaktionen, bei denen weder ein Wechsel des wirtschaftlichen Eigentums noch eine tatsächliche Risikoübertragung stattfindet. Sie vermitteln lediglich den irreführenden Eindruck eines aktiven Handelsinteresses, ohne dass eine ökonomische Substanz gegeben ist. Typische Indikatoren sind ungewöhnlich häufige Transaktionswiederholungen zwischen wenigen Parteien oder Handelsaktivitäten, die scheinbar die Bewertung einer Position verändern, tatsächlich aber keine Veränderung des Risikoprofils bewirken.³¹³ Von der Erfassung ausgenommen sind legitime Geschäfte wie Rückkaufgeschäfte, Sicherungsübertragungen oder Wertpapierleihen, sofern sie transparent offengelegt werden und damit keine Täuschungswirkung entfalten. Entscheidend bleibt, ob ein verständiger Anleger das jeweilige Geschäft als irreführendes Signal deuten könnte.³¹⁴

e) Painting the Tape

Painting the Tape bezeichnet hingegen die gezielte Platzierung von Aufträgen oder Geschäften, die insbesondere durch ihr Erscheinen auf öffentlichen Anzeigetafeln oder in elektronischen Orderbüchern, sofern diese öffentlich einsehbar sind, den Eindruck lebhafter

³¹² Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 121.

³¹³ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 122 ff; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 117 ff.; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 49.

³¹⁴ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 122; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 120; Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 64.

Marktaktivität erwecken sollen. Ziel ist es, künstliche Trends zu erzeugen und andere Marktteilnehmer zu entsprechenden Transaktionen zu veranlassen, von denen der Manipulator im Anschluss profitiert. Auch hier ist maßgeblich, ob die Orders allein zu dem Zweck aufgegeben werden, ein Signal über vermeintlich rege Umsätze zu senden. Fehlt eine legitime wirtschaftliche Grundlage, erfüllt die Praxis die Voraussetzungen des Art 12 Abs 1 lit a MAR. Beide Praktiken verdeutlichen, dass nicht nur die äußere Form eines Geschäfts, sondern vor allem dessen ökonomische Wirkung und Signalcharakter für die Beurteilung marktmanipulativen Handelns entscheidend sind.³¹⁵

5.4.3.4 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch kurzfristige Positionsumkehrungen

Nach Anhang I Abschnitt A lit d MAR gilt als Indikator für potenziell manipulative Praktiken, wenn Handelsaufträge, Geschäfte oder deren Stornierungen innerhalb kurzer Zeit zu einer Umkehr von Positionen führen und dabei einen erheblichen Anteil am Tagesvolumen ausmachen. Solche Transaktionen können insbesondere dann marktmissbräuchlich sein, wenn sie geeignet sind, deutliche Kursänderungen bei den betroffenen Finanzinstrumenten oder den in Art 12 Abs 1 lit a MAR genannten Handelsobjekten herbeizuführen. Die Trennlinie zwischen zulässigem Marktverhalten und verbotener Manipulation ist insbesondere auf hochliquiden Märkten schwer zu ziehen. Dort gehört es zum normalen Handelsgeschehen, dass Akteure innerhalb kurzer Zeit mehrfach zwischen Kauf- und Verkaufspositionen wechseln und damit Preisschwankungen gezielt nutzen, etwa beim zulässigen Intraday-Trading. Auch Arbitragegeschäfte, die Kursdifferenzen zwischen verschiedenen Handelsplätzen oder Segmenten ausgleichen, sind integraler Bestandteil effizienter Märkte und daher nicht als per se missbräuchlich einzustufen. Ähnliche Abgrenzungsfragen ergeben sich bei Konstellationen, in denen Handelsplätze und Market Maker vertragliche Vereinbarungen zur Liquiditätsbereitstellung treffen (dazu ausführlicher Kapitel 9.5.2).³¹⁶ Für Market Making gibt es keinen grundsätzlichen Ausnahmetatbestand, nach *Poelzig* könnten die Tätigkeiten von Market Makern allerdings eine zulässige Marktpraxis iSv Art 13 MAR, darstellen.³¹⁷

Eine eindeutige Abgrenzung, ab welchem Zeitpunkt von einer Positionsumkehr im Sinne der Vorschrift gesprochen werden kann, ist nicht möglich, sondern stets im Einzelfall zu beurteilen. Nach *Schmolke* ist die Bestimmung unter Verweis auf den Begriff des

³¹⁵ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 124 ff.; *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 121 ff; *Poelzig* in *Fuchs/Zimmermann*, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 66.

³¹⁶ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 132.

³¹⁷ *Poelzig* in *Fuchs/Zimmermann*, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 71.

„Tagesvolumens“ in lit d so auszulegen, dass die Positionsumkehr innerhalb eines Tages stattfinden sollte.³¹⁸ Von einer Positionsumkehr ist auszugehen, wenn der Handelnde seine Marktstellung in einem Finanzinstrument innerhalb kurzer Zeit wechselt, etwa indem er zunächst eine Long-Position eröffnet und diese durch anschließenden Verkauf wieder schließt oder umgekehrt eine Short-Position eingeht, die er später durch Erwerb der entsprechenden Instrumente glattstellt. Anschaulich verdeutlicht wird dieses Muster durch die in Anhang II N 4 lit a und b DelVO (EU) 2016/522 genannten Praktiken des „Pump-and-Dump“ sowie des „Trash and Cash“.³¹⁹

f) Pump-and-Dump

In einer Verbraucherwarnung der FMA warnt diese vor Marktmanipulationen in Form sogenannter „Pump-and-Dump“-Strategien, die insbesondere bei illiquiden Aktien Anwendung finden. Dabei beschreibt sie die Manipulationspraxis wie folgt. In einem ersten Schritt werden Empfehlungen insbesondere über Social-Media verbreitet. Typischerweise werden über Börsenbriefe, Onlinemedien oder soziale Netzwerke vermeintlich „heiße Anlagetipps“ verbreitet, mit denen eine künstliche Nachfrage nach Wertpapieren erzeugt werden soll, die tatsächlich nur einen geringen oder gar keinen inneren Wert besitzen. Ziel dieser Akteure ist es, den Kurs durch marktschreierische Kaufempfehlungen in die Höhe zu treiben, nachdem sie selbst zuvor zu niedrigen Preisen umfangreiche Aktienpakete erworben haben. Die in diesem Zusammenhang verwendeten Empfehlungen bedienen sich häufig reißerischer Formulierungen („Geheimtipp“, „Anlagechance des Jahrhunderts“), die insbesondere unerfahrene Kleinanleger ansprechen und zum Erwerb der Wertpapiere verleiten. In einem zweiten Schritt veräußern die Initiatoren ihre Bestände zu den manipulativ erhöhten Kursen mit erheblichen Gewinnen. Der darauffolgende Kursabsturz führt dazu, dass die spät eingestiegenen Anleger auf praktisch wertlosen Papieren sitzen bleiben und teils massive Verluste erleiden. Diese Vorgehensweise verursacht nicht nur beträchtliche Schäden bei den betroffenen Investoren, sondern beeinträchtigt auch die Integrität des Marktes. Besonders anfällig für solche Manipulationen sind wenig liquide Wertpapiere, die häufig auf multilateralen Handelssystemen (MTF) gehandelt werden. Aufgrund des geringen Free Float und der schwachen Handelsaktivität genügt bereits ein vergleichsweise kleiner Kreis neuer Anleger, um Preis- und Volumenschwankungen erheblich zu beeinflussen.³²⁰

³¹⁸ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 137.

³¹⁹ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 138.

³²⁰ Finanzmarktaufsicht, Pressemitteilung vom 16.03.2021, FMA warnt vor der Marktmanipulationsform „Pump and Dump“ –Insbesondere Kleinanleger werden durch vermeintlich heiße Tipps häufig geschädigt, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/fmahttps://www.fma.gv.at/fma-warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlich-heisse->

Beim Pump-and-Dump nimmt der Handelnde sohin zunächst eine Long-Position in einem Finanzinstrument ein, um den Kurs anschließend durch weitere Käufe oder die Verbreitung irreführend positiver Informationen künstlich in die Höhe zu treiben. Sobald ein ausreichend hoher Kursstand erreicht ist, wird die Position mit Gewinn veräußert. Rechtlich ist zu differenzieren: Liegt der Schwerpunkt auf der Informationsverbreitung, greifen primär Art 12 Abs 1 lit b oder c MAR als *lex specialis*, bleibt die Manipulation auf die Ankäufe beschränkt, ist Art 12 Abs 1 lit a MAR einschlägig. Die Strafbarkeit setzt dabei stets eine gezielte Absicht voraus, durch die Transaktionen den Eindruck besonderer Informationsvorteile zu erwecken und dadurch weitere Anleger zum Einstieg zu bewegen. Ohne diese subjektive Manipulationsabsicht können zusätzliche Ankäufe auch Teil einer legitimen Handelsstrategie sein.³²¹

g) Trash and Cash

Das Trash and Cash bildet die Gegenstrategie zum Pump-and-Dump. Bei dieser Praktik eröffnet der Manipulator zunächst eine Short-Position, um anschließend durch zusätzliche Verkäufe oder die Streuung negativer, irreführender Informationen den Kurs gezielt einbrechen zu lassen. Sobald der Preisverfall eingetreten ist, wird die Position geschlossen und der Gewinn aus dem Kurssturz realisiert. Erfolgt die Kursbeeinflussung über die Verbreitung von Informationen, sind Art 12 Abs 1 lit b oder c MAR vorrangig anwendbar. Erfolgt sie hingegen durch Verkaufsaktivitäten, fällt das Verhalten unter Art 12 Abs 1 lit a MAR. Bei der Beurteilung dieser Praxis sind auch die Bestimmungen der VO (EU) 236/2012 (Short Selling Regulation, „SSR“)³²² zu berücksichtigen, da derartige Verhaltensweisen häufig in engem Zusammenhang mit Leerverkaufsstrategien stehen.³²³ Häufig wird diese Praktik in Zusammenhang mit Leerverkaufsattacken relevant, bei denen die Leerverkäufer durch negative Informationen auf den Kurs Einfluss nehmen, um ihre Positionen anschließend gewinnbringend zu verkaufen.³²⁴ Entscheidend für die Abgrenzung von legitimen Transaktionen bleibt das subjektive Element, nämlich die gezielte Absicht, den Marktpreis zu verfälschen, um aus der anschließenden Glattstellung der Positionen

[tipps-haeufig-geschaedigt/warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlichhttps://www.fma.gv.at/fma-warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlich-heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/](https://www.fma.gv.at/fma-warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlich-heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlich-heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Schrank/Stückberger/ Ewerz, Marktmanipulation durch Statements, Interviews und Tweets, ZWF 2019, 1.

³²¹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 134 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 141 ff; Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024) Art 12 MAR Rz 73.

³²² VO (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps Text von Bedeutung für den EWR ABl. L 86 S. 1.

³²³ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 136 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 143 ff.

³²⁴ Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024) Art 12 MAR Rz 74.

Gewinne zu ziehen.³²⁵ Um unter den Tatbestand des „Trash and Cash“ zu fallen ist ferner das Irreführungselement der Information relevant. Ist die Information hingegen zutreffend und wird der Interessenskonflikt zudem offengelegt, kommt der Indikator nicht zur Anwendung.³²⁶

h) Momentum ignition

Eine weitere, besonders im automatischen Hochfrequenzhandel typische marktmanipulative Praxis, die sich mit o.a. Praktiken überschneidet, ist der sog. „*Momentum ignition*“. Anhang II N 4 lit f DelVO 2016/522 beschreibt unter dem Begriff Momentum Ignition eine Handelsstrategie, bei der durch die Erteilung einer Vielzahl von Aufträgen oder durch eine Serie von Transaktionen gezielt ein Preistrend ausgelöst oder verstärkt werden soll. Ziel ist es, andere Marktteilnehmer zu Anschlusskäufen oder -verkäufen zu bewegen und so eine Kursdynamik zu erzeugen, die dem Handelnden die Eröffnung oder Schließung seiner Position zu vorteilhaften Konditionen ermöglicht. Ein typisches Indiz für solches Verhalten ist eine auffällig hohe Zahl an Orderstornierungen im Verhältnis zur Gesamtanzahl der aufgegebenen Aufträge, was auf eine strategische Marktbeeinflussung hindeuten kann. Demgegenüber gilt das bloße Mitlaufen in einem bereits bestehenden Trend mit anschließender Gewinnmitnahme, wie etwa im Zuge der GameStop-Kursrallye Anfang 2021, grundsätzlich nicht als Marktmanipulation, da hierbei keine gezielte Trendinduktion, sondern lediglich eine Reaktion auf bestehende Marktbewegungen vorliegt (siehe dazu näher Kapitel 7).³²⁷

5.4.3.5 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken durch Häufung von Geschäften und Aufträgen

Gemäß Anhang I Abschnitt A lit e MAR können Handelsgeschäfte oder -aufträge als Indizien für marktmanipulatives Verhalten gelten, wenn sie sich innerhalb kurzer Zeit in auffälliger Häufung vollziehen und eine erhebliche Kursbewegung auslösen, der noch am selben Handelstag eine gegenläufige Preisänderung folgt.³²⁸ Dabei lässt sich der Begriff des ‚kurzen Zeitraums‘ nicht anhand fester zeitlicher Grenzen bestimmen, sondern ist stets kontextabhängig auszulegen. Ebenso wenig ist erforderlich, dass die Kursbewegung vollständig auf das ursprüngliche Ausgangsniveau zurückkehrt; sie muss jedoch über eine bloß marginale Schwankung hinausgehen. Entscheidend ist, dass sowohl die erste

³²⁵ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 136 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 143 ff.

³²⁶ Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024) Art 12 MAR Rz 74.

³²⁷ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 139 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 147 ff.

³²⁸ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 141.

Kursänderung als auch die gegenläufige Reaktion innerhalb desselben Handelstags eintreten. Eine Konkretisierung dieses Indikators findet sich in Anhang II Abschnitt 1 Nr 5 der DelVO 2016/522, wo exemplarische Praktiken aufgelistet sind, die typischerweise geeignet sind, eine solche Kursdynamik herbeizuführen.³²⁹

i) Marking the Close

Beispielhaft führt Anhang II Abschnitt 1 Nr 5 lit d DelVO 2016/522 die marktmanipulative Praxis „*Marking the Close*“ an. Unter *Marking the Close* versteht man den gezielten Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder eines anderen in Art 12 Abs 1 lit a MAR genannten Handelsgegenstands zu bestimmten Referenzzeitpunkten des Börsentages, wie etwa bei der Eröffnung, Schließung oder Abrechnung. Ziel ist es, den maßgeblichen Referenzkurs künstlich anzuheben, abzusenken oder auf einem bestimmten Niveau zu stabilisieren. Der Begriff beschränkt sich zwar terminologisch auf die Manipulation des Schlusskurses, doch können nach Anhang II Abschnitt 1 Nr 5 lit d DelVO 2016/522 auch Eingriffe in andere Referenzpreise einen manipulativen Charakter aufweisen. Die gezielte Beeinflussung des Schlusskurses kann zudem die Tatbestandsvoraussetzungen des zwingenden Beispiels in Art 12 Abs 2 lit b MAR erfüllen und stellt damit eine besonders gewichtige Form der Marktmanipulation dar.³³⁰

j) Layering and Spoofing

Eine weitere gängige Marktmanipulation in der Praxis stellt das sog. „*Layering and Spoofing*“ dar, welches in Anhang II Abschnitt 1 Nr. 5 lit. e DelVO 2016/522 näher konkretisiert wird. Unter Layering und Spoofing versteht die DelVO 2016/522 Verhaltensweisen, die typischerweise auf eine Marktmanipulation hindeuten. Dabei werden entweder großvolumige Einzelorders oder eine Vielzahl von Aufträgen in das Orderbuch eingestellt, ohne dass deren Ausführung tatsächlich beabsichtigt ist. Ziel ist es, durch das künstliche Aufblähen einer Marktseite das Handelsgeschehen auf der Gegenseite zu beeinflussen. Sobald die gewünschte Transaktion auf der Gegenseite abgeschlossen ist, werden die zuvor lediglich zum Schein platzierten Orders wieder storniert. Diese Praxis, die in der Literatur u.a. als „Verschleierung der eigenen Handelsstrategie“ beschrieben wird, hat insbesondere im algorithmischen und hochfrequenten Handel erhebliche Bedeutung. Während Spoofing meist durch das kurzfristige Einstellen und unverzügliche Löschen großvolumiger, nicht ernst gemeinter Orders („*flash orders*“) gekennzeichnet ist, basiert

³²⁹ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 151 ff.

³³⁰ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 155; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 143; Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024) Art 12 MAR Rz 78.

Layering auf der Platzierung mehrerer solcher Orders mit gestaffelten Limits. Beide Strategien signalisieren anderen Marktteilnehmern, darunter insbesondere algorithmischen Handelsprogrammen, ein angebliches Marktinteresse, das tatsächlich nicht existiert. Voraussetzung für die Erfüllung des Tatbestands nach Art 12 Abs 1 lit a MAR ist, dass die Stornierung der Aufträge von Anfang an eingeplant war, die Orders also lediglich zum Schein abgegeben wurden. Bei algorithmisch gesteuerten Strategien bedeutet dies, dass die Systeme gezielt so programmiert sein müssen, dass sie ohne ökonomische Rechtfertigung Aufträge stornieren (siehe dazu auch Kapitel 9.1). Gleichwohl können Limit-Orders im Einzelfall auch legitime Funktionen erfüllen, etwa als Platzhalter zur Absicherung einer vorrangigen Ausführung. Entscheidend ist daher die konkrete Anschlussaktion. Werden im Nachgang gegenläufige Geschäfte abgeschlossen, spricht dies für eine manipulative Absicht.³³¹

5.4.4 Zulässige Marktpraxis

Der letzte Absatz des Art 12 Abs 1 lit a MAR enthält folgende Ausnahmeregelung und gilt nur für handelsbasierte Manipulationshandlungen iSd lit a:

es sei denn, die Person, die ein Geschäft abschließt, einen Handelsauftrag erteilt oder eine andere Handlung vornimmt, nach, dass das Geschäft, der Auftrag oder die Handlung legitime Gründe hat und im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis gemäß Artikel 13 steht.

Hintergrund dieser Regelung ist die Schwierigkeit, eine klare Abgrenzung marktmanipulativer Verhaltensweisen vorzunehmen. Der Gesetzgeber sah sich daher veranlasst, den weit gefassten Tatbestand des Kursmanipulationsverbots nach Art 12 Abs 1 lit a MAR einzuschränken. Die Ausnahmebestimmung nach Art 13 MAR, die auf legitime Gründe und anerkannte Marktpraxis abstellt, erfasst ausschließlich handelsgestützte Manipulationen im Sinne des Art 12 Abs 1 lit a MAR. Sie gilt für sämtliche in Art 12 sowie in Art 2 Abs 2 lit a und b MAR genannten Finanzinstrumente. Vom Anwendungsbereich umfasst sind daher nicht nur Transaktionen auf geregelten Märkten, MTFs oder OTFs, sondern auch außerbörsliche Geschäfte (OTC), sofern die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt sind.³³² Bestimmte Handlungen, die zwar potenziell manipulative Effekte haben können, sollen als mit den Strukturen und Funktionsbedingungen des jeweiligen Marktes vereinbar und damit als zulässig anerkannt gelten.³³³ Ausgenommen

³³¹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 141 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 160 ff; Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 80.

³³² Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) Art 13 Marktmissbrauchsverordnung Rz 9.

³³³ Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024), Art 13 MAR Rz 17.

bleiben jedoch Täuschungshandlungen, insbesondere die Vorspiegelung falscher Tatsachen oder die Verbreitung irreführender Informationen.³³⁴ Die Marktmanipulationshandlung lässt sich demnach rechtfertigen, wenn belegt werden kann, dass die Tathandlung legitime Gründe hat und einer zulässigen Marktpraxis gemäß Art 13 MAR entspricht. Für die Zulässigkeit ist das kumulative Vorliegen beider Voraussetzungen erforderlich. Zum einen muss ein legitimer Grund für das Geschäft, den Auftrag oder die betreffende Handlung bestehen, zum anderen muss die Handlung mit der anerkannten Marktpraxis im Einklang stehen.

Für den Begriff der Legitimität gibt es in der MAR keine Legaldefinition.³³⁵ Legitimität iSd Art 12 MAR liegt vor, wenn die Motivation der Marktteilnehmer keine von der Rechtsordnung missbilligten Ziele verfolgt, nicht auf Täuschung oder Manipulation gerichtet ist und weder den anerkannten Prinzipien und Strukturen noch der Integrität der Märkte widerspricht.³³⁶ Die „legitimen Gründe“ sind nicht mit den subjektiven Beweggründen, Motiven oder Absichten des Handelnden gleichzusetzen, auch wenn diese im Rahmen der Gesamtbeurteilung berücksichtigt werden können. Maßgeblich ist nicht, ob der Handelnde in betrugs- oder manipulationsnaher Absicht tätig wird, sondern ob objektiv kapitalmarktrechtlich relevante Gründe für das Verhalten sprechen.³³⁷ Beispielhaft werden in ErwGr 7 der DeIVO (EU) 2016/908³³⁸ folgende legitime Ziele für die Anerkennung einer Marktpraxis durch die Aufsichtsbehörden, angeführt:

„Bei der Bewertung der Auswirkungen der zur Anerkennung als ZMP vorgeschlagenen Marktpraktiken auf Marktliquidität und -effizienz sollten die zuständigen Behörden das Ziel dieser Marktpraktiken berücksichtigen, so beispielsweise, ob im konkreten Fall das Ziel der Marktpraxis darin besteht, den regulären Handel mit illiquiden Finanzinstrumenten zu fördern, Abusive Squeezes zu vermeiden oder Offerten zu unterbreiten, wenn das Risiko besteht, dass es keine Gegenparteien für einen Handel gibt, oder um ordnungsgemäße Geschäfte zu ermöglichen, wenn ein Teilnehmer eine beherrschende Stellung innehat. In Bezug auf den Preis könnten solche Ziele auch darin bestehen, Preisschwankungen aufgrund übermäßiger Spreads und eines begrenzten Angebots bzw. einer begrenzten

³³⁴ Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR, Art 13 MAR Rz 2; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rz 29.

³³⁵ Meyer/Veill/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 16 Rz 3.

³³⁶ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 22.

³³⁷ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 13 Rz 27, 28; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 13 Rz 33.

³³⁸ Delegierte Verordnung (EU) 2016/908 der Kommission vom 26. Februar 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Kriterien, das Verfahren und die Anforderungen für die Festlegung einer zulässigen Marktpraxis und die Anforderungen an ihre Beibehaltung, Beendigung oder Änderung der Bedingungen für ihre Zulässigkeit.

Nachfrage bei einem Finanzinstrument möglichst gering zu halten, ohne einen Markttrend zu gefährden, für Preistransparenz zu sorgen oder eine faire Preisbewertung in Märkten zu ermöglichen, in denen die meisten Geschäfte außerhalb eines Handelsplatzes durchgeführt werden.“³³⁹

Wie bereits o.a. ist gemäß Art 13 MAR die nationale Aufsichtsbehörde für die Festlegung der zulässigen Marktpraxis zuständig, jedoch unter starker Einbindung der ESMA (vgl. Art 13 Abs 3 ff.), in Österreich ist die FMA hierfür kompetent.³⁴⁰ Für die Beurteilung zulässiger Marktpraktiken nennt Art 13 Abs 2 MAR verschiedene Kriterien, etwa den Beitrag zur Markttransparenz, positive Effekte auf Liquidität und Effizienz oder die Gewährleistung des ordnungsgemäßen Funktionierens von Angebot und Nachfrage. Die Absätze 3 bis 11 desselben Artikels regeln das Verfahren zur Anerkennung einer solchen Praxis. Nach Abschluss dieses Verfahrens veröffentlicht die ESMA eine Liste zulässiger Marktpraktiken auf ihrer Website, in der auch angegeben wird, in welchen Mitgliedstaaten diese Anwendung finden.³⁴¹ Nach früherem Recht wurde das Vorliegen einer anerkannten Marktpraxis, legitimer Gründe und die Übereinstimmung mit bestehender Marktpraxis als Tatbestandsausschluss verstanden, nach aktueller Rechtslage ist hingegen von einem Rechtfertigungsgrund auszugehen. Dafür sprechen sowohl die gesetzliche Beweislastverteilung als auch die Materialien: Gemäß Art 12 Abs 1 lit a und Art 13 Abs 1 MAR obliegt es dem Marktteilnehmer, das Bestehen legitimer Gründe und die Konformität seines Verhaltens mit einer zulässigen Marktpraxis nachzuweisen. Art 13 MAR schafft damit ähnlich wie Art 5 und Art 11 MAR eine Ausnahme, die jedoch keinen Befreiungstatbestand im Sinne eines Safe Harbour darstellt, sondern an das Vorliegen bestimmter Voraussetzungen geknüpft ist. Von zentraler Bedeutung ist daher, dass eine zulässige Marktpraxis zuvor durch die zuständige Behörde festgelegt wurde.³⁴²

5.4.5 Handlungsgestützte Marktmanipulation gemäß lit b

Art 12 Abs 1 lit b MAR bildet den zentralen Tatbestand der sogenannten handlungsgestützten Marktmanipulation. Die Vorschrift erfasst neben dem Abschluss von Geschäften und der Erteilung von Handelsaufträgen auch jede sonstige Tätigkeit oder Handlung an den Finanzmärkten, die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder durch die Verwendung sonstiger Kunstgriffe und Täuschungsformen erfolgt und geeignet ist, den Kurs eines Finanzinstruments zu beeinflussen. Dabei genügt bereits die potenzielle

³³⁹ ErwGr 7 DeVO (EU) 2016/908; siehe hierzu auch *Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 13 Rz 28.*

³⁴⁰ *Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR, Art 13 MAR Rz 2; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rz 29.*

³⁴¹ *Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 23.*

³⁴² *Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) Art 13 Marktmissbrauchsverordnung Rz 5.*

Eignung, eine Kursveränderung herbeizuführen. Ein tatsächlicher Erfolg in Form einer realen Kursverfälschung oder einer konkreten Irreführung von Marktteilnehmern ist nicht erforderlich. Der Täuschungscharakter ergibt sich daraus, dass das Verhalten objektiv geeignet sein muss, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse, insbesondere Angebot und Nachfrage, in die Irre zu führen. Eine tatsächliche Fehlvorstellung bei den Anlegern ist hingegen nicht Voraussetzung. Damit unterscheidet sich die handlungsgestützte Manipulation von informationsgeleiteten Varianten nach Art 12 Abs 1 lit c MAR, da hier kein kommunikativer Akt im Vordergrund steht, sondern ein faktisches, täuschungsgeeignetes Verhalten, das den Kurs beeinflusst. Erfasst sind nach *Kalss* und *Schmolke* daher nicht nur aktive Handlungen, sondern auch pflichtwidrige Unterlassungen, sofern diese einen objektiven Täuschungswert besitzen.³⁴³ Anders sieht das etwa *Mülbert*, wonach das Vorspiegeln falscher Tatsachen auch bei Art 12 Abs 1 lit b MAR ein aktives Tun erfordert und nicht durch ein bloßes Unterlassen verwirklicht werden kann.³⁴⁴

Der Tatbestand ist weit gefasst und dient als Auffangnorm, um neuartige und nicht vorhersehbare Manipulationsmethoden zu erfassen. Dies zeigt sich etwa auch daran, dass Anhang I Abschnitt B MAR beispielhafte Indikatoren für manipulative Handlungen bereitstellt, ohne den Tatbestand abschließend zu definieren. So können etwa auch technische Eingriffe, wie gezielte Hackerangriffe auf Handelssysteme unter Art 12 Abs 1 lit b MAR subsumiert werden. Charakteristisch ist, dass jede Handlung einen Täuschungswert aufweisen muss, sei es durch die Vorspiegelung falscher Tatsachen oder die Anwendung anderer täuschungsähnlicher Mechanismen.³⁴⁵ Art 12 Abs 1 lit b MAR enthält keine ausdrückliche Regelung hinsichtlich des subjektiven Tatbestandsmerkmals. Gleichwohl legen die in der Norm verwendeten Begriffe, etwa „Vorspiegelung falscher Tatsachen“ bzw. „Täuschung“ nahe, dass die in dieser Bestimmung erfassten Verhaltensweisen regelmäßig vorsätzliches Handeln voraussetzen. Eine fahrlässige Begehungsweise erscheint demnach ausgeschlossen. Diese Auslegung wird zudem durch die in Anhang I Abschnitt B MAR sowie in Art 4 i.V.m. Anhang II Abschnitt 2 der DelVO (EU) 2016/522 aufgeführten Beispiele bestätigt, die auf ein bewusstes und zielgerichtetes Verhalten des Handelnden abstellen. Damit erweist sich der Vorsatz als konstitutives Element der handlungsgestützten Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit b MAR.³⁴⁶

³⁴³ *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, *BörseG/MAR* (2018) Art 12 Marktmissbrauchsverordnung Rz 18; *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, *MAR*² (2023) Art 12 Rz 202.

³⁴⁴ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, *Wertpapierhandelsrecht*⁸ (2023), Art 12 Rz 166.

³⁴⁵ *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, *BörseG/MAR* (2018) Art 12 Marktmissbrauchsverordnung Rz 17ff; *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, *MAR*² (2023) Art 12 Rz 191 ff; *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, *Wertpapierhandelsrecht*⁸ (2023), Art 12 Rz 163.

³⁴⁶ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, *Wertpapierhandelsrecht*⁸ (2023), Art 12 Rz 180.

5.4.6 Indikatoren nach Anhang I Abschnitt B MAR i.V.m. der DelVO 522/2016

Der Gesetzgeber folgt bei der Präzisierung der Tatvariante nach Art 12 Abs 1 lit b derselben Systematik wie bereits für jene nach lit a (siehe dazu oben in Kapitel 5.4.3) und schafft in Anhang I Abschnitt B zur MAR eine nicht erschöpfende Liste an Indikatoren zur Auslegung und Subsumtion marktmanipulativer Praktiken iSd lit b. So wie für die Tathandlung der handelsgestützten Marktmanipulation nach lit a, enthält die Auflistung weitere Konkretisierungen für die handlungsgestützte Tatvariante der Marktmanipulation iSd lit b durch Vorspiegelung falscher Tatsachen sowie durch sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung. Ferner werden diese durch Art 4 i.V.m. Anhang II Abschnitt 2 der DelVO (EU) 2016/522 konkretisiert, der eine Reihe typischer Verhaltensweisen benennt, welche als Ausfüllungshilfen für die Tatbestandsmerkmale herangezogen werden können. Die in Rede stehenden Praktiken fallen grundsätzlich nur dann unter den Tatbestand des Art 12 Abs 1 lit b MAR, wenn sie mit Vorsatz begangen werden. Denn allein ein bewusstes und gewolltes Verhalten ist geeignet, die Tatbestandsmerkmale der „Vorspiegelung falscher Tatsachen“, der „Verwendung sonstiger Kunstgriffe“ oder anderer „Formen der Täuschung“ zu erfüllen.³⁴⁷

5.4.6.1 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken in Zusammenhang mit der Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen

Anhang I Abschnitt B lit a MAR benennt als Indikator für marktmanipulatives Verhalten die Situation, in der Handelsaufträge oder Transaktionen von bestimmten Personen unmittelbar vor oder nach der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen durch dieselben oder ihnen nahestehende Personen erfolgen. Eine Konkretisierung erfährt dieser Indikator durch die in Anhang II Abschnitt 2 Nr 1 DelVO (EU) 2016/522 aufgeführten Beispielspraktiken. Der Begriff der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen entspricht dabei dem Verständnis des Art 12 Abs 1 lit c MAR. Unter den erfassten „Personen“ sind gemäß Art 3 Abs 1 Nr 13 MAR sowohl natürliche als auch juristische Personen zu verstehen. „Eng verbundene Personen“ sind in Art 3 Abs 1 Nr 26 MAR näher bestimmt und umfassen neben Ehe- oder Lebenspartnern u.a. unterhaltsberechtigten Kinder, im selben Haushalt lebende Verwandte oder juristische Personen, die von einer nahestehenden Person kontrolliert oder zugunsten dieser gegründet wurden. Die Indizwirkung für eine Marktmanipulation ergibt sich insbesondere aus dem engen zeitlichen und personellen Zusammenhang zwischen der Verbreitung einer Fehlinformation und der anschließenden Transaktion. Dieser Zusammenhang erleichtert den Aufsichtsbehörden die

³⁴⁷ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 185 ff.

Aufdeckung gegenüber der rein informationsgestützten Manipulation nach Art 12 Abs 1 lit c MAR. Der relevante Zeitraum lässt sich nicht abstrakt festlegen, sondern ist stets nach den Umständen des Einzelfalls zu bestimmen. Maßgeblich kann etwa sein, wie lange die Möglichkeit einer Kenntnisnahme der verbreiteten Information oder der weitergegebenen Anlageempfehlung besteht, was wiederum vom gewählten Kommunikations- bzw. Verbreitungskanal abhängt. Ebenso kann auf den Inhalt der Information bzw. Empfehlung und deren zeitlichen Bezug abgestellt werden. Grundsätzlich gilt, je enger der zeitliche Zusammenhang ausgestaltet ist, desto stärker wirkt die entsprechende Indizfunktion.³⁴⁸

Inhaltlich bestehen deutliche Parallelen, da auch hier falsche Informationen oder Gerüchte gezielt eingesetzt werden, um irreführende Preissignale zu erzeugen. Der wesentliche Unterschied besteht darin, dass die DelVO im Rahmen von Anhang I Abschnitt B lit a eine Vor- oder Nachpositionierung fordert, sodass die beabsichtigte Kursbewegung durch die Informationsverbreitung den Handelnden unmittelbar begünstigt. Von Art 12 Abs 1 lit c MAR unterscheidet sich Indikator B (a) MAR dadurch, dass Art 12 Abs 1 lit c MAR auch die Verbreitung von Informationen ohne spezifischen Zusammenhang zu vorab oder danach vorgenommener Handelsaktivität erfasst.³⁴⁹ Damit ist der Anwendungsbereich enger gefasst als jener der informationsgestützten Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit c MAR.³⁵⁰ Fehlt es jedoch an einem hinreichend engen zeitlichen oder sachlichen Zusammenhang zwischen Transaktion und Informationsverbreitung, so kommt primär Art 12 Abs 1 lit c MAR zur Anwendung.

Ferner weist das Praxisbeispiel der Indikatorenliste in seiner Ausgestaltung deutliche Parallelen zu dem in Art 12 Abs 2 lit d MAR ausdrücklich genannten Beispiel des Scalping auf. Im Unterschied dazu stellt sich hier jedoch die Frage nach der Personenmehrheit. Insbesondere ist zu klären, ob eine Trennung zwischen dem „Informationsverbreiter“ und denjenigen, die von der intendierten Kursbewegung profitieren, erforderlich ist. Dies wird in Punkt 1(a) des Anhangs II Abschnitt 2 der DelVO (EU) 2016/522, wenn auch sprachlich wenig präzise ausdrücklich aufgegriffen. Für die Zurechnung zugunsten Dritter verweist zudem Anhang I Abschnitt B lit a MAR darauf, ob zwischen dem Informationsgeber und dem Nutznießer eine enge Verbindung besteht. Dabei ist der Begriff weit zu verstehen, als nicht nur familiäre Beziehungen, sondern auch sonstige private oder geschäftliche Verflechtungen einbezogen werden.³⁵¹

³⁴⁸ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 77.

³⁴⁹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 181 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 203 ff.

³⁵⁰ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 78.

³⁵¹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 181 ff.; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 203 ff.

Anhang II Abschnitt 1 Nr 1 lit c und d DelVO 2016/522 nennt zur näheren Bestimmung des Indikators nach Anhang I Abschnitt B lit a MAR nochmals die auch bereits oben unter Kapitel 5.4.3.4 angeführten Manipulationspraktiken Pump-and-Dump und Trash and Cash. Sie werden allerdings um ein weiteres Element erweitert. Ein weiterer Indikator für das Vorliegen dieser Praxis stellt in diesem Sinne die Verbreitung von Meldungen in den Medien über den Anstieg oder Rückgang einer qualifizierten Beteiligung kurz vor oder nach einer ungewöhnlichen Bewegung im Preis eines Finanzinstruments, dar.³⁵²

5.4.6.2 Indikatoren und typische marktmanipulative Praktiken in Zusammenhang mit der Verbreitung von Anlageempfehlungen

Anhang I Abschnitt B lit b MAR nennt als spezifischen Hinweis auf eine Marktmanipulation Geschäfte, die im zeitlichen Zusammenhang mit der Erstellung oder Weitergabe von Anlageempfehlungen stehen, sofern diese Empfehlungen unrichtig, verzerrt oder durch materielle Interessen beeinflusst sind. Damit greift die Verordnung eine Konstellation auf, die im Ergebnis eine Form des sog. Scalping darstellt. Dieses ist zwar bereits in Art 12 Abs 2 lit d MAR als Regelbeispiel normiert, erhält durch die zusätzliche Nennung als Indikator jedoch eine besondere Konkretisierung. Die weitere Präzisierung in Art 4 i.V.m. Anhang II Nr 2 DelVO 2016/522 verdeutlicht, dass die Indikatoren nicht nur ein Auffangnetz bilden, sondern zugleich der praktischen Handhabung bei der Abgrenzung und Ahndung manipulativer Verhaltensweisen dienen.

Nach Art 3 Abs 1 Nr 35 MAR umfasst der Begriff der Anlageempfehlung Informationen, die explizit oder implizit eine Handlungsempfehlung oder Einschätzung zu einer Anlagestrategie, einem Finanzinstrument oder einem Emittenten enthalten und für die Öffentlichkeit oder für Verbreitungskanäle bestimmt sind. Darunter fällt auch die Bewertung des aktuellen oder künftigen Werts eines Instruments. Daneben sind nach Art 3 Abs 1 Nr 34 MAR auch sog. Anlagestrategieempfehlungen erfasst. Beide Begriffe erweitern den Anwendungsbereich des Indikators, indem sie sowohl punktuelle Empfehlungen als auch umfassendere strategische Aussagen einschließen. (genauer zur Anlageempfehlung, siehe Kapitel 6.1) Eine Empfehlung gilt als unrichtig, wenn sie unzutreffende Tatsachenbehauptungen enthält oder aus Sicht eines objektiven Empfängers geeignet ist, ein irreführendes Bild über die wirtschaftlichen Aussichten des Finanzinstruments oder des Emittenten zu erzeugen. Verzerrt ist die Anlageempfehlung, wenn sie zwar nicht unrichtig ist, es ihrer Darstellung aber an der notwendigen Objektivität mangelt und sie dadurch

³⁵² Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 218 ff.

geeignet ist, einen verständigen Anleger über die Marktlage zu täuschen.³⁵³ Ergänzend verweist Art 20 Abs 1 MAR auf spezifische inhaltliche Anforderungen, die u.a. Transparenz, Objektivität und Offenlegungspflichten betreffen. Ein Verstoß gegen diese Vorgaben begründet zwar nicht automatisch den Tatbestand der Marktmanipulation, kann jedoch zur Feststellung der Indikatorwirkung herangezogen werden. Von materiellen Interessen beeinflusst ist eine Empfehlung, wenn der Empfehler selbst oder ihm nahestehende Personen Positionen in den betreffenden Instrumenten halten und von Kursbewegungen, die durch die Empfehlung ausgelöst werden, profitieren wollen. Wird ein solcher Interessenkonflikt im Einklang mit Art 20 MAR offengelegt, entfällt die Indizwirkung.

Die DelVO 2016/522 konkretisiert die praktische Reichweite dieses Indikators weiter. Nach Anhang II Abschnitt 2 Nr 2 lit a deutet insbesondere die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen im engen zeitlichen Zusammenhang mit Handelsaufträgen oder Transaktionen auf ein manipulatives Vorgehen hin. Typisch sind dabei Konstellationen, in denen Marktteilnehmer oder mit ihnen in der Öffentlichkeit assoziierte Personen unmittelbar vor oder nach der Veröffentlichung von Untersuchungen oder Anlageempfehlungen konträre Handelspositionen eingehen. Darüber hinaus verweisen Anhang II Abschnitt 2 Nr 2 lit b und c ausdrücklich auf bekannte Manipulationsmuster wie Pump-and-Dump bzw. Trash and Cash. Diese Praktiken, die auf dem gezielten Verbreiten positiver oder negativer Falschinformationen zur Kursbeeinflussung und anschließenden Gewinnrealisierung beruhen, sind paradigmatische Erscheinungsformen des durch Anhang I Abschnitt B lit b MAR erfassten Indikators.

Zusammenfassend zeigt sich, dass die MAR durch das Zusammenspiel von Art 12, Art 20, Anhang I Abschnitt B lit b und den Konkretisierungen der DelVO 2016/522 einen abgestuften Normrahmen schafft. Dieser ermöglicht es, sowohl eindeutige Tatbestände wie Scalping als auch subtilere Formen interessengeleiteter oder manipulativer Anlageempfehlungen als Marktmanipulation zu erfassen.³⁵⁴

5.5 Informationsgestützte Marktmanipulation

Informationen zählen zu den zentralen Beweggründen für Anlageentscheidungen und sind wesentliche Antriebsfaktoren für das Verhalten von Marktteilnehmern am Wertpapiermarkt, da sie maßgeblich die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Kursentwicklung prägen.³⁵⁵

³⁵³ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 194 ff; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 82.

³⁵⁴ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 194 ff.

³⁵⁵ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 282 m.w.N.

Für den europäischen Gesetzgeber gilt die Marktmanipulation durch die Verbreitung von Informationen als besonders gravierend, da sie innerhalb kürzester Zeit erhebliche Auswirkungen auf Marktgeschehen und Preisbildung eines Finanzinstruments entfalten kann und dieser manipulative Zustand häufig über einen längeren Zeitraum fortwirkt, bis eine Korrektur der Informationslage erfolgt.³⁵⁶ Welch hohes Schädigungspotential die Verbreitung falscher Informationen nicht nur für Anleger, sondern auch für Emittenten haben kann, zeigt u.a. der Fall *Vinci* im Jahr 2016. Durch gefälschte Pressemitteilungen des Unternehmens wurden Bilanzfälschungen in den Raum gestellt, wodurch der Kurs der Vinci-Aktie um 18 % eingebrochen ist. Hinter den gefälschten Pressemitteilungen stand ein NGO-Mitarbeiter, der sich an dem Unternehmen für dessen vermeintliche Verfehlungen, vor allem der unmenschlichen Behandlung der Arbeiter in Katar, rächen wollte.³⁵⁷ In ErwGr 47 MAR bringt der europäische Gesetzgeber das Schädigungspotential der informationsgestützten Marktmanipulation deutlich zum Ausdruck:

„Manipulation oder versuchte Manipulation von Finanzinstrumenten kann auch in der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen bestehen. Die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen kann innerhalb relativ kurzer Zeit erhebliche Auswirkungen auf die Kurse von Finanzinstrumenten haben. Sie kann im Erfinden offensichtlich falscher Informationen, aber auch in der absichtlichen Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte sowie in der wissentlichen Angabe unrichtiger Informationen bestehen. Diese Form der Marktmanipulation schadet den Anlegern in besonderer Weise, weil sie sie dazu veranlasst, ihre Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Informationen zu stützen. Sie schadet auch den Emittenten, da sie das Vertrauen in die sie betreffenden Informationen untergräbt. Ein Mangel an Marktvertrauen kann wiederum die Fähigkeit eines Emittenten beeinträchtigen, zur Finanzierung seiner Operationen neue Finanzinstrumente zu begeben oder sich bei anderen Marktteilnehmern Kredite zu beschaffen. Auf dem Markt verbreiten sich Informationen sehr schnell. Deshalb kann der Schaden für Anleger und Emittenten für einen relativ langen Zeitraum anhalten, bis die Informationen sich als falsch oder irreführend erweisen und vom Emittenten oder den Urhebern ihrer Verbreitung berichtigt werden können. Deshalb muss die Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen sowie Gerüchten und falschen oder irreführenden Nachrichten als Verstoß gegen diese Verordnung eingestuft werden. Es ist daher zweckmäßig, es den Akteuren der Finanzmärkte zu untersagen, Informationen, die

³⁵⁶ ErwGr 47 VO 596/2014 ABI L 2014/173, 1.

³⁵⁷ Hanke, Bilanzmanipulation, Finanzchef gefeuert – alles nur ein Fake, Handelsblatt am 23.11.2016, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/baukonzern-vinci-bilanzmanipulation-finanzchef-gefeuert-alles-nur-ein-fake/14881236.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 240.

im Widerspruch zu ihrer eigenen Meinung oder besserem Wissen stehen, deren Unrichtigkeit oder irreführender Charakter ihnen bekannt ist oder bekannt sein sollte, zum Schaden von Anlegern und Emittenten frei zu äußern.“

Art 12 Abs 1 lit c MAR adressiert sohin als dritte Tatbestandsvariante der Marktmanipulation die informationsgestützte Marktmanipulation durch:

Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder der Nachfrage danach geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist, einschließlich der Verbreitung von Gerüchten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren;

Die Vorgängerregelung³⁵⁸ umfasste bereits die informationsgestützte Marktmanipulation, die MAR erweiterte den Anwendungsbereich über die bereits erfassten Finanzinstrumente hinaus auf damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte und Auktionsobjekte, die auf Emissionszertifikaten beruhen. Zudem ist die Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus als weiterer potenzieller Effekt neben der Sendung falscher oder irreführender Signale, aufgenommen worden.³⁵⁹

5.5.1 Der Informationsbegriff

Eine gesetzliche Legaldefinition des Informationsbegriffs existiert nicht, insbesondere entfaltet er keine begrenzende Wirkung, sodass vielmehr von einem weiten Begriffsverständnis auszugehen ist.³⁶⁰ Ein weites Verständnis des Begriffs deutet auch ErwGr 47 zur MAR an.³⁶¹ Der Begriff umfasst sohin alle Angaben und Daten jeglicher Art.³⁶² ErwGr 47 führt etwa Nachrichten und Gerüchte als Beispiel für eine Information iSd MAR an. Es ist sohin grundsätzlich irrelevant, ob die Information einen Tatsachenkern hat oder

³⁵⁸ RL 2003/6/EG ABI L 2003/96, 16.

³⁵⁹ Schmolke in Klöhn, MAR (2020) Art 12 Rz 239.

³⁶⁰ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (2020), 80, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html?nn=19649678 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁶¹ Schmolke in Klöhn, MAR (2018) Art 12 Rz 242 ff; Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 11.

³⁶² Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, BörseG/MAR (2019), Art 12 Rz 23.

bloß frei erfunden ist. Ebenso ist es ohne Belang, ob die Information vorteilhaft oder nachteilig, freiwillig verlautbart oder eine Pflichtangabe ist. Unerheblich ist auch die Form der Erklärung und der Kontext, in dem diese erfolgt. Demnach kann eine Information mündlich, schriftlich, elektronisch oder auf sonstige Weise verbreitet werden, erfasst sind grundsätzlich auch Erklärungen im privaten oder sozialen Umfeld.³⁶³ Zusammengefasst beinhaltet der Informationsbegriff Tatsachen sowie Werturteile, Prognosen und bloße Gerüchte.³⁶⁴ Als Beispiele für Informationen iSd MAR sind etwa Angaben in Bilanzen und Lageberichten, Geschäftsberichte, Ad-hoc Mitteilungen, Angaben eines Vorstandes im Rahmen einer Hauptversammlung, Informationen in Prospekten oder Angaben in Pressekonferenzen- und Mitteilungen, zu nennen.³⁶⁵ Die Informationsverbreitung durch den Abschluss eines Geschäfts fällt nicht unter den Tatbestand nach Art 12 Abs 1 lit c MAR, sondern unter die Bestimmungen nach Art 12 Abs 1 lit a oder b MAR, da es sich dann um einen Fall der handelsgestützten Marktmanipulation handeln könnte.³⁶⁶

5.5.2 Gerüchte

Gerüchte können auf den Kapitalmärkten eine erhebliche Bedeutung entfalten und maßgeblichen Einfluss auf das Marktgeschehen nehmen, gleichwohl fehlt es in den Wirtschaftswissenschaften und im Kapitalmarktrecht an einer einheitlichen Begriffsbestimmung. Dabei ist in der kapitalmarktwissenschaftlichen Forschung seit Langem anerkannt, dass eine Vielzahl an Anlegern ihre Investitionsentscheidungen auf Gerüchte stützen und bestehenden Trends folgen, ohne dass dieses Verhalten notwendigerweise als irrational qualifiziert werden müsste.³⁶⁷ Gerüchte werden im Wesentlichen als besonders vage und unsichere Nachrichten bzw. als unverbürgte Nachrichten mit ungewissem Wahrheitsgehalt, beschrieben.³⁶⁸ Der Duden definiert das Gerücht als „etwas, was allgemein gesagt, weitererzählt wird, ohne dass bekannt ist, ob es auch wirklich zutrifft“.³⁶⁹ Großen Einfluss auf den Kurswert von Handelsinstrumenten haben insbesondere Übernahmeerüchte, wobei gerade in diesem Fall die Abgrenzung zwischen

³⁶³ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 199 ff.

³⁶⁴ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 242 ff; Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 11; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 199 ff; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, BörseG/MAR (2019), Art 12 Rz 23; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 85.

³⁶⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (2020), 80, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html?nn=19649678 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁶⁶ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 199 ff; Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 250 ff.

³⁶⁷ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 203.

³⁶⁸ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 244; Fleischer/Schmolke, Gerüchte im Kapitalmarktrecht, AG (2007) 841ff.

³⁶⁹ <https://www.duden.de/rechtschreibung/Geruecht> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

einem Gerücht und einer falschen Tatsachenbehauptung zu Schwierigkeiten führt.³⁷⁰ Dem Argument, dass ein verständiger Anleger sich nicht von Gerüchten leiten lasse³⁷¹, weil dieser rational genug ist, um Behauptungen ohne Tatsachenkern nicht zur Grundlage seiner Anlageentscheidung zu machen, kann mE nicht gefolgt werden. Unabhängig davon, dass die Gesetzesgrundlage mittlerweile explizit auf Gerüchte als Information hinweist, kann ein verständiger Anleger selbst dann rational iSd gesetzlichen Leitbildes handeln, wenn er sich auf ein Gerücht verlässt, sofern dieses aus einer vertrauenswürdigen Quelle stammt.³⁷² Zudem ist empirisch belegt, dass sogar professionelle Anleger sich dem Herdenverhalten der Masse anschließen. In der Praxis spricht das Verhalten vieler Anleger also häufig gegen die These vom rational handelnden Anleger, der Gerüchten und Wertungen nur dann glaubt, wenn sie einen Tatsachenkern haben.³⁷³ (siehe dazu genauer in Kapitel 1.2 und 1.3)

Art 12 Abs 1 lit c MAR erfasst daher auch ausdrücklich die Verbreitung von Gerüchten als potenziell marktmanipulative Handlung. Gleichwohl fallen bloße Übertreibungen oder übliche markttypische Schönfärbereien nicht ohne Weiteres unter das Manipulationsverbot der Art 12 Abs 1 lit c iVm Art 15 MAR, da sie regelmäßig nicht geeignet sind, das Verhalten eines verständigen Anlegers zu beeinflussen. Tatbestandsrelevant wird die Verbreitung von Gerüchten daher nur dann, wenn diese aus Sicht eines durchschnittlich informierten Marktteilnehmers hinreichende Seriosität besitzen, um ernst genommen zu werden. Dies kann etwa der Fall sein, wenn der Urheber des Gerüchts besondere Fachkenntnis, Autorität oder Erfahrung für sich reklamiert oder wenn er sich auf vermeintlich verlässliche Quellen beruft, wodurch die Glaubwürdigkeit der Information gesteigert wird.³⁷⁴

5.5.3 Falsche Information

Eine Tatsachenbehauptung ist falsch, wenn sie nicht der Wahrheit entspricht, also wenn nicht bestehende Umstände als gegeben oder tatsächlich bestehende Umstände als nicht gegeben dargestellt werden.³⁷⁵ ErwGr 47 MAR führt dazu das „*Erfinden offensichtlich falscher Informationen*“ und die „*wissentliche Angabe unrichtiger Informationen*“ an. Eine Information ist falsch, wenn diese aus Sicht des verständigen Anlegers gemäß ErwGr 14 MAR als falsch beurteilt wird. Um eine Information als falsch zu beurteilen, muss deren

³⁷⁰ Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 24.

³⁷¹ Fleischer in Fuchs/ Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht³ § 20a Rz 17.

³⁷² Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 85.

³⁷³ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 245 ff.; Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 14.

³⁷⁴ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 203.

³⁷⁵ Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 18; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, BörseG/MAR (2019), Art 12 Rz 28.

Unrichtigkeit eindeutig feststehen.³⁷⁶ Werturteile und Prognosen mit Tatsachenkern sind nach allgemeiner Auffassung falsch, wenn der Tatsachenkern unrichtig ist oder sie sich nicht plausibel aus dem Tatsachenkern ableiten lassen. Werturteile und Prognosen ohne Tatsachenkern sind falsch, wenn sie evident unvertretbar sind, wobei dies im Einzelfall beurteilt werden muss.³⁷⁷ Ein anschauliches Beispiel für die Verbreitung falscher Informationen stellt der Fall *Elon Musk/Tesla Inc.* in den Jahren 2016 bis 2018 dar. Über seinen Twitter-Account kündigte Musk zunächst die Markteinführung eines neuen Tesla-Modells an, was einen erheblichen Kursanstieg der Tesla-Aktie zur Folge hatte. Kurz darauf erklärte er in einem weiteren Tweet, das Unternehmen stünde vor der Insolvenz, woraufhin der Kurs wieder deutlich einbrach.³⁷⁸ Später stellte sich heraus, dass beide Mitteilungen frei erfunden und Teil eines Aprilscherzes waren.³⁷⁹

5.5.4 Irreführende Information

Informationen sind irreführend, wenn sie zwar richtig sind, aber beim verständigen Anleger aufgrund ihrer Darstellung zu einer Fehlvorstellung über den geschilderten Sachverhalt führen. Irreführend sind zudem unvollständige Angaben, die einen falschen Gesamteindruck hervorrufen, wie etwa die „*absichtliche Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte*“ nach ErwGr 47 MAR.

Im Fall *Grande Stevens/Italien*³⁸⁰ verhängte die italienische Aufsichtsbehörde CONSOB verwaltungsrechtliche Sanktionen gegenüber der Exor s.p.a und Giovanni Agnelli wegen irreführender Angaben in der Pressemitteilung. Die CONSOB verlangte von den Parteien die Veröffentlichung einer Pressemitteilung zum Auslaufen eines wichtigen Kreditvertrages der FIAT-Gruppe. In der Pressemitteilung gaben diese an, dass FIAT keine Initiative ergriffen habe, wobei kurze Zeit später eine Anschlussvereinbarung bekannt wurde. Die CONSOB sah darin die Veröffentlichung irreführender Informationen, weil die Verhandlungen über die Anschlussvereinbarung nicht erwähnt wurden.³⁸¹ Es kann auch dann zu einer Irreführung des Informationsempfängers kommen, wenn dieser die

³⁷⁶ Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, BörseG/MAR (2019), Art 12 Rz 28.

³⁷⁷ Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 18 ff.

³⁷⁸ <https://x.com/elonmusk/status/980566116614291456> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Trudell, Elon Musk jokes that Tesla is bankrupt in April Fools' tweets, Bloomberg News am 02.04.2018, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-01/elon-musk-sends-april-fools-tweets-joking-of-tesla-bankruptcy> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025). McGregor, Elon Musk's April Fools' tweets were 'not a joking matter,' experts say, The Washington Post am 03.04.2018, <https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2018/04/03/elon-musks-april-fools-tweets-were-not-a-joking-matter-experts-say/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁷⁹ Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 18; Reccius, Die gebrochenen Versprechen des Elon Musk, Handelsblatt am 04.04.2018, <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/tesla-chef-in-der-kritik-die-gebrochenen-versprechen-des-elon-musk/21136824.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁸⁰ EGMR 04.03.2014, 18640/10, *Grande Stevens/Italien*.

³⁸¹ Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 18ff.

Informationen nicht „richtig“ verarbeiten kann und der Täter dies ausnutzt. Hierbei kommt es auf die Beurteilung im Einzelfall an.³⁸²

5.5.5 Geeignete Information

Zur Aussendung falscher oder irreführender Signale, die das Handelsverhalten eines verständigen Anlegers beeinflussen und ein anormales oder künstliches Kursniveau hervorrufen können, eignen sich vor allem Informationen über den inneren Wert eines Finanzinstruments, insbesondere unternehmensbezogene Umstände börsennotierter Gesellschaften. Daneben können auch produkt- oder branchenbezogene Faktoren (z.B. Wachstums- und Bedarfsanalysen), volks- und devisenwirtschaftliche Daten (z.B. Kennzahlen und Prognosen), Bewertungen (Ratings) sowie Informationen über aktuelles oder künftig erwartetes Anlegerverhalten (etwa Kauf- oder Verkaufsabsichten institutioneller Investoren) solche Signalwirkung entfalten. Zwar ist die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung nicht mit der allgemeinen Kursbeeinflussungseignung gleichzusetzen, doch gelten Insiderinformationen, die erheblich kursrelevant sind, zugleich auch als kursbeeinflussungsg geeignet und können bereits auf einer Vorstufe das Verhalten verständiger Anleger lenken. Als Beispiele für relevante Insiderinformationen im Sinne des Art 12 Abs 1 lit c MAR sind etwa Liquiditätsprobleme, Insolvenzen, wesentliche Personalentscheidungen, Änderungen des Geschäftsmodells, bedeutende Umstrukturierungen (z.B. Fusionen), Verdacht auf Bilanzmanipulation, wesentliche Erfindungen oder schwerwiegende Produkthaftungs- und Umweltschadensfälle zu nennen. Ob in solchen Konstellationen tatsächlich die Voraussetzungen der Signalwirkung bzw. Kursbeeinflussungseignung vorliegen, ist stets im Einzelfall zu prüfen.³⁸³

5.5.6 Verbreitung von Informationen

Tathandlung ist das Verbreiten von Informationen (*dissemination*), sohin deren aktive, zurechenbare Kundgabe und die Möglichkeit der Kenntnisnahme durch die Empfänger.³⁸⁴ Die Informationen müssen über einen Erklärungskanal verbreitet werden und können nach Art 12 Abs 1 lit c MAR *über die Medien* verbreitet werden. ErwGr 48 zur MAR³⁸⁵ stellt klar, dass die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über das Internet, einschließlich über Websites sozialer Medien oder anonyme Blogs, im Sinne der Verordnung als gleichwertig mit der Verbreitung über traditionellere Kommunikationskanäle

³⁸² Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 22ff.

³⁸³ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 213 ff.

³⁸⁴ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 201; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 86.

³⁸⁵ VO 596/2014 ABI L 2014/173, 1.

zu betrachten ist. Ferner kann die Information in jeder Kommunikationsform verbreitet werden, die Tatbestandsmäßigkeit erfordert keine spezielle Erklärungsform. Erfasst sind sohin schriftliche, elektronische, mündliche Mitteilungen ebenso wie sonstige Ausdrucksformen. In diesem Zusammenhang ist auch der Kontext, in dem die Information verbreitet wird, nicht relevant, weshalb auch Erklärungen im (vermeintlich) privaten oder sozialen Bereich grundsätzlich den Tatbestand erfüllen können, sofern sie geeignet sind, ein falsches oder irreführendes Signal an den Markt zu senden.

Der Begriff „Verbreitung“ impliziert nach *Schmolke/Klöhn* eine gewisse Breitenwirkung, die dabei auf die englische Fassung der MAR verweisen („*spreading of false or misleading information*“). Auch der ausdrückliche Hinweis des Gesetzgebers auf das Internet und die sozialen Medien als Verbreitungskanal, lässt nach Ansicht *Schmolke/Klöhn*s darauf schließen, dass dieser eine breitere Öffentlichkeit als Adressaten im Sinne hatte.³⁸⁶ Eine nähere Erläuterung zur Verbreitung bzw. welchen Grad an Breitenwirkung eine Information erzielen muss, um als „verbreitet“ iSd MAR zu gelten, gibt es jedoch weder im Gesetzestext noch in den begleitenden Rechtsinstrumenten auf Level 2 oder 3-Ebene. Allerdings enthält die alte Durchführungsrichtlinie³⁸⁷ zur Vorgängerregelung, der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003³⁸⁸, eine Definition des „Informationsverbreitungskanals“ in Art 1 Nr 7: „*Informationsverbreitungskanal*“ ist ein Kanal, durch den die Information der Öffentlichkeit tatsächlich oder wahrscheinlich zugänglich gemacht wird; „*wahrscheinlich der Öffentlichkeit zugänglich gemachte Information*“ ist eine Information, die für eine große Anzahl von Personen zugänglich ist“. Die Verbreitung erfordert sohin zumindest das Zugänglichmachen einer Information an einen bestimmten Personenkreis, die tatsächliche Kenntnisnahme durch die Adressaten ist hingegen nicht erforderlich. Hinsichtlich der Breitenwirkung der Information ist in der Literatur umstritten, ob diese erreicht ist, wenn die Information nur einer einzigen Person bzw. ein paar wenigen Personen zugänglich gemacht wird und ob in dem Fall von einer Streuung bzw. Verbreitung iSd MAR gesprochen werden kann. Im Emittentenleitfaden der BaFin wird klargestellt, dass für die Tatbestandsmäßigkeit einer Informationsverbreitung nicht erforderlich ist, dass diese öffentlich oder gegenüber einer größeren Personenzahl erfolgt. Ausreichend ist vielmehr, dass die Information zumindest einer Person so mitgeteilt wird, dass sie in deren Herrschaftsbereich gelangt und von ihr zur Kenntnis genommen werden kann.³⁸⁹ Dieser Auffassung schließt sich auch

³⁸⁶ *Schmolke in Klöhn*, MAR² (2023) Art 12 Rz 246 ff.

³⁸⁷ RL 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABI L 2003/339, 73.

³⁸⁸ RL 2003/6/EG ABI L 2003/96, 16.

³⁸⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (2020), 80, abrufbar unter 94

Mülbert an, der betont, dass der Begriff der „Verbreitung“ nicht zwingend eine Breitenwirkung impliziert, die nur bei einer Vielzahl von Adressaten gegeben sein könnte. Weder eine tatsächliche Kenntnisnahme noch die Erregung eines Irrtums oder gar eine tatsächliche Kursbeeinflussung sind erforderlich. Nach seiner Ansicht verlangt Art 12 Abs 1 lit c MAR nicht die Mitteilung gegenüber einem größeren Personenkreis oder die öffentliche Streuung der Information. So kann bereits die gezielte Mitteilung an einen einzelnen finanzstarken Investor tatbestandsmäßig sein, wenn dessen Handeln allein geeignet ist, den Kurs zu beeinflussen.³⁹⁰

Demgegenüber vertreten *Schmolke/Klöhn* eine restriktivere Ansicht, wonach das Tatbestandsmerkmal der Verbreitung nur durch die Mitteilung an ein größeres Publikum erreicht werden kann. Selbst wenn ein einzelner Großinvestor aufgrund seiner Marktmacht Angebot oder Nachfrage beeinflussen könnte, reiche dies nicht aus - es sei denn, dieser würde als „Medium“ instrumentalisiert - um Informationen weiter in den Markt zu tragen.³⁹¹ Für die Bestimmung, wann die notwendige Breitenwirkung vorliegt, ist auf den Schutzzweck der Norm abzustellen. Entscheidend ist demnach, ab welchem Zeitpunkt durch die Weitergabe der Information eine Gefahr für die Preisbildung auf dem betreffenden Markt entsteht. Dies hänge nach *Schmolke/Klöhn* maßgeblich von der Marktliquidität und der Zahl der aktiven Marktbeobachter ab. Auf wenig liquiden Nischenmärkten kann sohin bereits die Mitteilung an wenige Personen eine hinreichende Wirkung entfalten, während bei hochliquiden Standardwerten eine erheblich größere Reichweite erforderlich ist.³⁹²

Meines Erachtens ist der Auffassung der *BaFin* und *Mülberts* zu folgen, wonach eine Information bereits dann als verbreitet gilt, wenn sie in den Herrschaftsbereich zumindest einer dritten Person gelangt. Der Schutzzweck des Marktmanipulationsverbots liegt in der Sicherung einer unverfälschten Preisbildung, sodass bereits die bloße Eignung, den Marktpreis zu beeinflussen, maßgeblich ist. Diese kann im Einzelfall schon dann vorliegen, wenn eine einzelne, aber besonders finanzstarke, Person die Information erhält. Zwar vertreten *Schmolke/Klöhn* die Ansicht, dass das Tatbestandsmerkmal der Verbreitung eine Mitteilung an ein größeres Publikum voraussetzt. Zugleich räumen sie jedoch selbst ein, dass die Gefahr für die Preisbildung maßgeblich von der Marktliquidität und der Zahl aktiver Marktbeobachter abhängt und daher eine flexible Auslegung erforderlich ist. Gerade dieser flexible Ansatz zeigt aus meiner Sicht, wie schwierig es wäre, eine klare quantitative Schwelle zu bestimmen, ab der eine Mitteilung „breit genug“ ist, um tatbestandsmäßig zu

https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html?nn=19649678 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁹⁰ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 200.

³⁹¹ *Schmolke* in *Klöhn*, MAR² (2023) Art 12 Rz 247.

³⁹² *Schmolke* in *Klöhn*, MAR² (2023) Art 12 Rz 248.

sein. Je nach Marktstruktur können bereits wenige Adressaten eine erhebliche Kurswirkung entfalten, während in hochliquiden Märkten eine deutlich größere Reichweite notwendig wäre. Eine derart relative Betrachtungsweise lässt sich kaum mit der Forderung nach einer generellen Breitenwirkung vereinbaren.

Zur Auslegung des Begriffs der „Verbreitung“ kann mE zudem auf die unionsrechtlichen Vorgaben zur „*Mitteilung an die Öffentlichkeit*“ in der Prospektverordnung (ProspektVO)³⁹³ zurückgegriffen werden. Nach ErwGr 7 zur ProspektVO verfolgt der Unionsgesetzgeber, ebenso wie in der MAR, das Ziel, den Anlegerschutz und die Markteffizienz sicherzustellen. Die Öffentlichkeit wird in der ProspektVO und der einhelligen Literatur als jeder unbestimmte und nicht individualisierbare Adressatenkreis verstanden, unabhängig davon, wie viele Personen die Information tatsächlich wahrnehmen. Entscheidend ist allein, dass die Mitteilung geeignet ist, Informationsasymmetrien abzubauen und eine fundierte Anlageentscheidung zu ermöglichen.³⁹⁴ Vor diesem Hintergrund spricht mE vieles dafür, den Begriff der „Verbreitung“ in Art 12 Abs 1 lit c MAR ebenfalls qualitativ und nicht quantitativ auszulegen.

Grundsätzlich erfordert das Verbreiten von Informationen ein aktives Tun. ErwGr 47 MAR führt jedoch die „*absichtliche Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte*“ (englisch: „*wilful omission of material facts*“) als Form der informationsgestützten Marktmanipulation an. Nach Auffassung der BaFin kann eine Marktmanipulation auch durch das bloße Verschweigen relevanter Informationen verwirklicht werden. Zwar nehmen die Art 12 und 15 MAR nicht ausdrücklich auf die Begehung durch Unterlassen Bezug, jedoch ordnet Art 2 Abs 4 MAR ausdrücklich an, dass die Verbote und Pflichten der Verordnung sowohl für Handlungen als auch für Unterlassungen gelten. Dies gilt nach Ansicht der BaFin dann, wenn eine rechtliche Pflicht zur Offenlegung der betreffenden Information besteht. Eine solche Pflicht kann sich insbesondere aus der Ad-hoc-Publizität nach Art 17 MAR oder aus den Vorgaben zur Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften (*Directors Dealings*) iSd Art 19 Abs 1 MAR sowie aus handels- und bilanzrechtlichen Publizitätsvorschriften oder weiteren kapitalmarktrechtlichen Normen ergeben. Tatbestandsrelevant wird das Unterlassen nur für Personen, die selbst eine eigenständige Veröffentlichungspflicht trifft oder die innerhalb des Unternehmens mit der Erfüllung der entsprechenden Publizitätspflichten des Emittenten betraut sind. Ein Verschweigen liegt dabei sowohl dann vor, wenn eine Information überhaupt nicht offengelegt wird, als auch dann, wenn die

³⁹³ VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.06.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABI L 168, 12.

³⁹⁴ *Bauerschmidt in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, Prospektrecht Kommentar⁴ (2022) Art 2 EGV 809/2004.

Offenlegung nicht in der vorgeschriebenen Form erfolgt und deshalb keine gleichwertige Öffentlichkeit hergestellt wird.³⁹⁵ In der Literatur wird allerdings überwiegend betont, dass ein solches Verhalten weniger als „Unterlassungstatbestand“ im engeren Sinne zu qualifizieren ist. Vielmehr geht es um Konstellationen, in denen die aktive Verbreitung von Informationen durch das Weglassen wesentlicher Umstände entstellt wird und dadurch ein irreführendes Gesamtbild entsteht. Das Verschweigen wesentlicher Tatsachen stellt sich damit primär als besondere Erscheinungsform der „Verbreitung“ unrichtiger oder verzerrter Informationen im Sinne von Art 12 Abs 1 lit c MAR dar.³⁹⁶

5.5.7 Normative Zurechnung

Das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation richtet sich an jedermann, wobei nicht jede Form der Mitwirkung bereits ein täterschaftliches Handeln begründet. Dafür bedarf es einer normativen Zurechnung bzw. Abgrenzung von Verantwortungsbereichen, wonach demjenigen die Verbreitung zuzurechnen ist, der die Konzeptionsherrschaft über die Äußerung hat und für dessen Richtigkeit verantwortlich ist.³⁹⁷ Mögliche Konzeptionäre können z.B. Vorstände, Geschäftsführer, Gesellschafter eines Emittenten oder Anlageberater- und Vermittler sein, sofern sie für Angaben selbst die Verantwortung übernehmen. Nicht jede Beteiligung am Weitergeben von Informationen erfüllt bereits den Tatbestand des „Verbreitens“ iSd Art 12 Abs 1 lit c MAR. So liegt etwa kein Verbreiten vor, wenn eine Sekretärin lediglich den Entwurf eines von ihr erkennbar unrichtigen Prospekts erstellt.³⁹⁸

5.5.8 Auswirkung der Manipulationshandlung

5.5.8.1 Aussenden falscher oder irreführender Signale

Die erste Variante des potentiellen Effekts, den die Tathandlung nach Art 12 Abs 1 lit c MAR auslösen kann, ist, dass durch die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen, falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines

³⁹⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (2020), 80, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html?nn=19649678 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

³⁹⁶ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 252 ff.; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 98; Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 202; Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht² (2023), § 13 Rz 26ff; Knobl in Gruber, BörseG 2018/ MAR II (2020) Rz 64 ff; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 98.

³⁹⁷ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 251; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 86; Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 201 ff.

³⁹⁸ Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 201 ff.

Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder der Nachfrage danach ausgesendet werden oder wahrscheinlich ausgesendet werden. Eine Signalwirkung ist anzunehmen, wenn ein verständiger Marktteilnehmer die Handlung im Rahmen seiner Anlageentscheidung wahrscheinlich berücksichtigen würde, da die Handlung wahrscheinlich das Nachfrageverhalten auf das Handelsinstrument oder dessen Preis beeinflusst.³⁹⁹ Die Wahrscheinlichkeit eines falschen oder irreführenden Signals für den Kurs muss bei über 50 % liegen. Dabei ist unerheblich, ob das Signal vorteilhaft oder nachteilig für die Bewertung des betroffenen Handelsgegenstandes ist, sowohl das „Hoch“- als auch das „Herunterreden“ von Kursen ist sohin tatbestandsmäßig.⁴⁰⁰

Das Signal ist falsch, wenn es verglichen mit den objektiven Gegebenheiten nicht den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen auf dem Markt in Bezug auf den jeweiligen Handelsgegenstand entspricht.⁴⁰¹ Falsch sind auf Tatsachen beruhende Informationen bzw. die von ihnen ausgehenden Signale dann, wenn sie nicht der Wahrheit entsprechen, d.h. nicht vorhandene Umstände als vorhanden oder vorhandene Umstände als nicht vorhanden darstellen. Ein Werturteil oder eine Prognose entzieht sich grundsätzlich einer Einordnung als richtig oder falsch. Allerdings kann eine Wertung im Sinne des Art 12 Abs 1 lit c MAR als falsch gelten, wenn die zur Begründung herangezogenen Tatsachen unzutreffend sind oder die Wertung selbst eindeutig bzw. schlechthin unvertretbar erscheint. Unvertretbar erscheint dabei auch, Werturteile und Prognosen „ins Blaue hinein“ ohne jede Tatsachenprüfung abzugeben, soweit nach den Umständen erwartet werden darf, dass eine solche Prüfung stattgefunden hat.⁴⁰²

Ein Signal ist irreführend, wenn es objektiv geeignet ist, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse auf dem jeweiligen Markt in Bezug auf den konkreten Handelsgegenstand zu täuschen.⁴⁰³ Dabei ist bereits die Eignung einer konkreten Täuschungsgefahr des Anlegerpublikums ausreichend, wie etwa die offensichtlich ungleichgewichtige oder unvollständige Darstellung an sich wahrer Umstände eines Sachverhalts. Dies wäre etwa der Fall, wenn in einem Prospekt nicht in der Bilanz zu veröffentlichende oder im Lagebericht zu erläuternde Umstände unterdrückt werden, so dass der Investor ein falsches Bild von der Anlage gewinnt. Einen weiteren Anwendungsfall

³⁹⁹ Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, *BörseG/MAR* (2019), Art 12 Rz 11.

⁴⁰⁰ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, *Wertpapierhandelsrecht*⁸ (2023), Art 12 Rz 205; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*⁵ (2020), Art 12 Rz 87.

⁴⁰¹ Meyer/Veil/Rönnau, *Handbuch zum Marktmisbrauchsrecht*² (2023), § 13 Rz 39ff; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, *BörseG/MAR* (2019), Art 12 Rz 12.

⁴⁰² Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*⁵ (2020), Art 12 Rz 88; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, *Wertpapierhandelsrecht*⁸ (2023), Art 12 Rz 206.

⁴⁰³ Meyer/Veil/Rönnau, *Handbuch zum Marktmisbrauchsrecht*² (2023), § 13 Rz 39ff; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/ Winner, *BörseG/MAR* (2019), Art 12 Rz 12.

können bewusst missverständlich formulierte Pressemitteilungen bilden, aus denen eine unzutreffende Gesamtdarstellung der Unternehmenssituation hervorgeht.⁴⁰⁴

Eine Anlagestrategie- oder Anlageempfehlung gem. Art 3 Abs 1 Nr 34 bzw. 35 MAR, gibt falsche oder irreführende Signale, wenn sie inhaltlich unrichtig, fehlerhaft oder verzerrend ist. Maßstab für die Richtigkeit sind Art 20 Abs 1 MAR und die DelVO 2016/958, insbesondere hinsichtlich der Objektivität und Offenlegung von Interessenkonflikten. Falsch ist eine Empfehlung, wenn wesentliche Teile der Analysegrundlage unwahr, unvertretbar oder unvollständig sind, wenn sie ohne die gebotene Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit erstellt wurde oder das Ergebnis nicht vertretbar ist. Irreführend ist sie, wenn die Darstellung zwar nicht falsch, aber so gefasst ist, dass ein verständiger Anleger kein zutreffendes Bild erhält. Diese Grundsätze gelten auch für Empfehlungen außerhalb des Art 3 Abs 1 Nr 34 bzw. 35 MAR, dort allerdings mit weniger strengen Anforderungen an die Erstellung und Darstellung. Werden nach getätigten Leerverkäufen Informationen in Form von Anlage- oder Anlagestrategieempfehlungen in den Markt eingebracht und führen diese zu einem Kursverfall des leerverkauften Finanzinstruments (*Short-Seller-Attacke*), ist zu differenzieren. Enthalten die Informationen falsche oder irreführende Signale kann dies eine Marktmanipulation darstellen. Sind sie hingegen zutreffend und stützen sich auf nachvollziehbare Analysen oder Bewertungen, liegt kein Verstoß gegen Art 12 Abs 1 lit c MAR vor.⁴⁰⁵

5.5.8.2 Erzielung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus

Nach der zweiten Variante gem. Art 12 Abs 1 lit c MAR kann eine Marktmanipulation auch dann vorliegen, wenn die verbreitete Information ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts herbeiführt oder dass die Herbeiführung wahrscheinlich ist. Die Tatbestandsvariante spielt im Rahmen des Art 12 Abs 1 lit c MAR nur eine untergeordnete Rolle. Denn ein anormales oder künstliches Kursniveau kann nur dann Folge der Informationsverbreitung sein, wenn die Information aus Sicht eines verständigen Anlegers signalwirksam ist und dessen Angebots- oder Nachfrageverhalten potenziell beeinflusst. Auch nach dieser Tatbestandsvariante genügt die Wahrscheinlichkeit der Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus. Das Wahrscheinlichkeitselement erlaubt es Aufsichtsbehörden und Gerichten, die mit ökonomischen Modellrechnungen verbundenen Unsicherheiten

⁴⁰⁴ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 89 ff.; Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 206ff.

⁴⁰⁵ Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 209, 210.

aufzufangen und gleichwohl bei hinreichender Wahrscheinlichkeit einen Verstoß gegen das Marktmanipulationsverbot anzunehmen. Die erforderliche Schwelle liegt auch hier bei mehr als 50 %.⁴⁰⁶

5.5.9 Subjektiver Tatbestand

Art 12 Abs 1 lit c MAR verlangt das Vorliegen eines subjektiven Tatbestandmerkmals, wonach erforderlich ist, dass die Person, die die relevanten Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass diese falsch oder irreführend waren. Bezugspunkt des Wissens bzw. Wissen müssen ist die Falschheit bzw. Irreführungseignung der Information. Während Wissen Vorsatz voraussetzt, wird das Wissen müssen nach überwiegender Auffassung der Fahrlässigkeit gleichgestellt.⁴⁰⁷ Vorsatz oder Fahrlässigkeit müssen sich darauf beziehen, dass die verbreiteten Informationen falsch oder irreführend sind. Werden Informationen „ins Blaue hinein“ verbreitet, ist regelmäßig von bedingtem Vorsatz auszugehen. Nicht erforderlich ist hingegen, dass sich Vorsatz oder Fahrlässigkeit auch auf die Signalwirkung der Information oder deren Eignung zur Erzeugung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus erstrecken. Unerheblich ist daher, ob sich der Täter über die möglichen Auswirkungen unzutreffender oder irreführender Informationen überhaupt Gedanken gemacht hat. Die Verwirklichung des Art 12 Abs 1 lit c MAR bleibt davon unberührt.⁴⁰⁸

5.6 Das Verbot der Marktmanipulation

5.6.1 Geschütztes Rechtsgut

Art 15 MAR verbietet sämtliche Formen der vollendeten Marktmanipulation sowie deren Versuch und knüpft hierfür an die Begriffsbestimmungen des Art 12 MAR an. Ausnahmen der MAR vom Verbot der Marktmanipulation enthalten die Art 5 MAR hinsichtlich erlaubter Kursstabilisierungsmaßnahmen, Art 6 MAR betreffend Maßnahmen aus geld- oder wechsellkurspolitischen Gründen bzw. im Rahmen der Staatsschuldenverwaltung sowie die in Art 13 MAR geregelte zulässige Marktpraxis (siehe hierzu Kapitel 5.4.4).

Art 1 MAR nennt als zentrale Normzwecke die Gewährleistung der Integrität der Finanzmärkte in der Union sowie die Stärkung des Anlegerschutzes und des Vertrauens der Anleger in diese Märkte. In Anknüpfung an die bisherigen Regelungen dient die MAR damit in erster Linie dem Schutz des übergeordneten Rechtsguts der Funktionsfähigkeit

⁴⁰⁶ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 212.

⁴⁰⁷ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 Rz 94 ff.; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 217.

⁴⁰⁸ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 218.

der Wertpapiermärkte, verstanden als Wahrung der Zuverlässigkeit, Wahrheit und Unverfälschtheit der Preisbildung an Börsen und anderen geregelten Märkten. Marktmanipulationen gefährden diese Funktionsfähigkeit in besonderem Maße, da sie geeignet sind, das Vertrauen der Anleger in die Integrität des Marktes nachhaltig zu untergraben. Neben dem Funktionsschutz nennt Art 1 MAR ausdrücklich auch die Stärkung des Anlegerschutzes als eigenständigen Regelungszweck. Zwar steht nach dem zweiten Erwägungsgrund der MAR der Schutz der Marktintegrität im Vordergrund, doch ergibt sich aus der Systematik der Verordnung eine Zweckdualität. Die MAR schützt sowohl die kollektive Integrität des Marktes als auch den einzelnen Anleger, der auf faire, transparente und verlässliche Marktbedingungen vertrauen können soll. Damit verfolgt die Verordnung einen doppelten Schutzzweck – sie sichert einerseits die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als institutionelles System, andererseits die individuelle Entscheidungsfreiheit des Anlegers.⁴⁰⁹

5.6.2 Vollendung und Versuch

Eine Marktmanipulation gilt als verwirklicht, wenn sämtliche in Art 12 MAR genannten Tatbestandsmerkmale einschließlich der objektiven Handlungen, der daraus resultierenden Erfolge sowie etwaiger subjektiver Elemente, vollständig erfüllt sind. Ein Versuch liegt demgegenüber bereits dann vor, wenn eine in Art 12 MAR erfasste Verhaltensweise eingeleitet, jedoch nicht vollendet wird oder werden kann. Durch die ausdrückliche Einbeziehung des Versuchs in den Anwendungsbereich der MAR wurde das unionsrechtliche Marktmissbrauchsregime gegenüber der Vorgängerrichtlinie MAD 2003 deutlich verschärft und der präventive Charakter des Verbotsregimes gestärkt (siehe dazu oben Kapitel 3.2).⁴¹⁰ Dies wird auch in ErwGr 41 MAR ausdrücklich festgehalten, indem erläutert wird, dass die Ausweitung auf die Versuchsstrafbarkeit notwendig ist, um die zuständigen Behörden in die Lage zu versetzen, entsprechende Versuche mit Sanktionen zu belegen. Die MAR statuiert insofern eine Art „Rechenschaftspflicht für Manipulationsversuche“.⁴¹¹ In der Literatur wurde die Ausweitung kritisch gesehen als diese zu erheblichen Abgrenzungsschwierigkeiten in der Praxis führt.⁴¹² Dies erkannte auch der Verordnungsgeber und erläutert in ErwGr 41 MAR dazu *„Ein solcher Versuch kann sich unter anderem auf Situationen erstrecken, in denen die Aktivität begonnen, aber nicht*

⁴⁰⁹ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 15 Rz 12.

⁴¹⁰ Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 15 Rz 1.

⁴¹¹ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 8 ff.

⁴¹² Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 15 Rz 30.

*vollendet wird, beispielsweise aufgrund technischen Versagens oder eines Handelsauftrags, der nicht ausgeführt wird.“*⁴¹³

Bei den Tatbeständen nach Art 12 Abs 1 lit a bis c MAR handelt es sich um Deliktstatbestände, die zwar keinen vom Tatverhalten gesonderten tatsächlichen Erfolg voraussetzen, jedoch die Eignung oder Wahrscheinlichkeit der Erfolgsherbeiführung verlangen. Entscheidend ist somit, dass die jeweilige Handlung nach ihrer objektiven Beschaffenheit geeignet ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit dazu führt, ein falsches oder irreführendes Marktsignal zu setzen bzw. ein künstliches Kursniveau zu bewirken.⁴¹⁴ Das Vorliegen eines Versuchs gem. Art 15 MAR bestimmt sich einheitlich nach unions- und kapitalmarktrechtlichen und nicht nach nationalen strafrechtlichen Maßstäben. Es handelt sich bei den Art 15 und 12 MAR um aufsichtsrechtliche, also öffentlich-rechtliche Verhaltensnormen. Auch wenn sie in einem engen Zusammenhang mit den strafrechtlichen Sanktionsvorschriften stehen, enthalten sie für sich genommen nur aufsichtsrechtliche Verbote, die nicht nur straf- oder bußgeldrechtlich, sondern auch verwaltungsrechtlich bedeutsam sind.⁴¹⁵

Eine bloß versuchte Marktmanipulation liegt in den Fällen des Art 12 Abs 1 lit a und b MAR dann vor, wenn die Vollendung daran scheitert, dass die betreffende Handlung oder Aktivität den ins Auge gefassten Erfolg objektiv nicht wahrscheinlich macht oder zu dessen Herbeiführung gar nicht geeignet ist.⁴¹⁶ Ein Verstoß gegen Art 15 MAR liegt grundsätzlich nur dann vor, wenn die Durchführung der manipulativen Handlung aus Gründen scheitert, die außerhalb der Sphäre des Handelnden liegen, nicht jedoch, wenn dieser die Tat freiwillig aufgibt. Dies gilt jedenfalls insoweit, als die unvollständige Handlung nicht bereits durch den jeweiligen Auffangtatbestand („*sonstige Handlung*“) der entsprechenden Manipulationsvariante erfasst wird. Nur unter diesen Voraussetzungen kann von einer hinreichenden Gefährdung der durch das Marktmanipulationsverbot geschützten Rechtsgüter ausgegangen werden, die eine Erstreckung des Verbots auf den Versuch rechtfertigt. Zu weitgehend wäre es hingegen, den Versuchstatbestand auch auf solche Fälle auszudehnen, in denen die Handlung objektiv ungeeignet ist, den angestrebten Erfolg überhaupt herbeizuführen. Der untaugliche Versuch ist sohin nicht erfasst.⁴¹⁷ Diese Auslegung entspricht auch der impliziten Annahme der in ErwGr 41 MAR angeführten Beispiele. So stellt etwa die aufgrund eines technischen Fehlers fehlgeschlagene elektronische Auftragserteilung keine taugliche Manipulationshandlung dar, da sie weder

⁴¹³ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 11 ff.

⁴¹⁴ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 13 ff.

⁴¹⁵ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 15 Rz 15.

⁴¹⁶ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 16 ff.

⁴¹⁷ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 15 Rz 16.

tatsächlich noch mit hinreichender Wahrscheinlichkeit ein künstliches Kursniveau erzeugt oder ein falsches bzw. irreführendes Signal aussendet.⁴¹⁸ Die Gefahrenschwelle für die Schutzgüter des Marktmanipulationsverbots ist regelmäßig erst dann überschritten, wenn es aus der Perspektive des Handelnden lediglich dem Zufall zuzurechnen ist, dass kein Geschäftsabschluss zustande kam oder der Handelsauftrag nicht übermittelt wurde. Dagegen liegt noch keine relevante Gefährdung vor, wenn der Akteur zwar die Absicht hatte, einen entsprechenden Handelsauftrag zu erteilen und hierfür bereits Vorbereitungshandlungen traf, letztlich jedoch bewusst von der Durchführung Abstand nahm.⁴¹⁹

Die tatbestandliche Handlung einer informationsgestützten Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit c MAR besteht in der Verbreitung von Informationen. Für das Tatbestandsmerkmal des Verbreitens muss die Information in den Herrschaftsbereich einer anderen Person gelangen, sodass diese objektiv in der Lage ist, von ihrem Inhalt Kenntnis zu nehmen. Eine versuchte Marktmanipulation im Sinne dieser Tatbestandsvariante liegt daher vor, wenn die manipulative Erklärung zwar abgegeben, jedoch keiner anderen Person tatsächlich zugegangen ist. Unerheblich ist dabei grundsätzlich, aus welchen Gründen der Zugang unterblieb, etwa infolge eines technischen Fehlers oder sonstiger außerhalb der Sphäre des Handelnden liegender Umstände. Ferner liegt ein Versuch auch dann vor, wenn zwar die Verbreitung gelingt, diese aber objektiv nicht geeignet ist, auch nur wahrscheinlich irreführende Signale zu senden oder ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeizuführen.⁴²⁰

5.6.3 Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen

Es besteht kein allgemeines kapitalmarktrechtliches Vorsatzerfordernis für die Verwirklichung der verbotswidrigen Grundtatbestände in Art 12 Abs 1 MAR. Demnach ist das Vorliegen eines subjektiven Elements für den Versuch einer Marktmanipulation nicht in jedem Fall erforderlich. Entscheidend ist vielmehr, ob der jeweilige Grundtatbestand ein subjektives Tatbestandsmerkmal vorsieht. Enthält der zugrunde liegende Manipulationstatbestand wie in Art 12 MAR näher differenziert kein subjektives Element, so ist ein solches auch für den Versuch nicht erforderlich (Art 12 Abs 1 lit a MAR). Soweit der Grundtatbestand hingegen ein subjektives Merkmal, etwa eine Täuschungsabsicht oder Kenntnis, voraussetzt, muss dieses auch beim Versuch vorliegen, um den Tatbestand zu erfüllen. Hinsichtlich der Tatbestandsvariante iSd lit b ergibt sich allerdings bereits aus der

⁴¹⁸ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 16 ff.

⁴¹⁹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 15 Rz 21.

⁴²⁰ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 16 ff; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 15 Rz 22.

Tathandlung implizit ein Vorsatzerfordernis („*Vorspiegelung falscher Tatsachen*“ und „*Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung*“) (siehe oben Kapitel 5.4.5). Die informationsgestützte Tatbestandsvariante nach Art 12 Abs 1 lit c MAR verlangt darüberhinausgehend, dass der Täter „*wusste oder hätte wissen müssen, dass die verbreiteten Informationen falsch oder irreführend waren*“ (siehe oben Kapitel 5.5.9).⁴²¹ Schließlich ergibt sich aus dem Verzicht auf ein allgemeines Vorsatzerfordernis im Kapitalmarktrecht keineswegs, dass eine Sanktionierung, sei es verwaltungsrechtlicher oder strafrechtlicher Natur, unabhängig vom Vorliegen subjektiver Voraussetzungen erfolgen dürfte oder müsste. Vielmehr kann und muss die Verhängung einer Sanktion vom Nachweis subjektiver Elemente abhängen. Für die verwaltungsrechtliche Ahndung folgt dies aus den in Art 30 Abs 1 und 2 MAR sowie in ErwGr 77 verankerten Anforderungen der „Angemessenheit“ der Sanktion und ihrer Vereinbarkeit mit nationalem (Verfassungs-)Recht sowie den Grundrechten und Grundsätzen der EU-Grundrechtecharta. Darüber hinaus verpflichtet Art 5 Abs 1 der CSMAD die Mitgliedstaaten, sicherzustellen, dass Marktmanipulation gemäß Art 5 Abs 2 CSMAD zumindest in schweren Fällen und bei vorsätzlicher Begehung als Straftat ausgestaltet ist. Ergänzend bestimmt Art 6 Abs 2 CSMAD, dass auch der Versuch der in Art 5 genannten Handlungen strafbar zu stellen ist. Damit bleibt das europäische Marktmissbrauchsrecht trotz seines funktional-objektiven Grundansatzes in der MAR letztlich dem Prinzip verhaftet, dass die strafrechtliche Sanktionierung schwerwiegender Marktmanipulationstatbestände ein schuldhaftes, insbesondere vorsätzliches Verhalten voraussetzt.⁴²² Zur Umsetzung der CSMAD in Österreich siehe oben Kapitel 4.1.

⁴²¹ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 15 Rz 29; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 15 Rz 17.

⁴²² Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 15 Rz 33.

IV. Marktmanipulation in Sozialen Medien

6 Anlageempfehlungen von Finfluencern

Parallel zur Vermarktung von Konsum- und Lifestyleprodukten ist in den vergangenen Jahren eine zunehmende Bewerbung von Finanzinstrumenten und Anlagestrategien über soziale Medien zu beobachten. Diese Entwicklung führte zur Herausbildung einer neuen Kategorie von Marktteilnehmern. Für jene Influencer, die sich auf die Vermittlung solcher Inhalte spezialisieren, hat sich der Begriff „*Finfluencer*“ (Financial Influencer) etabliert.⁴²³ Immer mehr Investoren beziehen ihr Wissen über Finanzen über Soziale Medien. Für Anleger unter 29 Jahren stellen soziale Medien mittlerweile eine primäre Informationsquelle in Finanz- und Geldanlagethemen dar.⁴²⁴ In einer Studie der FH St. Pölten gab knapp die Hälfte der Befragten an, schon einmal aufgrund einer Finfluencer-Empfehlung ein Investment getätigt zu haben.⁴²⁵

Eine Studie der FH St. Pölten und der Wiener Börse⁴²⁶ untersuchte das Verhalten der Gen Z⁴²⁷ auf dem Kapitalmarkt. Der Studie zufolge unterscheidet sich das Informationsverhalten der Gen Z, deutlich von jenem der älteren Generationen. Der Generationenunterschied zeigt sich besonders bei der unterschiedlichen Nutzung von traditionellen Medien (z.B. Zeitungen) und sozialen Medien. Klassische Tageszeitungen (online oder Printversionen) stellen besonders für ältere Generationen die bevorzugte Informationsquelle bei Finanzthemen, dar. Für die Gen Z hingegen haben Tageszeitungen keine bis kaum Relevanz, als sie ihre Informationen vermehrt auf Sozialen Medien oder in Form von Podcasts beziehen. Hierbei spielen Plattformen wie Youtube, Instagram und LinkedIn die größte Rolle. Die Wissenschaftler führen dies insbesondere darauf zurück, dass die Gen Z den Content hauptsächlich über das Smartphone und „*on the go*“ bezieht, auch bei der Recherche zu Kapitalmarktthemen wird dieses Tool am häufigsten genutzt.

⁴²³ Kovarova-Simecek/ Barrantes/ Müllner, *Finfluencer - die neuen Geldflüsterer?* Wiener Zeitung vom 01.03.2023, abrufbar unter <https://www.wienerzeitung.at/meinung/gastkommentare/2180003-Finfluencer-die-neuen-Geldfluesterer.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Staudacher/Klug, *Wie "Finfluencer" das Anlageverhalten junger Menschen beeinflussen*, KURIER vom 09.02.2023, abrufbar unter <https://kurier.at/wirtschaft/wie-finfluencer-das-anlageverhalten-junger-menschen-beeinflussen/402322305> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴²⁴ Zülch/Schramm, *Die Chancen digitaler IR-Kommunikation*, Der Betrieb (2023), M4, M5, <https://research.owlit.de/document/ed68e0e4-47cc-3c35-b035-a52b3cec62cc/document/bbb18367-938f-32bd-ba7a-58af7b196516> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Buck-Heeb/Tatu, *Anlageempfehlungen von Finfluencern*, RDİ 2024, 463.

⁴²⁵ Müllner/ Barrantes/ Kovarova-Simecek/ Zülch, *Finfluencer: Die neuen Finanz-Kommunikatoren auf Social Media.*, FH St. Pölten, Paradots, DIR (2023) abrufbar unter <https://digital-investor-relations.com/finfluencer.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴²⁶ Kovarova-Simecek/Spitzer/Kiener/Maier/Reitler, *GenZ und der Kapitalmarkt*, FH St. Pölten, Wiener Börse, CIRA (2023), https://www.fhstp.ac.at/de/mediathek/pdfs/projekte/studie_genz-und-der-kapitalmarkt_fhstp.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴²⁷ Die Studie definiert die Generation Z (Gen Z) als Personen, die zwischen 1996 und 2010 geboren sind.

Neobroker und Finfluencer wirken für die Gen Z als zentrale Einflussfaktoren bei der Entscheidung über Kapitalmarktinvestitionen, während sie für ältere Anleger nur eine untergeordnete Rolle spielen.⁴²⁸ Die Teilnahmebarrieren am Kapitalmarkt werden einerseits durch die niedrigschwellige Informationsvermittlung über soziale Medien, andererseits durch die von Neobrokern angebotenen mobilen Handelsplattformen erheblich reduziert. Diese Kombination aus digitalem niedrigschwelligem Zugang und geringen Gebühren führt zu einer verstärkten Marktdurchdringung jüngerer Anlegergruppen (siehe dazu genauer Kapitel 1.1). Das anhaltende Niedrigzinsumfeld in Verbindung mit den durch den digitalen Wandel eröffneten einfacheren Zugang zu Finanzprodukten, hat das Anlageverhalten in den letzten Jahren maßgeblich verändert. Besonders jüngere Altersgruppen verlagern ihre Investitionen verstärkt in risikobehaftete Anlageklassen. Die Entwicklung läuft laut Beobachtungen der FMA dabei häufig in Form eines graduellen Übergangs, der vom klassischen Sparbuch über Anleihen und anschließend über Aktien bis hin zu komplexeren Instrumenten wie Zertifikaten oder Exchange Traded Funds (ETFs) reicht. Die Dynamik hat zu einer signifikanten Verjüngung der Anlegerstruktur geführt. Innerhalb von drei Jahren hat sich die Zahl der 18- bis 24-jährigen Teilnehmer am Kapitalmarkt mehr als vervierfacht, in der Altersgruppe der 25- bis 39-Jährigen ist sie auf das etwa Zweieinhalbfache gestiegen.⁴²⁹

Diese Veränderung in der Zusammensetzung der Anlegergruppen spiegelt sich auch in europaweiten Beobachtungen wider. So bestätigt die französische Aufsichtsbehörde AMF in einem Bericht vom November 2021, dass seit Beginn der COVID-19-Pandemie deutlich mehr Personen mit dem Investieren begonnen haben und dass es sich bei diesen Neueinsteigern überwiegend um jüngere Anleger handelt, die zudem verstärkt Handelsplattformen neuer Anbieter wie Neobroker nutzen.⁴³⁰ Auch die niederländische

⁴²⁸ Kovarova-Simecek/Spitzer/Kiener/Maier/Reitler, GenZ und der Kapitalmarkt, FH St. Pölten, Wiener Börse, CIRA (2023), https://www.fhstp.ac.at/de/mediathek/pdfs/projekte/studie_genz-und-der-kapitalmarkt_fhstp.pdf/ (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Siehe hierzu auch: Jonas/ Hoffmann/ Binder-Tietz, Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“, DIRK-Forschungsreihe Bd 29 (2022), https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2022/09/DIRK-Forschungsreihe_Band-29_Kapitalmarktkommunikation-fuer-die-neue-%E2%80%9EGeneration-Aktie.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴²⁹ Finanzmarktaufsicht, Fakten, Trends & Strategien 2025, 18 ff., abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/publikationen/fakten-trends-strategien/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025), Finanzmarktaufsicht, Pressemitteilung vom 29.06.2022, Bereits jeder dritte neue Kleinanleger investiert in Exchange Traded Funds (ETFs) – FMA klärt über Funktion und Ausgestaltung auf, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/bereits-jeder-dritte-neue-kleinanleger-investiert-in-exchange-traded-funds-etfs-fma-klart-ueber-funktion-und-ausgestaltung-auf/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Godenrath, Neobroker sorgen für Teilhabe, Börsen-Zeitung am 09.02.2021, <https://www.boersen-zeitung.de/meinung-analyse/neobroker-sorgen-fuer-teilhabe-67a65032-67ed-11eb-89f0-1082a00c20b0> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 806; Burtscher, Taugt TikTok als Anlageberater in Salzburger Nachrichten vom 10.12.2021 <https://www.sn.at/wirtschaft/oesterreich/taugt-tiktok-als-anlageberater-113821765> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³⁰ Autorité des Marchés Financiers, Retail investors and their activity since the COVID crisis: younger, more numerous and attracted by new market participants, 30.11.2021, abrufbar unter <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/retail-investors-and-their-activity-covid-crisis-younger-more-numerous-and-attracted-new-market> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

AFM verzeichnete bereits im April 2021 einen deutlichen Anstieg insbesondere junger Marktteilnehmer.⁴³¹

Einer Umfrage der BaFin aus dem Mai 2024 zufolge betrachten über die Hälfte der befragten jungen Erwachsenen im Alter zwischen 18 und 45 Jahren soziale Medien, wie etwa TikTok oder Instagram, als verlässliche Informationsquelle zu Finanzthemen. 60 % der Befragten sehen darin sogar eine gute Alternative zur professionellen Finanzberatung. Die Umfrageergebnisse deuten zudem darauf hin, dass sich die Nutzung sozialer Medien unmittelbar auf das Anlageverhalten junger Erwachsener auswirkt. So investierten Social-Media-affine Investoren in den vergangenen zwei Jahren in eine größere Bandbreite an Anlageklassen, insbesondere in Wertpapiere und Kryptowerte, und wiesen damit eine breitere Diversifikation auf als Personen, die soziale Netzwerke nicht zur Recherche von Finanzthemen heranziehen. Ein signifikanter Zusammenhang ergab sich insbesondere im Hinblick auf Investitionen in Kryptowerte, wonach rund 43 % der befragten Social-Media-Nutzer angaben, in Kryptowerte investiert zu haben, während diese Quote bei Befragten ohne Social-Media-Bezug lediglich 25 % betrug. Soziale Netzwerke spielen somit eine zentrale Rolle bei der Vermittlung und Förderung von Investitionen in Kryptowerte. Vor allem für das junge Investorenpublikum sind Influencer dabei ein zentraler Einflussfaktor.⁴³²

Ein Forschungsprojekt zum Thema Influencer analysierte im Zeitraum von Mai 2023 und Mai 2024 den deutschsprachigen Markt sowie die Zielgruppe finanzbezogener Social-Media-Akteure. Im Zuge der Untersuchung wurden zunächst 186 Influencer mit einer kumulierten Reichweite von rund 13 Mio Followern identifiziert. Bis zum Ende des Erhebungszeitraums stieg die Gesamtzahl der erreichten Follower auf knapp 28 Mio an, was auf ein dynamisches Wachstum und eine zunehmende Relevanz dieser Akteursgruppe im deutschsprachigen Raum hinweist. Influencer bereiten Finanzmarktthemen in verständlicher und unterhaltsamer Art für ihr Publikum auf. Der Effekt, den diese, in ihrer Rolle als Intermediäre bei der Vermittlung von Finanzbildung, auf Kleinanleger haben, wird in Studien daher als grundsätzlich positiv hervorgehoben.⁴³³ Die Befragung der BaFin

⁴³¹ *Autoriteit Financiële Markten*, Steeds meer Nederlanders beleggen om vermogen op te bouwen, 13.04.2021, abrufbar unter <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/april/consumentenmonitor-beleggen-najaar-2020> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); dazu auch ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29.4.2022, ESMA35-42-1227, S.42 Rz 137.

⁴³² *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFinJournal 23.09/15.10.2024, Generation Y und Z setzen auf Influencer, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_2409_Finfluencer.html?cms_expanded=true (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³³ *Binder-Tietz/Hoffmann/Kovarova-Simecek/Brückner/Huster/Starke/Weiß*, Influencer Relations, DIRK-Forschungsreihe Band 30, 2024, S. 20, abrufbar unter <https://www.dirk.org/wp->

ergab, dass über 50 % der Befragten schon einmal Informationen zu Finanzthemen von Finfluencern erhalten haben. Fast 90 % davon gaben an, verstanden zu haben, dass Finfluencer Anlagetipps geben, meist in Bezug auf Aktien oder Kryptowerte. Besorgniserregend ist jedoch, dass 15 % jener Personen, die über einen von Finfluencern geteilten Link ein Finanzprodukt erworben hatten, nicht wussten, dass Finfluencer für ihre Produktempfehlungen in der Regel eine Vergütung erhalten.⁴³⁴ Im Jahr 2025 warnte die BaFin öffentlich vor Finfluencern, die ohne die erforderliche Erlaubnis Anlagetipps in sozialen Medien geben.⁴³⁵ Auch die FMA erkannte die Chancen und Risiken, die mit der Wissensvermittlung über Finfluencer einhergehen und rief im Rahmen ihrer Verbraucherinformationsreihe „Reden wir über Geld“ Investoren zur Vorsicht bei von Finfluencern empfohlenen Investments auf.⁴³⁶ Vor diesem Hintergrund startete die FMA im Juni 2025 auch eine Veranstaltungsreihe, um mit Finfluencern in den Dialog zu treten und diese besonders in den Bereichen Anlageberatung und Anlageempfehlung zu sensibilisieren.⁴³⁷ Auch die ESMA hat 2024 eine Warnung an Personen, die Investments in Sozialen Medien empfehlen, veröffentlicht, in der sie auf die rechtlichen Kriterien der Anlageempfehlungen hinweist und aufklärt, wann Aussagen im Internet als solche zu qualifizieren sind bzw. welche Pflichten für Personen erwachsen, die öffentliche Anlageempfehlungen abgeben.⁴³⁸

Trotz ihrer wachsenden Bedeutung handelt es sich bei Finfluencern um ein vergleichsweise junges und bislang weitgehend unerforschtes Phänomen am Kapitalmarkt. Zu beachten ist ferner, dass die Verschiebung des Anlegervertrauens von traditionellen Experten hin zu Finfluencern kein spezifisch kapitalmarktrechtliches Phänomen darstellt, sondern eine generelle Entwicklung im Kontext der Influencer-Kultur widerspiegelt.⁴³⁹ Internationale

[content/uploads/2024/07/240607_Forschungsreihe-30_Finfluencer_Webversion.pdf](content/uploads/2024/07/240607_Forschungsreihe-30_Finfluencer_Webversion.pdf); Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RD 2024, 462.

⁴³⁴ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFinJournal 23.09/15.10.2024, Generation Y und Z setzen auf Finfluencer, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_2409_Finfluencer.html?cms_expanded=true (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Anlagetipps in sozialen Medien: Vorsicht ist oberstes Gebot, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/Finanzbetrug/Anlagebetrug/Social_Media/social_media_node.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³⁶ Finanzmarktaufsicht, FMA-Info 47, Finfluencer: Likes statt Lizenz? Reden wir über Geld, Jänner 2025, abrufbar unter <https://redenwiruebergeld.fma.gv.at/finfluencer-likes-statt-lizenz/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³⁷ Finanzmarktaufsicht, Pressemitteilung vom 26.06.2025, Finanzmarktaufsicht startet Dialog mit österreichischen Finfluencer:innen, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/fma-startet-dialog-mit-finfluencern/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³⁸ ESMA, Warning from 06.02.2024, ESMA74-1103241886-912 abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴³⁹ Sortlist, Social-Media-Studie: 1 von 5 Nutzern vertraut Influencern mehr als seinen Bankern oder Ärzten, 10. August 2022, abrufbar unter <https://www.sortlist.de/blog/influencer-vertrauen/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 219.

Aufmerksamkeit erlangten Influencer besonders im Zuge der Causa GameStop, welche erstmals eine rechtspolitische Debatte darüber auslöste, ob die bestehende Regulierung hinreichend geeignet ist, den Beruf bzw. die Dienstleistung des Influencers zu erfassen und einen angemessenen Anlegerschutz zu gewährleisten.⁴⁴⁰ Der Begriff des „Influencers“ ist bislang gesetzlich nicht definiert und erschwert aufgrund der Vielfältigkeit und Wandelbarkeit der damit verbundenen Tätigkeiten besonders vor dem Hintergrund der dynamischen Entwicklung digitaler Kommunikationsformen, eine klare begriffliche Abgrenzung.⁴⁴¹

Am 24. Mai 2023 hat die Europäische Kommission ein Legislativpaket zum Kleinanlegerschutz veröffentlicht (*Retail Investment Strategy*)⁴⁴². Im Vorschlag der Kommission führt diese den zunehmenden Einfluss von sozialen Medien und Influencern als eine der aufzugreifenden Herausforderungen der Strategie, an.⁴⁴³ In den Erwägungsgründen wird weiters festgestellt, dass Änderungen der Art und Weise, in der Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen und Versicherungsvermittler für Finanzprodukte und -Dienstleistungen werben, einschließlich der Nutzung von Influencern, sozialen Medien und bestimmten Verhaltensmustern, zunehmend das Verhalten von Kleinanlegern beeinflussen. Daher sollten Anforderungen für Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden eingeführt werden, die sich auch auf Inhalte Dritter, Gestaltung, Werbemaßnahmen, Branding, Kampagnen, Produktplatzierung und Belohnung beziehen können. In diesen Anforderungen sollte insbesondere festgelegt werden, was „*redlich, eindeutig und nicht irreführend*“ im Zusammenhang mit Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden bedeutet. Anforderungen in Bezug auf eine ausgewogene Darstellung von Risiken und Nutzen sowie die Eignung für die angestrebte Zielgruppe sollten ebenfalls dazu beitragen, die Anwendung der Grundsätze des Anlegerschutzes zu verbessern.⁴⁴⁴ Im Final Report der ESMA zur Retail Investor Strategy definiert diese Influencer wie folgt:

„An influencer is usually someone who is active on social media and has:

⁴⁴⁰ Möslin, Influencer regulieren?, Beck Editorial am 13.08.2024, abrufbar unter <https://rsw.beck.de/zeitschriften/rdi/editorial/2024/08/13/influencer-regulieren> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁴¹ Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Influencern, RDi 2024, 462.

⁴⁴² Europäische Kommission, Vorschlag vom 24.05.2023 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 2023/0167(COD).

⁴⁴³ Europäische Kommission, Fragen und Antworten zum Paket zu Investitionen von Kleinanlegern vom 24.05.2023, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda_23_2869 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁴⁴ ErwGr 30 COM (2023) 279 final 2023/0167(COD).

- *the power to affect the purchasing decisions of others because of his or her authority, knowledge, position, or relationship with his or her audience.*
- *a following in a distinct niche, with whom he or she actively engages.*

In the case of a 'finfluencer' the influencer generates content on financial topics such as investments. ⁴⁴⁵

Die Arbeiterkammer definiert Finfluencer als „*Personen, die – in Abwandlung des Begriffs „Influencer:in“ – in sozialen Medien Tipps, Ratschläge und Empfehlungen zu Finanzen (oder Finanzprodukte) abgeben.*“⁴⁴⁶

Ein besonders aktuelles Beispiel für die europäische Tendenz, Influencer stärker regulatorisch zu erfassen, liefert Italien. Im Juli 2025 hat die italienische Kommunikationsbehörde AGCOM ihre Leitlinien für Influencer grundlegend überarbeitet und einen verbindlichen Verhaltenskodex sowie ein Register eingeführt. Ziel dieses strengeren Regelungsregimes für Influencer ist die Schaffung von Transparenz- und Verantwortlichkeitsstandards für reichweitenstarke Content-Ersteller ab 500.000 Followern oder einer monatlichen Reichweite von über einer Million Aufrufen. Ab Erreichen dieser Schwellenwerte gelten die Vorgaben plattformübergreifend. Hintergrund dieser Reform ist das stark gewachsene Influencer-Marketing sowie der zunehmende Einfluss, den Influencer auf das Entscheidungsverhalten, darunter auch in finanziellen und wirtschaftlichen Kontexten, auf Verbraucher ausüben. Die AGCOM betont, dass Follower persönliche Einschätzungen und Empfehlungen häufig als authentische Orientierungshilfe wahrnehmen, weshalb Influencer künftig ausdrücklich für ihre audiovisuellen Inhalte verantwortlich gemacht werden sollen.

Der Verhaltenskodex verpflichtet Influencer insbesondere zur Einhaltung der Grundsätze des italienischen Medienrechts, darunter Objektivität, Vollständigkeit und Fairness von Informationen, zur Bekämpfung von Desinformation sowie zur Respektierung der Menschenwürde. Hinzu treten strenge Regeln zur Erkennbarkeit werblicher Inhalte sowie

⁴⁴⁵ ESMA, Final Report from 29.04.2022 on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection (ESMA35-42-1227), 33 ff., abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁴⁶ Prantner, Praxischeck Finfluencer:innen, Arbeiterkammer Wien 2024, abrufbar unter https://wien.arbeiterkammer.at/beratung/konsumentenschutz/geld/geldanlage/2024-06-KS_Finfluencerinnen_gesamt_Web_V3.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

umfassende Jugendschutzstandards. Verstöße können mit erheblichen Geldbußen von bis zu 250.000 EUR bzw. 600.000 EUR bei Jugendschutzverletzungen sanktioniert werden.⁴⁴⁷

Die Einstufung von Influencern als „bedeutende Akteure“ ab 500.000 Followern bzw. einer Million Aufrufe, weist dabei strukturelle Parallelen zur Regelungssystematik des in Kapitel 8 näher diskutierten Digital Services Act auf, der für besonders reichweitenstarke Plattformen ein eigenes Regelungsregime vorsieht. Beiden Regelungsansätzen liegt mE die gleiche Grundüberlegung zugrunde, wonach Akteure mit besonders hoher Reichweite eine überproportionale Wirkung auf die öffentliche Meinungsbildung und das individuelle Entscheidungsverhalten von Verbrauchern ausüben. Vor diesem Hintergrund tragen derartige Akteure eine höhere Verantwortung für die Integrität des digitalen Informationsraums und sollten daher vom Gesetzgeber auch entsprechend in die Pflicht genommen werden.

In der Fachliteratur wird mitunter kritisch in Frage gestellt, ob eine rechtliche Eingrenzung und gesetzliche Definition des Begriffs „Finfluencer“ überhaupt zweckmäßig ist. Angesichts der hohen Dynamik und Wandelbarkeit der entsprechenden Tätigkeitsfelder und der technologischen Rahmenbedingungen, erscheint eine Begriffsbestimmung problematisch.⁴⁴⁸

Werden durch Finfluencer Finanzinstrumente beworben, sind die einschlägigen aufsichtsrechtlichen Vorgaben der MAR und des BörseG 2018, der MiFID II bzw. des WAG 2018 und im Falle des Vorliegens von Kryptowerten die MiCAR zu beachten. Je nach der konkreten Tätigkeit des Finfluencers könnte diese auch als Anlageempfehlung oder Anlagestrategieempfehlung qualifiziert werden, sodass in dem Fall insbesondere die Transparenz- und Offenlegungspflichten des Art 20 MAR einschlägig sind.

6.1 Hintergrund Anlageempfehlungen

Art 20 MAR enthält in Abs 1 spezielle Sorgfalts- und Offenlegungspflichten für die Erstellung und Verbreitung von Anlageempfehlungen. Art 20 Abs 3 MAR enthält einen Ermächtigungstatbestand, wonach die Europäische Kommission zum Erlass technischer Regulierungsstandards zur Konkretisierung der einzuhaltenden Pflichten, zuständig ist.

⁴⁴⁷ Ukrow, Italien: AGCOM genehmigt neuen Verhaltenskodex für Influencer, MMR-Aktuell 2025/17, 01435.

⁴⁴⁸ Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RDi 2024, 462; Mösllein, Finfluencer regulieren?, Beck Editorial am 13.08.2024, abrufbar unter <https://rsw.beck.de/zeitschriften/rdi/editorial/2024/08/13/finfluencer-regulieren> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Diese Konkretisierung erfolgte im Rahmen der DelVO (EU) 2016/958.⁴⁴⁹⁴⁵⁰ Ferner ist in diesem Zusammenhang auch Art 36 DelVO 2017/565⁴⁵¹ zu beachten. Auf Level 3 hat sich die ESMA in einer Reihe von Verlautbarungen eingehend mit dem Thema der Anlageempfehlung befasst. Besonders hervorzuheben sind der *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection* vom 22. April 2022⁴⁵², der *Final Report on Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation* vom 28. September 2015⁴⁵³, die *Questions and Answers on the Market Abuse Regulation* vom 23. September 2022⁴⁵⁴, eine öffentliche Erklärung zu Anlageempfehlungen in sozialen Medien vom 28. Oktober 2021⁴⁵⁵ sowie eine gleich datierte Pressemitteilung.⁴⁵⁶⁴⁵⁷

Die DelVO (EU) 2016/958 ist in Hinblick auf die konkret einzuhaltenden Pflichten bei der Anlageempfehlung neben Art 20 und 21 MAR, die zentrale Norm. Dort enthalten sind die Anforderungen an die Erstellung von Empfehlungen, welche die Angabe der Identität des Erstellers (Art 2), die objektive Darstellung der Empfehlungen (Art 3 ff.) sowie die Offenlegung von Interessen und Interessenkonflikten (Art 5 ff.) regeln. Darüber hinaus wird die Weitergabe von Empfehlungen durch den Ersteller (Art 7) geregelt. Die Anforderungen unterscheiden sich vor allem danach, ob der Ersteller eine Person iSd Art 3 Abs 1 Z 34 lit i

⁴⁴⁹ Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die technischen Regulierungsstandards für die technischen Modalitäten für die objektive Darstellung von Anlageempfehlungen oder anderen Informationen mit Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien sowie für die Offenlegung bestimmter Interessen oder Anzeichen für Interessenkonflikte, ABl. EU Nr. L 160 vom 17.6.2016, S. 15.

⁴⁵⁰ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 20 Rz 1 ff.

⁴⁵¹ Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. L 87/1 v. 31. März 2017.

⁴⁵² ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, ESMA35–42–1227, 29. April 2022, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁵³ ESMA, Final Report – Draft technical standards in the Market Abuse Regulation, 28. September 2015, ESMA/2015/1455, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455-final-report-mar-ts.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁵⁴ ESMA, Questions and Answers, on the Market Abuse Regulation, Stand: 25. November 2022, ESMA70–145–111, Version 17, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁵⁵ ESMA, ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media, 28. Oktober 2021, ESMA70–154–2780, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁵⁶ ESMA, Presse Release, ESMA addresses investment recommendations made on social media platforms, 28. Oktober 2021, ESMA71–99–1752, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-addresses-investment-recommendations-made-social-media-platforms> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁵⁷ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 93.

MAR oder Sachverständiger iSd Art 1 lit a MAR ist bzw. keiner dieser Kategorien zuzuordnen ist.⁴⁵⁸

Gemäß Art 20 MAR haben Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen erstellen oder verbreiten, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, in angemessener Weise dafür Sorge zu tragen, dass die Informationen objektiv dargestellt und ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Informationen beziehen, offengelegt werden. Die DelVO (EU) 2016/958 konkretisiert diese Pflichten und unterscheidet zwischen Pflichten bei der Erstellung von Empfehlungen, bei der Verbreitung bereits erstellter Empfehlungen oder von Zusammenfassungen oder Auszügen hieraus sowie den Pflichten im besonderen Fall der Verbreitung nach wesentlicher Veränderung der ursprünglichen Empfehlung.

Art 20 Abs 1 MAR erstreckt sich dem Wortlaut nach auf jede Person. Art 3 Abs 1 Nr 34 und 35 MAR enthalten die Begriffsbestimmungen zur Definition der „Empfehlung oder des Vorschlags einer Anlagestrategie“ (Nr 34) bzw. der „Anlageempfehlung“ (Nr 35).

Demnach bezeichnet gem. Art 3 Abs 1 Nr 34 MAR eine „Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie“

- i) eine von einem unabhängigen Analysten, einer Wertpapierfirma, einem Kreditinstitut oder einer sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht, oder einer bei den genannten Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätigen natürlichen Person erstellte Information, die direkt oder indirekt einen bestimmten Anlagevorschlag zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten darstellt;
- ii) eine von anderen als den in Ziffer i genannten Personen erstellte Information, die direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorschlägt.

Nach Art 3 Abs 1 Nr 35 bezeichnet eine „Anlageempfehlung“ Informationen mit direkten oder indirekten Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten, die für Verbreitungs Kanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sind, einschließlich einer Beurteilung des aktuellen oder künftigen Wertes oder Kurses solcher Instrumente. Der von Art 20 Abs 1 MAR erfasste Personenkreis erfährt insofern weitere Konkretisierungen, durch die Art 3 Abs 1 Nr 34 Z i

⁴⁵⁸ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 20 Rz 3.

MAR, welcher die sog. qualifizierten Personen adressiert und Art 3 Abs 1 Nr 34 Z ii MAR, der sich an die sog. nicht qualifizierten Personen richtet. Eine Anlageempfehlung liegt gem. Art 3 Abs 1 Nr 34 Z i iVm Nr 35 MAR bereits dann vor, wenn die erstellte und verbreitete Information auch nur indirekt einen spezifischen Anlagevorschlag zu einem Finanzinstrument oder Emittenten enthält. Voraussetzung ist allerdings, dass die Information von einer qualifizierten Person stammt, also einem unabhängigen Analysten, einer Wertpapierfirma, einem Kreditinstitut oder sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht. Bei Informationen von anderen Personen, die nicht zum Kreis der qualifizierten Personen gehören, handelt es sich gem. Art 3 Abs 1 Nr 34 Z ii MAR nur dann um eine Anlageempfehlung, wenn diese eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument direkt vorschlagen, bloß indirekte Empfehlungen dieser Personen sind sohin noch nicht erfasst.⁴⁵⁹

Der Grund dieser Differenzierung ist, dass qualifizierten Personen aufgrund ihrer Expertise vom Anlegerpublikum mehr Vertrauen entgegengebracht wird als nicht-qualifizierten Personen.⁴⁶⁰ Nicht Voraussetzung für das Vorliegen einer Anlageempfehlung iSd Art 20 MAR ist, dass derjenige, der die Empfehlung erteilt, ein bestimmtes Maß an Kenntnis bzw. Sachkunde nachweist, sofern noch keine Anlageberatung vorliegt. Kann eine Tätigkeit bereits als Anlageberatung qualifiziert werden, dann schreibt die MiFID II bzw. das WAG 2018 in Bezug auf Finanzinstrumente, sowie die MiCAR in Bezug auf Kryptowerte, den Nachweis entsprechender Kenntnisse und eine Konzessionspflicht für die Erbringung der Dienstleistung vor.⁴⁶¹

6.1.1 Adressatenkreis

Ob Influencer unter die Regelungsadressaten des Art 20 Abs 1 MAR zu subsumieren sind und welche regulatorischen Rahmenbedingungen in diesem Zusammenhang zu beachten wären, ist in der rechtswissenschaftlichen Literatur bislang kaum untersucht worden. Die Differenzierung zwischen den genannten Personenkategorien ist insbesondere auch im Hinblick auf die Rechtsfolgen von Bedeutung. So sieht die DeIVO (EU) 2016/958 neben allgemeinen Anforderungen, die für sämtliche unter Art 20 Abs 1 MAR fallende Personen gelten, weitergehende, spezifische Pflichten für qualifizierte Personen vor, die ihrem Wesen

⁴⁵⁹ Sajnovits in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 20 Rz 32.

⁴⁶⁰ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 20 Rz 88 ff.; ESMA, Final Report – Draft technical standards in the Market Abuse Regulation, 28. September 2015, ESMA/2015/1455, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁶¹ Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RDt 2024, 466.

und ihrer Tätigkeit nach generell erhöhte Risiken für die Marktintegrität und den Verbraucherschutz entstehen lassen.⁴⁶²

Zu prüfen ist, ob Influencer unter den Kreis der qualifizierten Personen iSd Nr 34 Z i subsumiert werden können. Wie bereits o.a. gelten als qualifizierte Personen unabhängige Analysten, Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, sonstige Personen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht, sowie natürliche Personen, die bei den genannten Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrages oder anderweitig angestellt sind.

Ein Analyst ist eine Person, die berufsmäßig Anlageempfehlungen iSd Art 3 Abs 1 Nr 35 MAR oder Anlagestrategieempfehlungen gem. Art 3 Abs 1 Nr 34 Z i MAR erstellt oder anlagerelevante Informationen sammelt. Unter Analysten sind sohin grundsätzlich Personen zu verstehen, die fundierte Analysen sowie Prognosen über Kapitalmärkte, Branchen und Einzelunternehmen erstellen und verbreiten. Diese Tätigkeit muss der Analyst zwingend unabhängig von Weisungen anderer Personen, die ihrerseits gewerbsmäßig oder beruflich mit der Erstellung von Anlageempfehlungen beschäftigt sind, durchführen, um das Entstehen von etwaigen Interessenskonflikten zu vermeiden. Dabei muss die Erstellung oder Verbreitung der Anlageempfehlung nicht die Haupttätigkeit des Analysten darstellen. Diese Voraussetzung gilt nach Ansicht der ESMA nur für die Auffangkategorie der „sonstigen Personen“ gem. Art 3 Abs 1 Nr 34 Ziff i MAR.⁴⁶³

Als qualifizierte Personen gelten neben dem unabhängigen Analysten ferner Wertpapierfirmen und Kreditinstitute. Die MAR knüpft zur Definition des Begriffs der Wertpapierfirma an die Legaldefinition des Art 4 Abs 1 Nr 1 MiFID II an, worauf auch Art 3 Abs 1 Nr 2 MAR verweist. Danach handelt es sich bei einer Wertpapierfirma um eine juristische Person, die im Rahmen ihrer gewöhnlichen beruflichen oder gewerblichen Betätigung entgeltlich eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt. Der Begriff des Kreditinstituts im Sinne des Art 3 Abs 1 Nr 3 MAR verweist auf die Legaldefinition des Art 4 Abs 1 Nr 1 CRR⁴⁶⁴. Demnach ist ein Kreditinstitut ein Unternehmen, dessen Geschäftstätigkeit darin besteht, Einlagen oder sonstige rückzahlbare Gelder von der Öffentlichkeit

⁴⁶² Vgl ErwGr 2 DeIVO (EU) 2016/958, *Tatu*, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 103.

⁴⁶³ ESMA, Questions and Answers, on the Market Abuse Regulation, Stand: 25. November 2022, ESMA70–145–111, Version 17, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Schmolke in Klöhn*, MAR² (2023) Art 20 Rz 92 ff.; *Tatu*, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 104.

⁴⁶⁴ Verordnung (EU) Nr.575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 648/2012 (ABl. L 176 vom 27.06.2013, S. 1)

entgegenzunehmen und für eigene Rechnung Kredite zu gewähren. Für die Qualifikation von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten als qualifizierte Person ist es nicht erforderlich, dass die Erbringung der Anlageempfehlung den Schwerpunkt oder die Haupttätigkeit der Unternehmen bildet.⁴⁶⁵ Weiters zählen auch natürliche Personen, die im Rahmen eines Angestelltenverhältnisses oder anderweitig bei einem unabhängigen Analysten, Wertpapierfirma oder Kreditinstitut, tätig sind zum Kreis der qualifizierten Personen. Eine anderweitige Tätigkeit iSd Art 3 Abs 1 Nr 34 Ziff i Alt 5 MAR liegt vor, wenn Leistungen im Rahmen eines Dienst- oder Geschäftsbesorgungsvertrages, erbracht werden.⁴⁶⁶

Zu den nicht qualifizierten Personen iSd Art 3 Abs 1 Nr 34 Ziff ii MAR werden darüber hinaus alle anderen Personen gezählt, die Informationen erstellen und dem Anlegerpublikum direkt bestimmte Anlageentscheidungen zu Finanzinstrumenten vorschlagen. Unter den Adressatenkreis fallen sohin auch alle Personen, die gar keinen beruflichen Bezug zu Anlageempfehlungen haben. Art 3 Abs 1 Nr 34 Ziff ii MAR konkretisiert den persönlichen Anwendungsbereich jedoch weiter, indem die Berufsgruppe der Sachverständigen und Journalisten ausdrücklich einbezogen wird. Hintergrund ist, dass deren berufliche Haupttätigkeit zwar regelmäßig nicht in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht, diese jedoch typischerweise mit Informationen arbeiten, die hinsichtlich Inhaltes und Verwendungszweck mit solchen vergleichbar sind, die im Rahmen der Anfertigung von Anlageempfehlungen herangezogen werden.⁴⁶⁷

Die Tätigkeit von Journalisten und anderen Medienschaffenden, wie etwa Blogger, ist allerdings durch das Journalistenprivileg des Art 21 MAR geschützt, welches einen Ausgleich zwischen der Presse- und Meinungsfreiheit einerseits und dem Schutzzweck des Art 20 MAR, schaffen soll. Sofern demnach für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen offengelegt oder verbreitet oder Empfehlungen gegeben oder verbreitet werden, sind bei Beurteilung dieser Offenlegung, die Regeln der Pressefreiheit, die Freiheit der Meinungsäußerung sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen (*Journalistenprivileg*). Der EuGH legt die Formulierung „für journalistische Zwecke“ weit aus. Demnach ist es nicht erforderlich, der Öffentlichkeit diese Information mitzuteilen, als auch Tätigkeiten im Rahmen journalistischer Untersuchungsarbeiten im Vorfeld der Veröffentlichung, davon umfasst werden.⁴⁶⁸ Das Journalistenprivileg gilt jedoch nicht, wenn den betreffenden Personen oder mit diesen Personen in enger Beziehung stehenden Personen unmittelbar oder mittelbar

⁴⁶⁵ Tatu, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 106.

⁴⁶⁶ Tatu, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 108; Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 20 Rz 99.

⁴⁶⁷ Tatu, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 108; Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 20 Rz 99; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*⁵ (2020), Art 20 MAR Rz 23, 24.

⁴⁶⁸ Worms in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*⁶ (2024), § 10 Rz 84.

ein Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information erwächst (lit a) oder die Weitergabe bzw. Verbreitung in der Absicht erfolgt, den Markt in Bezug auf das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs irrezuführen (lit b). Um die Meinungs- und Pressefreiheit von Journalisten hinreichend zu berücksichtigen, sind Anlageempfehlungen im Hinblick auf das Journalistenprivileg sohin regelmäßig vom Anwendungsbereich des Art 20 MAR ausgeschlossen, sofern keine Umstände vorliegen, die den Eindruck erwecken, es handelt sich um einen redaktionell, finanzorientierten und auf die Meinungsbildung gerichteten Artikel.⁴⁶⁹

Ein erhöhtes Risiko für die Marktintegrität und den Verbraucherschutz sieht der Gesetzgeber nicht nur bei den o.a. qualifizierten Personen, sondern auch bei „sonstigen Personen“, die Vorschläge für Anlageentscheidungen zu Finanzinstrumenten unterbreiten und angeben, Erfahrungen oder Sachkenntnis im Finanzbereich zu besitzen, oder von Marktteilnehmern so wahrgenommen werden („Sachverständige“). Art 1 lit a DelVO 2016/958 enthält eine Legaldefinition des Begriffs „Sachverständiger“, wonach dieser eine Person ist, die wiederholt Anlageentscheidungen zu Finanzinstrumenten vorschlägt und angibt, Erfahrungen oder Sachkenntnis im Finanzbereich zu besitzen, oder ihre Empfehlungen in einer Art und Weise erteilt, die in anderen vernünftigerweise die Erwartung weckt, dass sie Erfahrungen oder Sachkenntnis im Finanzbereich besitzt. Zu den Indikatoren, die bei der Feststellung solcher Sachverständiger in Betracht zu ziehen sind, gehören unter anderem die Häufigkeit, in der sie Empfehlungen erstellen, die Anzahl derjenigen, die die von ihnen vorgeschlagenen Empfehlungen befolgen, ihr persönlicher beruflicher Werdegang einschließlich der Frage, ob sie in der Vergangenheit bereits von Berufs wegen Empfehlungen erstellt haben und ob ihre früheren Empfehlungen von Dritten, beispielsweise den Medien, weitergegeben werden oder wurden.⁴⁷⁰ Mit Art 1 lit a DelVO 2016/958 soll insbesondere der Entwicklung Rechnung getragen werden, dass Anlageempfehlungen mittlerweile verstärkt über digitale Medien, insbesondere soziale Medien, verbreitet werden.⁴⁷¹

Hinsichtlich der Vielfalt, der von Influencern erbrachten Tätigkeiten ist eine eindeutige Einordnung bzw. Subsumtion dieser Personengruppe unter eine der o.a. Kategorien nicht möglich, sondern ist stets eine Beurteilung im Einzelfall durchzuführen. Nach der hA in der Literatur können Influencer in der Regel allerdings als nicht-qualifizierte Personen iSd Art 3

⁴⁶⁹ *Buck-Heeb* in *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, Handbuch des Kapitalanlagerechts⁶ (2024), § 8 Rz 280 ff.; *Tatu*, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 109 ff; *Schmolke* in *Klöhn*, MAR² (2023) Art 20 Rz 22 ff; *Kumpan/Schmidt* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 20 MAR Rz 17 ff.

⁴⁷⁰ ErwGr 2 DelVO 2016/958.

⁴⁷¹ ESMA, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 109, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Nr 34 Z ii MAR kategorisiert werden, sofern ihre Haupttätigkeit nicht in der Erstellung von Anlageempfehlungen liegt.⁴⁷²

Der persönliche Anwendungsbereich im Zusammenhang mit qualifizierten Personen ist äußerst eng gefasst, da er im Wesentlichen nur unabhängige Analysten sowie Wertpapierfirmen und Kreditinstitute erfasst. Finfluencer fallen daher in der Regel nicht unter diesen Adressatenkreis. Für einen Großteil der im Internet tätigen Finfluencer kommt meines Erachtens vielmehr eine Einordnung als nicht-qualifizierte Personen oder als Sachverständige im Sinne des Art 1 lit. a DelVO 2016/958 in Betracht. Eine Einstufung als Sachverständiger erscheint dabei mE insbesondere dann gerechtfertigt, wenn der Finfluencer im digitalen Raum als „besonders fachkundig“ auftritt und den Eindruck vermittelt, über eine überdurchschnittliche Expertise hinsichtlich der von ihm empfohlenen Finanzprodukte oder allgemein im Finanzbereich zu verfügen.

6.1.2 Empfehlungsinhalt

Die Kommunikation von Finfluencern mit ihrem Publikum auf Sozialen Medien weist im Vergleich zu traditionellen Medien im Bereich der Kapitalmarktinformationen, wesentliche Unterschiede auf. Darüber hinaus lassen sich auch innerhalb Sozialer Medien plattformabhängige Unterschiede feststellen, besonders hinsichtlich der adressierten Zielgruppen, Inhalte und Kommunikationsstile.⁴⁷³ So weist etwa die Art der Diskussion und Informationsvermittlung auf Reddit oder X typischerweise erhebliche Unterschiede zu jener auf Instagram auf. Besonders auf Plattformen wie Reddit und X ist zu beobachten, dass sich innerhalb der Nutzergruppe eigenständige sprachliche Codes und Begriffe herausgebildet haben, die häufig normativen Charakter aufweisen und sich in der konkreten Anlegerkommunikation niederschlagen. Zu diesen, besonders häufig in der Krypto-Community verwendeten Ausdrücken, gehören etwa Begriffe wie „HODL“, „Mooning“, „Buy the dip“ oder „Paper Hands“. Solche Begriffe fungieren als komprimierte, emotionale Handlungsanleitungen, die bestimmte Verhaltensweisen nahelegen: So fordert etwa der Ausdruck „HODL“ (eine absichtliche fehlerhafte Schreibweise von „hold“) dazu auf, Finanzinstrumente unabhängig von Marktentwicklungen zu behalten. „Mooning“ beschreibt die Erwartung eines starken Kursanstiegs und dient als implizite Kauf- oder Halteempfehlung.⁴⁷⁴ Dabei gilt, je kürzer und konkreter eine Empfehlung oder ein Vorschlag an das Anlegerpublikum ist, desto eher kann eine direkte Empfehlung vorliegen („Halten“,

⁴⁷² Haros in Seibt/Buck-Heeb/Harnos, Wertpapierhandelsrecht¹⁷ (2025), Rz 30.3; Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RD i 2024, 466 Rz 27.

⁴⁷³ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 84.

⁴⁷⁴ Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RD i 2024, 465; Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 173 ff.

„Kaufen“, „Verkaufen“).⁴⁷⁵ Darüber hinaus lässt sich in der Kommunikation von Finfluencern auch ein verstärkter Einsatz von Memes beobachten, was insbesondere in der Causa GameStop zum Vorschein kam (siehe genauer Kapitel 7). Wann das Posting eines Memes bereits als Empfehlung qualifiziert werden kann ist danach zu bewerten, ob ein vernünftiger Anleger das Posting als dringliche, verbindliche und sichere Handlungsanweisung einstufen würde. Vor diesem Hintergrund ist daher abzuwägen, ob ein Meme lediglich Unterhaltungszwecken dient oder bereits konkrete Anweisungen bzw. Beurteilungen oder Prognosen von Wert- oder Kursentwicklungen beinhalten.⁴⁷⁶

Wie bereits o.a. ist die Definition der Anlageempfehlung weit zu verstehen. Die FMA warnt in ihren FAQs für Finfluencer davor, dass *„jedes Video oder jede andere Art von öffentlicher Kommunikation, einschließlich sozialer Medien, in der eine Person direkt oder indirekt Ratschläge oder Ideen zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder zur Zusammenstellung eines Portfolios von Finanzinstrumenten gibt, bereits eine Anlageempfehlung darstellen kann“*. Das Gleiche gilt für jede öffentliche Mitteilung, darunter auch Werbung, die eine Meinung über den künftigen Kurs einer Aktie oder eines anderen Finanzinstruments enthält.⁴⁷⁷ In der Warnmeldung der ESMA an Personen, die Anlageempfehlungen auf Sozialen Medien posten, hebt die ESMA ausdrücklich hervor, dass selbst die Nutzung „nicht-technischer“ Sprache das Vorliegen einer Anlageempfehlung nicht ausschließt.⁴⁷⁸ Sohin können bereits einfache Erklärvideos oder Videotutorials die Grenze zur Anlageempfehlung überschreiten.⁴⁷⁹ Der Annex der ESMA Warnmeldung enthält die folgenden Praxisbeispiele zur rechtlichen Qualifikation von Postings auf Sozialen Medien:

“I think that today, at 4 p.m. I will buy some new shares. I will buy those of [first Company’s name], that in the last few days had a considerable fall and I will further diversify my holdings by buying shares of [second Company’s name] as after investigating the company I think it looks promising.”

Die ESMA ordnet das obenstehende Posting als indirekte Empfehlung ein, weil die Kommunikation einen direkten Bezug zu einem bestimmten Finanzinstrument enthält, eine

⁴⁷⁵ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 171; Sajnovits in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 37ff.; Rothenhöfer in Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR² (2023), § 21 Rz 38.

⁴⁷⁶ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 169.

⁴⁷⁷ Finanzmarktaufsicht, FMA-Facts und FAQs für Finfluencer:innen vom 03.07.2025, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/fma-facts-und-faqs-fuer-finfluencerinnen/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁷⁸ ESMA, Warning from 06.02.2024 for people posting Investment Recommendation on social media (ESMA74-1103241886-912), abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁷⁹ Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RD i 2024, 465.

indirekte Anlagestrategie durch die öffentliche Bekanntgabe der geplanten Investitionsentscheidung empfiehlt sowie eine Einschätzung der gegenwärtigen bzw. zukünftigen Wertentwicklung des Finanzinstruments enthält.

Hingegen liegt eine direkte Anlageempfehlung im nachfolgenden Beispiel vor:

“Do you want to increase your returns? Buy today stock of [Company A], and hold it for a few months as it will soon hit the price of 32 euro.”

Darüberhinaus führt die ESMA Beispiele für Empfehlungen eines Sachverständigen iSd Art 3 Abs 1 Nr 34 Z ii (gem. englischer Sprachfassung „expert“) an:

„Mrs. X regularly discusses financial news on social media and weekly or bi-weekly directly proposes views on which financial instruments should be purchased and which ones should be sold or held. Mrs. X explains she has a finance background as she completed the necessary studies to gain a BA in finance. Mrs. X has a significant number of followers, who actively comment her posts and with whom she engages by providing direct feedback to their comments or answering their questions with more detailed and explicit investment proposals”

Aus dem Beispiel der ESMA geht hervor, dass die Person als Sachverständige eingeordnet werden kann, weil sie wiederholt direkte Anlageempfehlungen veröffentlicht, angibt, Erfahrungen oder Sachkenntnis im Finanzbereich zu besitzen und eine erhebliche Anzahl an Followern auf der von ihr genutzten Plattform aufweist. Für die ESMA stellt diese Reichweite einen Umstand dar, der beim Publikum den Eindruck erweckt oder erwecken könnte, sie verfüge über besondere finanzielle Expertise.⁴⁸⁰

6.1.3 Social Trading

Beim Social Trading bzw. auch Copy Trading veröffentlichen Personen (sog. Signalgeber) ihr persönliches Portfolio und geben Einsicht in die von ihnen gehaltenen Positionen. Social Trading wird häufig durch Influencer betrieben, die ihre individuellen Handelsstrategien auf ihren Social Media Accounts teilen und als Signalgeber agieren. Die Signalgeber stellen dabei sämtliche Informationen auf einer Online-Plattform öffentlich zur Verfügung und ermöglichen ihren Followern jede ihrer Handelsentscheidungen in Echtzeit mitzuverfolgen und zu „kopieren“. Häufig ist es den Followern dabei sogar möglich Kommentare zu

⁴⁸⁰ ESMA, Warning from 06.02.2024 for people posting Investment Recommendation on social media, ESMA74-1103241886-912, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

hinterlassen und das Depot der Signalgeber zu bewerten. Für diese Form des Investierens haben sich spezielle Social-Trading Plattformen am Markt etabliert auf denen Teilnehmer Profile mit ihrer bevorzugten Handelsstrategie und ihren persönlichen Anlagezielen, registrieren können. In diesem Rahmen besteht sogar die Möglichkeit von der Plattform automatisierte Trades ausführen zu lassen, die jede Bewegung des „kopierten“ Depots nachvollzieht. Dabei bietet die Social-Trading-Plattform in der Regel die Dienstleistung der Annahme und Übermittlung iSd § 1 Abs 3 lit a WAG 2018 (bzw. Anhang I Abschnitt A Z 6 MiFID II) im Hinblick auf die „kopierten“ Aufträge an und leitet diese an Wertpapierfirmen und Kreditinstitute weiter, welche die Order letztlich ausführen und in das Depot des Followers einbuchen. Der Finfluencer, dessen Portfolio „kopiert“ wurde, erhält hierfür von der Social-Trading Plattform in der Regel eine Vergütung.⁴⁸¹

Zwar stellt die bloße Veröffentlichung des Portfolios an sich, mangels expliziter Handlungsanweisung an das Publikum, keine direkte Empfehlung dar, dennoch kann der Umstand des Publizierens von Handelsentscheidungen auf einer Social-Trading Plattform zumindest als indirekte Empfehlung gewertet werden, als diese jedenfalls eine Bewertung des handelsgegenständlichen Instruments durch den Signalgeber impliziert.⁴⁸² Vor dem Hintergrund, dass Signalgeber sich häufig als sachkundig oder erfahren im Finanzbereich präsentieren bzw. in einer Weise auftreten, die bei Dritten berechtigterweise den Eindruck erweckt, sie verfügten über entsprechende Fachkenntnisse oder Erfahrung, können sie nach Ansicht der ESMA unter bestimmten Umständen als „Sachverständige“ im Sinne des Art 1 lit a DelVO 2016/958 qualifiziert werden. In einem solchen Fall unterliegen sie neben den allgemeinen Pflichten für Personen, die Anlageempfehlungen veröffentlichen, zusätzlichen Anforderungen, wie etwa den Offenlegungspflichten in Bezug auf eigene Interessen oder Interessenkonflikte gemäß Art 6 DelVO 2016/958.⁴⁸³

6.1.4 Verbreitung

Ein weiteres Qualifikationsmerkmal der Anlageempfehlung iSd Art 20 MAR ist die Erstellung der Empfehlung und anschließende Verbreitung. Eine Information gilt als erstellt, sobald sie eine inhaltliche und äußerliche Gestaltung erfährt mit der Intention diese zu

⁴⁸¹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Social Trading – Plattformen zur Signalgebung und automatisierten Auftragsausführung vom 13. Februar 2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/SocialTrading/social_trading_node.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 178.

⁴⁸² Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 178.

⁴⁸³ ESMA, Supervisory Briefing from 30.03.2023 on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services, ESMA35-42-1428, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-42-1428_Supervisory_Briefing_on_Copy_Trading.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Ein Verbreiten im Sinne des Art 20 Abs 1 MAR liegt dann vor, wenn eine bereits erstellte Anlageempfehlung Dritten zugänglich gemacht wird. Da ein „öffentliches Verbreiten“ nicht erforderlich ist, ist es nicht geboten, dass die Anlageempfehlung einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht wird. Unerheblich ist dabei auch, wie viele Personen tatsächlich erreicht werden.⁴⁸⁷ Maßgeblich ist vielmehr, dass die Empfehlung potenziell an die Öffentlichkeit gelangt. Die Schwelle zum Verbreiten wird nicht durch eine konkrete Reichweite überschritten, sondern bereits dann, wenn die Weitergabe über eine rein persönliche Anlageberatung hinausgeht. Es genügt die abstrakte Wahrscheinlichkeit, dass die Empfehlung einem größeren Personenkreis zur Kenntnis gelangt.⁴⁸⁸

In Zusammenhang mit den Aktivitäten von Influencern und der Verbreitung von Anlagetipps in sozialen Medien warnt die BaFin in einer offiziellen Publikation ausdrücklich vor Marktmanipulation einflussreicher Marktteilnehmer durch die Veröffentlichung falscher oder irreführender Empfehlungen. So kommt es nach den Feststellungen der BaFin zunehmend zu Fällen, in denen unlautere Akteure über soziale Medien Kurse und Preise von Finanzinstrumenten, wie etwa Aktien, beeinflussen, indem sie gezielt falsche oder irreführende Anlagetipps verbreiten, um eine künstliche Nachfrage zu generieren oder zu verstärken. Häufig unterlassen sie es dabei, offenzulegen, dass sie die betreffenden Anlageprodukte selbst halten und somit in besonderem Maße von den Kurssteigerungen profitieren. Ziel dieser Vorgehensweise ist es regelmäßig, das eigene Investment nach einem durch die Empfehlungen herbeigeführten Kursanstieg gewinnbringend zu veräußern. In der Folge sinkt der Kurs in der Regel wieder, wodurch andere Anleger Verluste

488 MarktlisssbräuchensR (2020), § 21 Rz 30.
Tatu, Einflussereaktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 184; *Kumpan/Schmidt* in *Schwark/Zimmer*,
 Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 20 MAR Rz 74.

erleiden.⁴⁸⁹ Derartige Manipulationstaktiken können sowohl Finanzinstrumente iSd MiFID II sowie Kryptowerte iSd MiCAR betreffen. Hinsichtlich deren regulatorischer Qualifikation kommen besonders zwei Formen der Marktmanipulation in Frage.

Der Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit c MAR bzw. Art 91 Abs 2 lit c MiCAR ist erfüllt, wenn Beiträge von Finfluencern falsche oder irreführende Signale über Angebot, Nachfrage oder den Kurs von Finanzinstrumenten bzw. Kryptowerten vermitteln oder ein künstlich überhöhtes bzw. abgesenktes Kursniveau herbeiführen. Erfasst wird daneben nach Art 12 Abs 2 lit d MAR bzw. Art 91 Abs 3 lit c MiCAR insbesondere der oben geschilderte Fall, dass Finfluencer ihren privilegierten Medienzugang dazu nutzen, Stellungnahmen zu Finanzinstrumenten bzw. Kryptowerten abzugeben, bei denen sie zuvor selbst Positionen eingegangen sind, ohne den bestehenden Interessenkonflikt offenzulegen, um sodann aus den kursrelevanten Auswirkungen ihrer Äußerungen einen wirtschaftlichen Vorteil zu ziehen.⁴⁹⁰ Die Marktverwerfungen um die US-amerikanische GameStop-Aktie haben eindrücklich gezeigt, dass Aktivitäten von Finfluencern Bereiche berühren können, die im Hinblick auf die Sicherung der Kapitalmarktintegrität besonders schutzwürdig sind. Hierzu zählt vor allem das in Art 12 und 15 MAR normierte Verbot der Marktmanipulation.⁴⁹¹

Vor diesem Hintergrund soll im nachfolgenden Kapitel u.a. analysiert werden, unter welchen Voraussetzungen Finfluencer potenziell gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen können.

7 Fallanalyse GameStop - Rechtliche Subsumtion der Geschehnisse im Lichte der MAR

7.1 Hintergrund

Die GameStop Corp., ein 1996 gegründetes US-amerikanisches Einzelhandelsunternehmen für Videospiele und Unterhaltungselektronik, ist seit 2002 an der New York Stock Exchange (NYSE) notiert. Ab dem Jahr 2016 geriet das Unternehmen zunehmend unter Druck. Der strukturelle Wandel hin zu digitalen Vertriebsformen und die wachsende Konkurrenz im Onlinehandel führten zu erheblichen Umsatzeinbußen, Filialschließungen und einem kontinuierlichen Rückgang der Unternehmensbewertung.

⁴⁸⁹ BaFin, Anlagetipps in sozialen Medien: Vorsicht ist oberstes Gebot, abrufbar unter http://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/soziale_medien.html (zuletzt abgerufen am 07.10.2025).

⁴⁹⁰ Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RDt 2024, 468.

⁴⁹¹ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 211.

Das traditionelle Geschäftsmodell des stationären Handels verlor zusehends an Attraktivität, während ein wettbewerbsfähiges Onlineangebot weitgehend fehlte. Infolgedessen verzeichnete die GameStop-Aktie (GME) über Jahre hinweg einen drastischen Kursverfall von einem Höchststand von rund 62 US-Dollar im Jahr 2007 auf zeitweise weniger als 3 US-Dollar im Frühjahr 2020. Aufgrund dieser anhaltend negativen Entwicklung eröffneten mehrere Hedgefonds umfangreiche Short-Positionen und spekulierten auf einen weiteren Preisrückgang. Anfang 2021 erreichte das Short-Interest ein außergewöhnliches Niveau. Bei einem Aktienkurs zwischen 20 und 30 US-Dollar waren zwischenzeitlich mehr als 100 % der im Streubesitz befindlichen Aktien leerverkauft, was einen in dieser Größenordnung beispiellosen Vorgang am US-Kapitalmarkt darstellt.⁴⁹²

In den sozialen Medien, besonders auf der Internetplattform Reddit⁴⁹³ im Subreddit *wallstreetbets*⁴⁹⁴, bildete sich eine Gruppierung von Usern, dessen Ziel es war, GameStop zu retten und durch Käufe des Finanztitels die Nachfrage so weit nach oben zu treiben, um die Leerverkäufer aus ihren Positionen zu drängen (*short squeeze*).⁴⁹⁵ Die Redditcommunity bildete einen Schwarm an Investoren, der sich gegenseitig mittels Blogbeiträgen und Kommentaren darin bestärkte, den leerverkaufenden Hedgefonds eine Lektion zu erteilen, indem man den Preis der Aktien von GameStop nach oben zu treiben versuchte.⁴⁹⁶ In Form von Postings und Memes haben eine Vielzahl an Nutzern auf Social Media dazu aufgerufen GameStop-Aktien oder Call-Optionen zu kaufen.⁴⁹⁷ Die plötzlich starke Nachfrage aufgrund der aggregierten Käufe löste einen massiven Kursanstieg aus, wodurch die Leerverkäufer dazu gezwungen waren sich mit Aktien zu dem gestiegenen Kurs einzudecken, um die Short-Positionen zu schließen, wodurch diese hohe Verluste erlitten. Infolge der Deckungskäufe stieg der Kurs weiter an und es kam letztlich zu einem

⁴⁹² Kuckelhorn, Gamestop trotz Hype im Niedergang, Börsen-Zeitung am 04.02.2021, <https://www.boersen-zeitung.de/kapitalmaerkte/gamestop-trotz-hype-im-niedergang-9fbcba88-6563-11eb-89f0-1082a00c20b0?issue=9f883cd6-0129-4285-8d0d-cbd1401f5db9> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 806; Langenbacher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁴⁹³ Reddit ist eine Website, auf der registrierte Benutzer Inhalte einstellen bzw. anbieten können. Reddit ist in sogenannte Subreddits unterteilt, die eine thematische Sortierung der eingereichten Beiträge ermöglichen. Registrierte Nutzer können ihre Beiträge in individuelle, nach Themengebieten sortierte Subreddits einstellen. Siehe: <https://de.wikipedia.org/wiki/Reddit> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁹⁴ <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁹⁵ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 808 ff.; Röh, Der Gamestop-Coup und das Kapitalmarktrecht, FAZ am 30.01.2021, <https://www.faz.net/einspruch/turbulenz-am-kapitalmarkt-gamestop-und-das-kapitalmarktrecht-17173123.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Wegner, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch?, LTO am 26.07.2023, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁴⁹⁶ Langenbacher, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 441.

⁴⁹⁷ Klöhn/Franke, GameStop, Reddit und Swarm Trading, NZG (2021), 257.

short squeeze.⁴⁹⁸ Nach Angaben der Dow Jones Marktdaten wurden am 25. Januar über 175 Mio GameStop-Aktien an nur einem Tag gehandelt, was weit über dem 30-Tage-Durchschnitt von 29,8 Mio Aktien liegt.⁴⁹⁹

Inmitten der Käufe tweetete Elon Musk am 26. Januar "Gamestonk!"⁵⁰⁰ und teilte einen Link zum Reddit-Forum. Dies führte zu einem kurzen, starken Anstieg des Aktienkurses auf über 200 US-Dollar pro Aktie.⁵⁰¹ Das Reddit-Forum *wallstreetbets* brach mit 73 Mio Seitenaufrufen an einem Tag alle Rekorde und wuchs über Nacht um über 1,5 Mio Nutzer, wodurch es in kurzer Zeit zu einem der größten Reddit-Foren mit über 6 Mio Mitgliedern wurde.⁵⁰² Auf dem Höhepunkt, am 28. Januar, trieb der *short squeeze* den Aktienkurs auf einen vorbörslichen Wert von 483 US-Dollar pro Aktie, welches den 28-fachen Wert der Bewertung von 17,25 US-Dollar zu Beginn des Monats, ausmachte.⁵⁰³ Ein Kurs, der weit über dem Fundamentalwert der Aktie lag.⁵⁰⁴ Eine weitere wichtige Rolle im Geschehen rund um GameStop spielten Neobroker, über die der Handel weitgehend abgewickelt wurde (zu den Neobrokern siehe im Detail Kapitel 1.1). Am 28.01.2021 kam es zu Überlastungen der Handelsplätze und einzelne Onlinebroker in Deutschland und den USA führten für einige Stunden Handels- und Kaufrestriktionen ein oder führten zeitweise gar keine Kauforders mehr durch. Dies sorgte aufgrund der volatilen Marktlage für erhebliche Kursverluste.⁵⁰⁵ Die Begründungen der Broker weshalb es zu Restriktionen kam, sind vielfältig. Als Rechtfertigung für die Restriktionen wurde seitens der Broker u.a. angeführt, die

⁴⁹⁸ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 280.

⁴⁹⁹ Wallace, GameStop Stock jumps to New Record, The Wall Street Journal am 25.01.2021, <https://www.wsj.com/articles/gamestop-shares-surge-toward-fresh-record-ahead-of-opening-bell-11611579224> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁵⁰⁰ Elon Musk, Twitter am 26.01.2021, „Gamestonk!!“, https://x.com/elonmusk/status/1354174279894642703?ref_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetemb%7Ctwterm%5E1354174279894642703%7Ctwgr%5E6bf1b2b91f672bad364c99daa79fe8343c6553f8%7Ctwcon%5Es1&ref_url=https%3A%2F%2Fwww.nytimes.com%2F2021%2F01%2F29%2Fbusiness%2Felon-musk-gamestop-twitter.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁵⁰¹ Morrow, Elon Musk tweet fuels frenzied GameStop surge, CNN Business am 28.01.2021, <https://edition.cnn.com/2021/01/26/investing/gamestop-stock-elon-musk-reddit/index.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Gelles, Elon Musk Becomes Unlikely Anti-Establishment Hero in GameStop Saga, The New York Times am 29.01.2021, <https://www.nytimes.com/2021/01/29/business/elon-musk-gamestop-twitter.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁵⁰² Morse, Reddit's r/WallStreetBets breaks all-time traffic record as hedge fund bleeds, Mashable am 27.01.2021; Gosh, Reddit group WallStreetBets hits 6 million users overnight after a wild week of trading antics, Business Insider am 29.01.2021, <https://www.businessinsider.com/wallstreetbets-fastest-growing-subreddit-hits-58-million-users-2021-1> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁵⁰³ Slisco, GameStop Stock Closes at \$90, Biggest One-Day Decline In Company's History, Newsweek am 02.02.2021, <https://www.newsweek.com/gamestop-stock-closes-90-biggest-one-day-decline-stocks-history-1566314> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁵⁰⁴ Oudin/Valbuena, Is Reddit the New Bloomberg Chat? GameStop, Short Sellers and Social Media, Oxford Business Law Blog am 03.02.2021; Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 806.

⁵⁰⁵ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 806.

Clearingstelle habe höhere Sicherheitsleistungsanforderungen (*margin calls*) gestellt, es sei zu Systemüberlastungen gekommen oder die Restriktionen wären im Sinne des Schutzes ihrer Kunden erfolgt.⁵⁰⁶

7.2 Koordinierter Handel über Soziale Medien

Das erklärte Hauptmotiv der Kleinanleger beim Erwerb der GameStop-Aktie war es, die Leerverkäufer und Hedgefonds, die für die Onlinecommunity sinnbildlich sämtliche unethischen Aspekte der Wall Street verkörperten, zu schädigen. Bei einem großen Teil der Kleinanleger bestand somit kein tatsächliches Investitionsinteresse, vielmehr erfolgten die Käufe aus politischen bzw. oppositionellen Beweggründen. Per Onlineforum verabredeten sich die Kleinanleger daher zum Angriff, insbesondere auf den stark investierten Hedgefonds *Melvin Capital*. Die Aktion verursachte Milliardenverluste aufseiten der betroffenen Hedgefonds. *Melvin Capital* musste gar von anderen Hedgefonds gestützt werden und verlor dabei 30 % seines Vermögens.⁵⁰⁷ Dieses Vorgehen wird als (*abusive*) *squeeze* bezeichnet. Die Täter werden in der Literatur u.a. auch als parasitäre Händler bzw. *squeezer* bezeichnet, weil sie durch ihr Vorgehen informierte Anleger verdrängen und das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte untergraben.⁵⁰⁸ Ziel eines Squeezes ist es, eine Marktseite, etwa das Angebot oder die Nachfrage, gezielt zu dominieren, um daraus eine monopolartige Stellung zu erlangen. Auf diese Weise können die Squeezer die durch die entstandene Marktknappheit unter Druck geratenen Gegenparteien ausnutzen und ihnen faktisch den Preis diktieren.⁵⁰⁹ (zum Abusive Squeeze siehe Kapitel 5.4.3.2)

7.3 Handelsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 2 lit a MAR

7.3.1 Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung

Art 12 Abs 2 lit a bis e MAR umfasst fünf Verhaltensweisen, die jedenfalls als Marktmanipulation einzustufen sind. Sofern die tatbestandlichen Voraussetzungen erfüllt sind, regelt Abs 2, dass die betreffenden Verhaltensweisen zwingend als Marktmanipulation zu qualifizieren sind („*gelten*“). Die Beispiele dienen der Konkretisierung der in Abs 1 enthaltenen Grundtatbestände (dazu genauer in Kapitel 5.4.5) und

⁵⁰⁶ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 836 ff.

⁵⁰⁷ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 808 ff.; Röh, Der Gamestop-Coup und das Kapitalmarktrecht, FAZ am 30.01.2021, <https://www.faz.net/einspruch/turbulenz-am-kapitalmarkt-gamestop-und-das-kapitalmarktrecht-17173123.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 285; Klöhn/Franke, GameStop, Reddit und Swarm Trading, NZG (2021), 257.

⁵⁰⁸ Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 986.

⁵⁰⁹ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance (2006) 55 ff.

bezeichnen Verhaltensweisen, die als schädliche Manipulationspraktiken anerkannt sind und die Kriterien einer zulässigen Marktpraxis nicht erfüllen bzw. auf keinen legitimen Gründen beruhen können.⁵¹⁰

Art 12 Abs 2 lit a MAR regelt:

Als Marktmanipulation gelten unter anderem die folgenden Handlungen:

- a) *Sicherung einer **marktbeherrschenden Stellung** in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments, damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder die Nachfrage danach durch eine Person oder **mehrere in Absprache handelnde Personen** mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge einer unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kaufs- oder Verkaufspreises oder anderen unlauteren Handelsbedingungen führt oder hierzu geeignet ist;*

Handlungen, die zur Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf das Angebot eines der o.a. Handelsinstrumente oder die Nachfrage danach durch mehrere in Absprache handelnde Personen getätigt werden und die mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge einer unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kauf- oder Verkaufspreises oder anderer unlauterer Handelsbedingungen verbunden sind, gelten nach Art 12 Abs 2 lit a zwingend als Marktmanipulation.⁵¹¹ Der Unrechtsgehalt liegt in der monopolbedingten Außerkraftsetzung des Marktmechanismus, indem durch Verknappung des Angebots eine Marktenge herbeigeführt wird, die z.B. Leerverkäufer dazu zwingt, sich zu erhöhten Preisen einzudecken.⁵¹² („Abusive Squeeze“ oder „Cornering“, siehe dazu auch bereits oben in Kapitel 5.4.3.2 ausführlicher)

Die Frage welche Kriterien zur Bestimmung, wann eine marktbeherrschende Stellung vorliegt, herangezogen werden, ist im Schrifttum umstritten. So spricht sich ein überwiegender Teil der Lehre dafür aus, sich an den im Kartellrecht entwickelten Kriterien zur Marktabgrenzung und zum Beherrschungsgrad zu orientieren und diese für die Zwecke der MAR umzudeuten.⁵¹³ Während das Kartellrecht den Schutz des Wettbewerbs bezweckt und der Missbrauch einer marktbeherrschenden Stellung eine Bedrohung für den

⁵¹⁰ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 306 ff.

⁵¹¹ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 312; Fleischer in Fuchs/Zimmermann, WpHG³, § 20a Rz 65; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014 Rz 112.

⁵¹² Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 286.

⁵¹³ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 317; Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 61, 156 ff.; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 236 ff.

Wettbewerb darstellt, dient das Verbot der Marktmanipulation der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, vor allem hinsichtlich der Preisbildung.⁵¹⁴ Andere Stimmen in der Lehre sprechen sich hingegen für einen autonomen Begriff für das Kapitalmarktrecht aus und gehen von einer marktbeherrschenden Stellung dann aus, wenn der Markt „an der Schwelle zu einem Preis oder Bedingungsdictat steht“.⁵¹⁵ Für *Klöhn*⁵¹⁶ und *Mülbert*⁵¹⁷ bietet die kartellrechtliche Kasuistik im Hinblick auf die Kriterien zur Marktabgrenzung und Beherrschung eine geeignete Grundlage zur kapitalmarktrechtsautonomen Auslegung, wenngleich betont wird, dass die verschiedenen Schutzzwecke der beiden Rechtsgebiete entsprechend zu berücksichtigen sind.⁵¹⁸ Ob hinsichtlich eines Bezugsgegenstands eine marktbeherrschende und damit auch potenziell preisbeeinflussende Stellung besteht, hängt für *Sajnovits*⁵¹⁹ auf Produktmärkten und Kapitalmärkten im Ausgangspunkt von ganz ähnlichen Voraussetzungen ab.

Meines Erachtens kann zur Beurteilung, wann eine marktbeherrschende Stellung vorliegt, durchaus auf die kartellrechtlich entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden, auch wenn beide Regelungsregime verschiedene Schutzzwecke verfolgen. Nach kartellrechtlichem Verständnis liegt Marktbeherrschung vor, wenn ein Unternehmen in der Lage ist, wirksamen Wettbewerb zu verhindern und sich gegenüber der Marktgegenseite weitgehend unabhängig zu verhalten. Diese Überlegungen lassen sich meines Erachtens in abstrahierter Form auch auf kapitalmarktbezogene Konstellationen übertragen. Unabhängig vom jeweiligen Schutzzweck bieten die im Kartellrecht etablierten Kriterien eine objektive Grundlage, um zu beurteilen, ob die Nachfrager über ausreichende Ausweichmöglichkeiten verfügen und damit in der Lage sind, auf andere Anbieter gleichwertiger Handelsgegenstände auszuweichen.

Anknüpfend an das Kartellrecht ist für die Feststellung einer marktbeherrschenden Stellung sohin der relevante Markt in sachlicher, räumlicher und zeitlicher Hinsicht abzugrenzen. Für die sachliche Marktabgrenzung wird auf das Bedarfsmarktkonzept aus Perspektive der Marktgegenseite abgestellt, womit die funktionelle Austauschbarkeit gemeint ist, also die Frage, welche Produkte die Nachfrager als austauschbar ansehen.⁵²⁰ Die Sicherung einer

⁵¹⁴ *Poelzig in Fuchs/Zimmermann*, WpHG³ (2024), Art 12 MAR Rz 61.

⁵¹⁵ *Anschütz/Kunzelmann in Meyer/Veil/Rönnau*, HdB MarktmissbrauchsR² (2023), § 14 Rz. 27; *Veil/Templer*, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 986.

⁵¹⁶ *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 318.

⁵¹⁷ *Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 236 ff.

⁵¹⁸ Siehe auch *Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014 Rz 113.

⁵¹⁹ *Sajnovits*, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 836 ff.

⁵²⁰ EuGH C-6/72, *Continental Can*, ECLI:EU:C:1973:22, Rn 32; *Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 VO 596/2014 Rz 237; *Schmolke in Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 319.

marktbeherrschenden Stellung wird durch Geschäfte erreicht, die zu einer starken Verknappung des relevanten Tatobjekts führen und eine Kontrolle der Preisbildung ermöglichen. Eine manipulative Verknappung wirkt sich besonders bei einer hohen Zahl an Leerverkäufen aus. Werden bspw. Leerverkäufe zu einem früheren Zeitpunkt in größerer Anzahl am Markt getätigt, erhöht sich im Erfüllungszeitpunkt die Nachfrage nach dem leerverkauften Instrument bzw. Basiswert, weil die Leerverkäufer sich dann eindecken müssen, um den Entleiher zu befriedigen.⁵²¹ In diesem Moment ist die Nachfrage nach dem Instrument starr und es liegt eine enge Marktabgrenzung vor. Der relevante Markt besteht dann aus dem konkreten Basiswert zu diesem Zeitpunkt.⁵²² Andere Marktteilnehmer, die dies frühzeitig erkennen, können nunmehr ihrerseits den Bestand des Basiswerts aufkaufen, sodass die Leerverkäufer gezwungen sind, sich bei ihnen zu den verlangten Preisen einzudecken.

Eine ähnliche Situation hat sich im Jahr 2008 im Fall *Porsche/VW* ereignet, bei dem die *Porsche Automobil Holding SE* im Jahr 2008 in Folge der Sicherung von 31,5 % cash-gesetzelter Optionen auf VW-Aktien den Freefloat der VW-Aktien von 37 % auf 6 % reduzierte, wodurch Leerverkäufer von etwa 13 % der VW-Aktien im Zeitpunkt ihrer Lieferverpflichtung praktisch gezwungen waren, jeden Preis für das Basisgut zu akzeptieren, was einen Kursanstieg der VW-Aktie auf teilweise über 1000 EUR pro Aktie zur Folge hatte.⁵²³ Die marktbeherrschende Stellung muss für mehr als einen vorübergehenden Zeitraum herbeigeführt werden, damit eine Sicherung iSd MAR vorliegt.⁵²⁴ Ob auf dem relevanten Markt eine beherrschende Position vorliegt, richtet sich v.a. nach dem Marktanteil. Ist dieser besonders hoch, liegt eine marktbeherrschende Stellung nahe. Insbesondere auf Märkten mit geringer Liquidität kann ein solcher Zusammenschluss bereits mit wenigen Transaktionen eine marktbeherrschende Stellung in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments oder die Nachfrage danach zur Folge haben. Können die Nachfrager nicht oder nicht in ausreichendem Maße auf andere Halter des Instruments ausweichen, genügt bereits ein geringerer Marktanteil.⁵²⁵ Im vorliegenden Fall betraf der relevante Markt, GameStop-Aktien.

⁵²¹ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014 Rz 112.

⁵²² Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 319.

⁵²³ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014 Rz 112.

⁵²⁴ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014 Rz 113; Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 986.

⁵²⁵ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 239.

7.3.2 Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung

Eine ähnliche Bestimmung enthält Anhang II Abschnitt 1 Nr. 2 lit. b DelVO 2016/522. Die darin enthaltene Manipulationsform wird ebenso als *Abusive Squeeze* bezeichnet, unterscheidet sich von o.a. Tathandlung nach Art 12 Abs 2 lit a jedoch durch das erforderliche Element des absichtlichen Vorgehens. Beim *Abusive Squeeze* nach der DelVO nützt der Täter seinen Einfluss auf Angebot oder Nachfrage nach den Handelsinstrumenten aus, der ihm aus seiner marktbeherrschenden Stellung erwächst. Ziel des Täters ist es, die Preise zu verfälschen, zu denen andere Marktteilnehmer Lieferungen vornehmen, entgegennehmen oder herausschieben müssen.⁵²⁶ Hingegen erfordert das zwingende Anwendungsbeispiel nach Art 12 Abs 2 lit a weder ein subjektives Tatbestandselement noch eine Preisbeeinflussungsabsicht, vielmehr reicht die tatsächliche Herbeiführung einer marktbeherrschenden Stellung.⁵²⁷

7.3.3 In Absprache handelnde Personen

Die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung muss durch eine Person oder durch mehrere Personen, die konzertiert handeln, erfolgen. Während die deutsche Sprachfassung hierfür auf das Tatbestandsmerkmal der „*Absprache*“ abstellt, ist die englische Sprachfassung mit dem Verweis auf „*persons acting in collaboration*“ weiter gefasst, weshalb Stimmen in der Literatur, so etwa auch *Grundmann*, sich dafür aussprechen keine zu hohen Anforderungen an das Erfordernis der gemeinsamen Absprache, zu stellen.⁵²⁸ Literatur und Rechtsprechung enthalten jedoch bislang keine genaueren Auseinandersetzungen mit dem Tatbestandsmerkmal „*in Absprache handelnde Personen*“. Die Absprache kommt im Kapitalmarktrecht in Art 5 Abs 4 der Übernahmerichtlinie⁵²⁹ vor. Der Gesetzgeber umschreibt diese mit den Worten „*einer mit ihm gemeinsam handelnden Person*“. (engl „*persons acting in concert*“) Die Verhaltensabstimmung kann aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise erfolgen. In der Regel geschieht dies durch einen rechtlich bindenden Vertrag oder ein Gentlemen's Agreement mit wirtschaftlicher oder moralischer Bindungswirkung. Erforderlich ist jedenfalls ein bewusstes kommunikatives Zusammenwirken mehrerer Personen. Ein bloßer Informationsaustausch oder ein unabgestimmtes Parallelverhalten

⁵²⁶ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 113.

⁵²⁷ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 321 ff.

⁵²⁸ Siehe hierzu Grundmann in Bankvertragsrecht (2021) Bd 2 Rz 491.

⁵²⁹ RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABI L 2004/142, 12.

reichen nicht aus. Das „acting in concert“ setzt sohin eine tatsächlich verbindliche Absprache zwischen den beteiligten Personen bzw. Tätern voraus.⁵³⁰

Wendet man für das Element der Absprache kartellrechtliche Maßstäbe zur Beurteilung an, so bedarf es einer näheren Untersuchung der Erfordernisse des Art 102 AEUV, der die gemeinsame Marktbeherrschung regelt. Die gemeinsame Marktbeherrschung setzt eine kollektive Einheit voraus, die sich für den EuGH⁵³¹ aus Absprachen oder Verflechtungen, also aus „wirtschaftlichen Bindungen oder Faktoren, die die betreffenden Unternehmen verbinden“, ableiten lässt.⁵³²

Andere Stimmen in der Literatur sehen das Erfordernis der Absprache als unionsrechtliches Pendant zur Mittäterschaft. Nach seinem Wortsinn ist darunter eine Verständigung mehrerer Personen über künftige Handlungen zu verstehen. Eine rechtliche Bindung bezüglich künftiger Handlungen impliziert eine Absprache zwar nicht, ein bloßes Parallelverhalten kann jedoch nicht ausreichen. Durch das Verhalten muss eine gezielte Koordinierung zum Ausdruck kommen.⁵³³

Einigkeit besteht darüber, dass das Erfordernis der Absprache jedenfalls ein gewisses Maß an Verbindlichkeit voraussetzt. Vor diesem Hintergrund ist fraglich, ob die Kommunikation zwischen zum Teil anonymen Usern über Soziale Medien als ausreichend verbindlich iSd Absprache bzw. gezielter Koordinierung, gewertet werden kann.⁵³⁴

7.3.4 Rechtliche Subsumption unter Art 12 Abs 2 lit. a MAR

Bezugnehmend auf den Fall GameStop stellt sich die Frage, ob seitens der Privatanleger ein ausreichender Beherrschungsgrad für eine marktbeherrschende Stellung vorlag und eine Absprache nachgewiesen werden kann.

Das Absetzen mehrerer ähnlicher Postings und das öffentliche Bekanntmachen durch eine Vielzahl an Usern, ein Finanzinstrument zu erwerben und andere User in dieser Form aufzufordern dasselbe zu tun, kann ein Kursbeeinflussungspotential in sich aufweisen. Anhand der Kursdaten kann nachgewiesen werden, dass der Social Media Hype rund um die Gamestop-Aktie, der zudem von etlichen Medien sowie prominenten Persönlichkeiten aufgegriffen wurde und als „*Kampf Davids gegen Goliath*“ propagiert wurde, zu einem immensen Anstieg der Aktie geführt hat. Es entstand eine Art Gruppendynamik, die sich

⁵³⁰ Drinkuth in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG⁶ (2025), 2240 Rz 62.206.

⁵³¹ EuGH 16. 3. 2000, C-395/96, *Compagnie Maritime Belge Transports*, ECLI:EU:C:2000:132 Rz 41.

⁵³² Lewisch in Jaeger/Stöger, EUV/AEUV (2021), Art 102 AEUV, Rz 81.

⁵³³ Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 986.

⁵³⁴ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 814 ff.

aus psychologischer Sicht durch den Effekt des sog. Herd Behaviours (siehe hierzu Kapitel 1.1) erklären lässt. So wurde über das Forum ein Angriff auf einen gemeinsam erklärten Feind (*Melvin Capital* bzw. Hedgefonds im Allgemeinen) inszeniert und propagiert und ein Narrative erzeugt, um mit koordinierten Aktienkäufen das gemeinsame Ziel der Onlinecommunity, die Schädigung der Hedgefonds, zu erreichen. Der Fall GameStop verdeutlicht den tiefgreifenden Wandel des Investitionsverhaltens zahlreicher Kleinanleger. Diese verstanden sich nicht mehr als isolierte Marktteilnehmer, sondern als Teil einer gemeinschaftlich agierenden Online-Community. Ihre Investitionsentscheidungen beruhten dabei weniger auf rationalen Erwägungen, Fundamentaldaten oder professionellen Analysen, sondern vielmehr auf emotionalen und kollektiven Impulsen innerhalb einer Gruppe. Durch die gezielte Vernetzung über Online-Foren formierte sich so eine Vielzahl einzelner Kleinanleger zu einer kollektiven Marktmacht, die einen wesentlichen Anteil am relevanten Angebotsmarkt einnahm und maßgeblich zu den extremen Kursanstiegen infolge der koordinierten Kaufaktionen beitrug. Dieses Verhalten lässt bereits auf einen hinreichenden Grad an Marktbeherrschung schließen, der für das Vorliegen einer marktbeherrschenden Stellung im rechtlichen Sinne als ausreichend zu qualifizieren sein dürfte.⁵³⁵

Schwieriger wird es bei der Frage, ob die Vernetzung per Online-Forum ein ausreichendes Maß an Verbindlichkeit für das Erfordernis der gemeinsamen Absprache, darstellt. Verbindlichkeit iSd Absprache setzt voraus, dass eine tatsächliche Bindungswirkung zwischen den einzelnen Teilnehmern entsteht und diese faktisch dazu gezwungen sind, sich an die Vereinbarung zu halten. Im Fall GameStop haben zwar viele Teilnehmer per Postings verkündet, im Interesse eines "gemeinsamen Ziels" Käufe zu tätigen. Das Forum, über das die meisten Postings erfolgten (*r/wallstreetbets*), hatte zum Höhepunkt des Trends bereits über 6 Millionen User, der Großteil der Teilnehmer war bloß passiver, anonymer Mitleser und folgte einem "Trend", der in den Postings einiger (im Verhältnis) weniger User und Meinungsführer zum Ausdruck kam. Andere haben davon lediglich aus der Presse erfahren, zudem gab es unter den Investoren auch solche, die ganz ohne Kenntnis des Forums Käufe getätigt haben.⁵³⁶ Bei den GameStop-Investoren handelte es sich demnach

⁵³⁵ Ähnliche Ansicht *Sajnovits*, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 836 ff; Eher skeptisch bis ablehnend hierzu *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 286; *Wegner*, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?, BKR (2021), 185.

⁵³⁶ *Gosh*, Reddit group WallStreetBets hits 6 million users overnight after a wild week of trading antics, Business Insider am 29.01.2021, <https://www.businessinsider.com/wallstreetbets-fastest-growing-subreddit-hits-58-million-users-2021-1> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Langenbucher/Hasan*, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399; *Wegner*, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch?, LTO am 26.07.2023, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

nicht um eine homogene Gruppe von Marktteilnehmern, sondern um eine Vielzahl einzelner Anleger, die lediglich das gemeinsame Resultat einte, den Kurs der Aktie durch ihre aggregierten Kaufentscheidungen in die Höhe getrieben zu haben. Eine Absprache im Sinne des Tatbestandsmerkmals der Koordination lag hingegen nicht vor. Es lässt sich somit kein einheitliches oder verbindendes Motiv feststellen, sondern vielmehr eine Vielzahl individueller Investitionsentscheidungen, die lediglich durch die Social-Media-Beiträge einzelner Meinungsmacher angeregt oder emotional verstärkt wurden.⁵³⁷ Daraus folgt, dass es sich nicht um wechselseitig verbindliche und konkrete Zusagen im Sinne einer Absprache handeln konnte, sondern vielmehr um einen losen Zusammenschluss von Kleinanlegern, deren Handeln durch gemeinschaftliche Dynamiken und psychologische Effekte, insbesondere Herdenverhalten, geprägt war. Für das Vorliegen einer Absprache wäre jedoch ein stärkerer innerer Zusammenhalt erforderlich, der über bloße Gleichgerichtetheit hinausgeht und auch individuelle Anreize bzw. opportunistisches Verhalten überwindet, um eine tatsächliche Preissetzungsmacht im Sinne einer marktbeherrschenden Stellung zu begründen. Der einzelne Anleger konnte in dieser Konstellation weder das Verhalten der, potenziell mehreren Millionen, übrigen Marktteilnehmer vorhersehen noch darauf vertrauen, dass diese dauerhaft an der kollektiv propagierten „Buy-and-Hold“-Strategie festhalten würden. Vielmehr war es jedem Beteiligten jederzeit möglich, die Aktien gewinnbringend zu veräußern, wodurch der Markttrend, getrieben vom Herdentrieb, jederzeit in sein Gegenteil umschlagen konnte.⁵³⁸

Selbst wenn einzelne Anleger dazu aufriefen, GameStop-Aktien zu kaufen, um einen *short squeeze* herbeizuführen, wäre der Tatbestand nicht erfüllt. Art 12 Abs 2 lit a MAR rechnet den (potentiellen) Tätern das Handeln Dritter, die sich als Trittbrettfahrer dem Schwarm angeschlossen haben, nicht zu.⁵³⁹ Die beschriebenen Umstände sprechen eher von einem strafrechtlich unbeachtlichen Parallelverhalten.⁵⁴⁰ Unter der Annahme, dass ein Teil der Investoren sich tatsächlich abgesprochen hat, indem sie sich als Individuen wahrgenommen haben und auf der Plattform näher miteinander kommuniziert haben, müssten diese gemeinsam eine marktbeherrschende Position einnehmen. Dies ist vor dem

⁵³⁷ Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 986.

⁵³⁸ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 814 ff; Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 286.

⁵³⁹ Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 986.

⁵⁴⁰ Wegner, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch? LTO am 26.07.2023, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Hintergrund der o.a. Erfordernisse jedoch schwer möglich, weshalb Swarm Trading nach der aktuellen Rechtslage kaum den Tatbestand nach Art 12 Abs 2 lit a MAR erfüllen wird.⁵⁴¹

7.4 Handelsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 1 lit. a MAR

7.4.1 Indikatorenliste gemäß Art 12 Abs 3 iVm Anhang I MAR iVm Anhang II DelVO 2016/522

Wie oben bereits näher ausgeführt (siehe Kapitel 5.4.3 und 5.4.6), konkretisiert Art 12 Abs 3 MAR den abstrakt umschriebenen Tatbestand der handels- und handlungsgestützten Marktmanipulation gemäß Abs 1 lit a bzw. b durch eine nicht erschöpfende Liste von Indikatoren in Anhang I. Diese werden durch die in Art 4 iVm Anhang II Abschnitt 1 der DelVO (EU) 2016/522 angeführten Praktiken weiter präzisiert, wobei die in Art 12 Abs 2 MAR normierten zwingenden Manipulationsformen unberührt bleiben.⁵⁴² Die konkretisierenden Praktiken weisen untereinander eine Vielzahl an Überschneidungen auf.⁵⁴³ Anhang II der DelVO 2016/522 listet daher zusätzliche Indikatoren für manipulatives Handeln iSd MAR auf. Abschnitt 1 konkretisiert dieses, indem Indikatoren für manipulatives Handeln durch Aussenden falscher oder irreführender Signale und durch Herbeiführen bestimmter Kurse, aufgezählt werden. Anhang II Abschnitt 1 Nr 1 lit a und Nr 2 lit a DelVO 2016/522 werten den Kauf von Positionen, auch nach Absprache durch mehrere Beteiligte, eines Finanzinstruments, auf dem Sekundärmarkt im Anschluss an die Zuteilung auf dem Primärmarkt in der Absicht, den Preis künstlich in die Höhe zu treiben und bei anderen Investoren Interesse zu wecken, als marktmanipulative Praktik („*Colluding in the after-market of an initial public offering where colluding parties are involved*“) (siehe Kapitel 5.4.3.1). Diese Praxis lässt sich insbesondere durch eine ungewöhnliche Konzentration von Transaktionen und/oder Handelsaufträgen aufseiten einer begrenzten Anzahl von Personen (Z i) oder durch Transaktionen oder Handelsaufträge, die keine andere Berechtigung erkennen lassen als die, den Kurs oder das Handelsvolumen im Verlauf eines Börsentages, etwa zur Eröffnung oder kurz vor Schließung, in der Nähe eines Referenzpunktes in die Höhe zu treiben, deuten (Z ii). Die Bestimmung stellt ausdrücklich fest, dass der Kauf auch nach Absprache durch mehrere Beteiligte erfolgen kann und tritt neben die Regelung der Marktmanipulation durch Ausnutzen einer marktbeherrschenden Stellung (*abusive squeeze* gem. Anhang II Nr 2 lit b. DelVO 2016/522). D.h. dass für die Erfüllung des Tatbestands der handelsgestützten Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit a

⁵⁴¹ auch *Wegner*, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten? BKR (2021), 185.

⁵⁴² ErwGr 5 DelVO 2016/522

⁵⁴³ *Mülbert* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 284.

MAR iSd Indikatoren nach Anhang II Nr 2 lit b DelVO 2016/522, keine marktbeherrschende Stellung notwendig ist.

7.4.2 Tatbestand

In der Causa GameStop nutzten zahlreiche Kleinanleger soziale Medien, um ihre Kaufentscheidungen aufeinander abzustimmen und so eine erhebliche Nachfrage nach den betreffenden Finanzinstrumenten zu erzeugen. Ziel dieser koordinierten Vorgehensweise war es, den Kurs der Aktie zu steigern und damit Druck auf die in Short-Positionen engagierten institutionellen Investoren auszuüben.

Art 12 Abs 1 lit a MAR normiert, dass der Abschluss eines Geschäfts, die Erteilung eines Handelsauftrages oder andere Handlungen, die in der Konsequenz ein falsches oder irreführendes Signal (i) oder ein anormales oder künstliches Kursniveau (ii) erzeugen oder wahrscheinlich erzeugen, als Marktmanipulation zu qualifizieren ist.

Naheliegend ist sohin, dass die Handlung der betreffenden Kleinanleger geeignet war, falsche oder irreführende Signale hinsichtlich der Nachfrage des gegenständlichen Finanzinstruments zu erzeugen (i) bzw. ein anormales oder künstliches Kursniveau (ii) zu schaffen.⁵⁴⁴

7.4.3 Abgrenzung legitimes und marktmanipulatives Marktverhalten

Der Abschluss von Geschäften oder das Ausführen komplexer Handelsstrategien ist grundsätzlich legitim und erlaubt. Isoliert betrachtet kann man beim einzelnen Geschäft auch nicht erkennen, ob eine legale Marktaktivität oder eine illegale Marktmanipulation vorliegt. Die Abgrenzung erfolgt unter Zugrundelegung des Verbots der Marktmanipulation, demnach soll das Verbot verhindern, dass die Informationsgrundlage für die Marktteilnehmer von Marktaktivitäten verzerrt wird, die sich nicht aus dem Markt heraus erklären lassen und deren wahren Ziele für die anderen Marktteilnehmer verborgen bleiben. Um das beurteilen zu können, bedarf es einer Gesamtbetrachtung der fraglichen Handelsaktivität und ihres Kontexts.⁵⁴⁵ Im Fall GameStop ist zu untersuchen, ob es den Anlegern um die Erzielung von Gewinnen ging oder das Geschäft lediglich den Zweck verfolgte auf die Preisbildung einzuwirken und die wirtschaftlichen Folgen von den Käufern bloß als solche hingenommen wurden. Im Regelfall wird bei einem Großteil der Anleger ein

⁵⁴⁴ Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 817 ff.

⁵⁴⁵ Adametz/ Fink, Wenn Gamestop in Österreich spielte, DerStandard am 08.02.2021; Wegner, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch? LTO am 26.07.2023, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

gemischtes Motiv vorgelegen sein. Zwar ging es einigen durchaus, um die Schädigung der Leerverkäufer, dennoch dürften die meisten zugleich darauf gehofft bzw. spekuliert haben, selbst von den steigenden Kursen zu profitieren. In diesem Fall hat der Aktienkauf keinen täuschenden Charakter. Eine (handelsgestützte) Marktmanipulation liegt für *Wegner* erst dann vor, wenn es dem Erwerber nur um die Einwirkung auf den Preis geht, ihm die wirtschaftlichen Folgen seines Geschäfts also völlig gleichgültig sind.⁵⁴⁶

Doch nicht das individuelle Geschäft des einzelnen Kleinanlegers hat sich auf die Preisbildung am Markt ausgewirkt, sondern erst das Schwarmverhalten als solches. Zu prüfen ist daher, ob das sog. Swarm Trading eine handelsgestützte Marktmanipulation darstellen kann.

7.4.4 Eignung zur Aussendung falscher oder irreführender Signale (i)

Für *Merwald* liegt keine Eignung zur Aussendung falscher oder irreführender Signale vor, weil die im Fall GameStop erteilten Kauforders der tatsächlichen Nachfrage entsprochen haben. Die Kursveränderung lasse sich in erster Linie als Reaktion auf die tatsächliche Änderung von Angebot bzw. Nachfrage deuten.⁵⁴⁷ Demgegenüber argumentiert *Sajnovits*, dass der Markt durch das konzertierte Vorgehen zahlreicher Kleinanleger, die innerhalb eines über Online-Foren abgestimmten Zeitraums gebündelte Kaufaufträge tätigten, gänzlich andere Signale empfängt, als dies bei einer Vielzahl voneinander unabhängiger, zeitlich unkoordinierter Einzelgeschäfte der Fall wäre. Der Auffassung von *Sajnovits* ist zuzustimmen, als der verständige Anleger sein Investitionsverhalten nicht an einem einzelnen Geschäft ausrichtet. Eine isolierte Kauforder kann daher für sich genommen kein falsches oder irreführendes Signal im Sinne der MAR darstellen. Werden hingegen zahlreiche Kauforders zu einem bestimmten Zeitpunkt konzentriert in den Markt gegeben, kann dies sehr wohl geeignet sein, beim verständigen Anleger den Eindruck einer erhöhten Marktnachfrage zu erwecken und somit falsche oder irreführende Signale zu vermitteln.⁵⁴⁸

7.4.5 Erzeugung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus (ii)

Nach der herrschenden Meinung ist ein Kursniveau anormal oder künstlich, wenn es den marktgerechten Kurs verfehlt, weil es sich nicht mehr als Ergebnis von Angebot und

⁵⁴⁶ *Wegner*, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch? LTO am 26.07.2023, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Wegner*, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten? BKR (2021), 183 ff.

⁵⁴⁷ *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 286; ähnlich *Wegner*, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten? BKR (2021), 183.

⁵⁴⁸ *Sajnovits*, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 818 ff.

Nachfrage in einem manipulationsfreien Marktumfeld darstellt.⁵⁴⁹ Bei der Beurteilung der Künstlichkeit des Kursniveaus ist die Abgrenzung zwischen verbotenem, marktmanipulativen und legitimen Marktverhalten schwierig. Die MAR lässt diese Frage weitgehend offen. So erlauben die aus Praxis und Kapitalmarktforschung entwickelten Tests zwar einen Rückschluss darauf, ob ein Verhalten zu einer Kursbeeinflussung geführt hat. Um das erzeugte Kursniveau allerdings als künstlich bzw. anormal zu werten, muss zuvor das zugrundeliegende Handelsverhalten als manipulativ eingeordnet werden, dies führt insbesondere bei effektiven Geschäften ohne Hinzuziehen zusätzlicher normativer Kriterien, zu Schwierigkeiten bei der Abgrenzung. Im Schrifttum macht daher ein Teil die Künstlichkeit des Kursniveaus vom Nachweis einer Manipulationsabsicht abhängig, wobei dies strittig ist (siehe Kapitel 5.4.2.2).⁵⁵⁰

Sofern man auf das Erfordernis der Absichtlichkeit abstellt, lässt sich diese zumindest bei den Kleinanlegern, die sich aktiv per Postings im Geschehen involviert und Aufrufe getätigt haben, nachweisen. Auch ohne das Hinzuziehen eines subjektiven Elements, reicht für *Sajnovits*, die bloße Konzertierung, um dieses Verhalten als illegitime Marktpraxis zu werten. Diese Ansicht überzeugt, denn ein effizienter Preisbildungsprozess beruht auf voneinander unabhängigen Entscheidungen. Wo hingegen kollektives, abgestimmtes Verhalten auftritt, werden natürliche Marktprozesse unterlaufen, infolgedessen es zu ungerechtfertigten Beeinflussungen und Verzerrungen der Preisbildung bzw. zum Aussenden irreführender und falscher Signale am Markt kommt. Ferner könnte im Fall GameStop sogar das sog. *predatory trading*⁵⁵¹ vorliegen, weil die abgestimmten Käufe zu einer Marktenge geführt haben, die Leerverkäufer und Options-Market-Maker letztlich dazu gezwungen haben, sich ihrerseits mit den entsprechenden Finanzinstrumenten einzudecken.⁵⁵²

7.4.6 Wechselseitige Zurechnung

Wie bereits oben ausgeführt, sind die einzelnen Handlungen der Kleinanleger für sich genommen nicht geeignet, ein falsches oder irreführendes Signal auszusenden oder ein künstliches bzw. anormales Kursverhältnis herbeizuführen. Erst in ihrer Gesamtheit entfalten sie eine marktbeeinflussende Wirkung. Die Kursveränderung resultiert somit nicht

⁵⁴⁹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 85.

⁵⁵⁰ Eichelberger, Das Verbot der Marktmanipulation (2006), 293 ff.; Kramer, Kurspfllegemaßnahmen – zwischen strafbarer Marktmanipulation und zulässiger Kursstabilisierung (2013), 116 ff.; aA Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014 Rz 30 ff.; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 VO 596/2014 Rz 85; Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 84.

⁵⁵¹ Brunnermeier/ Pedersen, Predatory Trading, Journal of Finance Bd 60 (2005) 1825; Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 821 ff.

⁵⁵² Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 821.

aus den isolierten Transaktionen, sondern aus der zeitlich koordinierten Bündelung der Kaufaufträge, die erst in ihrer konzertierten Form eine Eignung zur Marktmanipulation im Sinne der MAR-Definition aufweist. Zur Begründung einer Marktmanipulation ist somit ein verbindendes Element erforderlich, das die individuellen Handlungen der einzelnen Marktteilnehmer im Schwarm der Social-Media-Trader miteinander verknüpft und eine wechselseitige Zurechnung ihres Marktverhaltens ermöglicht. Hierfür bedarf es wie im oben analysierten Tatbestand nach Art 12 Abs 2 lit a MAR einer hinreichend konkreten Absprache, da die Anforderungen an die handelsgestützte Marktmanipulation nicht geringer sein können als deren Präzisierung nach Abs 2 in Form der Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung. Um eine wechselseitige Zurechnung zwischen den individuellen Tätern zu begründen, muss die Absprache unter den Tätern zumindest eine faktische Bindungswirkung entfalten. Wie bereits oben dargelegt, kam es zwischen den einzelnen Kleinanlegern im Fall GameStop zu keiner unmittelbaren Kommunikation, die das Vorliegen einer Absprache im rechtlichen Sinne begründen könnte. Die Interaktion erfolgte vielmehr über Online-Foren mit Millionen von Abonnenten, wie etwa *r/wallstreetbets*, welcher zentraler Schauplatz rund um das GameStop Geschehen war. Sogar ist in dieser Konstellation weder eine persönliche Abstimmung noch ein hinreichender Grad an wechselseitiger Verbindlichkeit feststellbar.⁵⁵³

7.4.7 Rechtliche Subsumtion unter Art 12 Abs 1 lit a MAR

Nach der derzeitigen Rechtslage kann daher trotz der grundsätzlichen Geeignetheit der Auswirkungen der Tathandlungen eine marktmanipulative Wirkung zu entfalten, nicht von einer Marktmanipulation iSd MAR ausgegangen werden. Die Besonderheit eines Schwarmphänomens bzw. des Swarm Tradings liegt, wie etwa im Fall GameStop, darin, dass nicht die individuelle Handlung, sondern erst die Aggregation einzelner Beiträge in ihrer Gesamtheit den Erfolg in Gestalt einer Kursänderung herbeiführen. Bislang wurden weder im Kapitalmarktrecht noch im Strafrecht geeignete Instrumente entwickelt, um die Wechselwirkungen zwischen Kommunikation auf sozialen Medien, Anlegerverhalten und der Kursentwicklung zu verstehen und wirksam zu erfassen.⁵⁵⁴

Das Phänomen des Swarm Tradings über soziale Medien wirft grundsätzliche Fragen hinsichtlich der Möglichkeit und Wirksamkeit regulatorischer Eingriffe sowie einer effektiven Aufsicht über digitale Kommunikationsplattformen auf. Insbesondere ist zu berücksichtigen,

⁵⁵³ *Sajnovits*, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 822; siehe auch *Schmolke* in *Klöhn* (Hrsg.), MAR² (2023) Art 12 Rz 316a, 321 ff.

⁵⁵⁴ *Langenbacher*, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 444; *Klöhn/Franke*, GameStop, Reddit und Swarm Trading, NZG (2021), 257; *Maume* in *Seibt/Buck-Heeb/Hamos*, Wertpapierhandelsrecht¹⁷ (2023), VO (EU) 596/2014 Art 12 Rz 158ff.

dass der tatsächliche Zusammenschluss privater Anleger weder konkret vorhersehbar noch in seiner Dynamik steuerbar ist. Der Fall GameStop hat deutlich gemacht, dass hierbei überwiegend ein Anlegerpublikum angesprochen wurde, das nicht dem typischen Kapitalmarktteilnehmer entspricht, dessen Marktverhalten primär von finanziellen bzw. ökonomisch-rationalen Motiven geprägt ist. Für einen Teil dieser Anleger stand, nach eigenen Angaben dahingegen nicht die Erzielung eines persönlichen Profits, sondern vielmehr die „gute Sache“ im Vordergrund.⁵⁵⁵ Die Regelungen zur Marktmanipulation sind vom Gesetzgeber bewusst abstrakt-generell gehalten, um eine flexible Anwendung auf neuartige Marktpraktiken zu gewährleisten. Durch die bereits oben diskutierten Tatbestandsbeispiele und die Indikatorenliste wird versucht, die Anpassungsfähigkeit des Normgefüges an sich wandelnde Marktmechanismen sicherzustellen. Der Anlegerschutz ist insofern gewährleistet, als dass bewusste Irreführungen und Täuschungen untersagt sind. Maßgeblich bleibt dabei das Leitbild des verständigen Anlegers (siehe Kapitel 1.3). Wenn Anleger jedoch in der Hoffnung auf überdurchschnittliche Gewinne vermeintliche Empfehlungen unreflektiert übernehmen, bewusst spekulieren oder aus nicht-finanziellen Motiven handeln, stellt sich die grundlegende Frage, ob und in welchem Umfang ein solcher Anleger überhaupt als schutzbedürftig anzusehen ist.⁵⁵⁶

7.5 Stellungnahme gemäß Art 12 Abs 2 lit d MAR

Zu den zentralen Akteuren im Zusammenhang mit dem GameStop Ereignis zählte der YouTuber Keith Gill, bekannt unter seinem Online-Pseudonym *@TheRoaringKitty*. Seine Social-Media-Aktivitäten auf YouTube⁵⁵⁷ und Twitter⁵⁵⁸ waren u.a. wesentliche Treiber für den Hype um rund um die GameStop-Aktie. Gegen ihn wurde später eine Klage wegen Wertpapierbetrugs eingebracht, zudem wurde er vor den Finanzausschuss des US-Repräsentantenhauses geladen. Ihm wurde vorgeworfen, sich in den sozialen Medien als Amateuranleger präsentiert zu haben, obwohl er im Besitz mehrerer Broker-Lizenzen war. Durch diese Täuschung soll er seine Follower zum Erwerb bestimmter Aktienpositionen veranlasst und anschließend von den stark steigenden Kursen profitiert haben.⁵⁵⁹ Der YouTuber teilte ausführliche Analysen zu den GameStop-Aktien auf seinem YouTube-Kanal und war zudem sehr aktiv auf Twitter. Dort postete er Bilder und Memes zum Thema GameStop, die er jeweils mit dem Hinweis „\$ GME“ kennzeichnete. Seine Beiträge wurden vielfach weiterverbreitet, wodurch sich der YouTuber in kurzer Zeit zu einer der Leitfiguren

⁵⁵⁵ Maume in Seibt/Buck-Heeb/Harnos, Wertpapierhandelsrecht¹⁷ (2023), VO (EU) 596/2014 Art 12 Rz 160.

⁵⁵⁶ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 287.

⁵⁵⁷ Das erste Video dazu wurde am 28.07.2020 auf dem Kanal *@TheRoaringKitty* veröffentlicht, abrufbar unter <https://www.youtube.com/watch?v=GZTr1-Gp74U> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁵⁵⁸ <https://twitter.com/theroaringkitty?lang=en> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁵⁵⁹ Dörner, Held der Reddit-Revolution „Roaring Kitty“ wird verklagt, Handelsblatt am 17.02.2021.

des Geschehens entwickelte.⁵⁶⁰ Im Folgenden ist zu untersuchen, ob die in den Videos und Twitter-Posts des YouTubers veröffentlichten Analysen und Empfehlungen den Tatbestand einer „Stellungnahme“ im Sinne des Art 12 Abs 2 lit d MAR erfüllen und damit als potenziell marktmanipulativ einzustufen sind.

7.5.1 Scalping

Art 12 Abs 2 lit d MAR enthält das Verbot des sog. *Scalping* als zwingendes Beispiel einer Marktmanipulation (siehe auch Kapitel 5.4.3.4). Darunter versteht man die Ausnutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu traditionellen oder elektronischen Medien zur Weiterverbreitung von Stellungnahmen zu Wertpapierpositionen, die man selbst hält, ohne einen entsprechenden Interessenskonflikt offenzulegen. Einen gelegentlichen oder regelmäßigen Zugang zu den traditionellen oder elektronischen Medien haben vor allem medial präsente Personen, wie etwa in der Öffentlichkeit bekannte Analysten, Wirtschaftsjournalisten oder „Börsengurus“. Das Delikt kann allerdings im Vergleich zu Art 20 MAR von jedermann begangen werden, so etwa auch von Influencern oder „normalen“ Usern in Internet-Foren und anderen Sozialen Medien.⁵⁶¹ Allerdings stellt sich bei normalen Usern im Internet, die unter einem Pseudonym Informationen verbreiten, die Frage nach der Zuverlässigkeit der Quelle. Die MAR orientiert sich am Leitbild eines verständigen Anlegers, d.h. eine Information muss die Investitionsentscheidung eines verständigen Anlegers beeinflussen können. Ob die pseudonyme Ankündigung in einem Reddit-Forenbeitrag eine solche Berücksichtigung erfahren würde, ist wegen der notorischen Unzuverlässigkeit einer solchen Quelle daher zweifelhaft, da weder ein verständiger Anleger iSd ökonomisch-rationalen Leitfigur noch ein „realistischer“ (zu gewissem Grad zur *Unvernunft* neigender) Anleger Informationen aus dieser Quelle zur Grundlage der Anlageentscheidung machen würde.⁵⁶²

Bei Art 12 Abs 2 lit d MAR handelt es sich um ein Anwendungsbeispiel des Basistatbestandes nach Abs 1 lit b MAR, um diesen zu präzisieren. Die Täuschung liegt in der Stellungnahme zu dem Finanzinstrument und dem gleichzeitigen Verschweigen des damit in Verbindung stehenden Interessenkonflikts, da der Empfehlende selbst Dispositionen in den empfohlenen Wertpapieren getroffen hat.⁵⁶³ Eine Stellungnahme zu

⁵⁶⁰ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 282.

⁵⁶¹ Mülbart in Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 267.

⁵⁶² Wegner, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch? LTO am 26.07.2023, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Wegner, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?, BKR (2021), 183.

⁵⁶³ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 358 ff.

einem Finanzinstrument kann eine Anlageempfehlung gem. Art 3 Abs 1 Nr 35 MAR oder Anlagestrategieempfehlung iSd Art 3 Abs 1 Nr 34 MAR sein, die für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist. Eine Stellungnahme kann aber auch in jeder anderen mündlichen, schriftlichen oder sonstigen Äußerung zu einem entsprechenden Instrument bzw. seinem Emittenten vorliegen.⁵⁶⁴ Der Begriff schließt auch mittelbare Empfehlungen ein, die keine direkte Handlungsempfehlung („Erwerb“, „Halten“, „Veräußerung“)⁵⁶⁵ enthalten, etwa Meinungsäußerungen. Vorausgesetzt, ein verständiger Anleger kann daraus eine entsprechende Empfehlung ableiten. Ferner beschränkt sich der Begriff nicht auf Stellungnahmen mit empfehlendem Charakter, sondern erfasst jede Form der Bewertung, die den verständigen Anleger in seiner Anlageentscheidung beeinflussen könnte. Erforderlich ist ein wertendes Element, das Einfluss auf den Meinungsbildungsprozess des Anlegers nimmt, weshalb reine Tatsachenbehauptungen nicht als Stellungnahme iSd lit d einzuordnen sind.⁵⁶⁶ Die Stellungnahme bildet einen Teil der Investitionsentscheidung, weshalb auf den Interessenkonflikt sprachlich ausreichend klar hinzuweisen ist, um dem Anleger eine ernsthafte Kenntnisnahme zu ermöglichen. Eine bloße Verlinkung reicht nicht aus, da die Information dem Anleger nicht unmittelbar und gleichzeitig mit der Stellungnahme vorliegt (siehe genauer dazu Kapitel 7.6.1.2). Im Fall vom Influencer *@TheRoaringKitty* könnten neue Anleger im Zuge des GameStop-Hypes nur die Twitter-Seite verfolgen ohne zu wissen, dass der „Analyst“ ausführlicher auf YouTube zu dem empfohlenen Unternehmen Stellung nimmt.⁵⁶⁷ Voraussetzung ist, dass aus den eingegangenen Positionen ein Nutzen gezogen wird. Ob für ein Nutzenziehen bereits der reine Kursanstieg oder -verfall ausreicht oder ob die Positionen aufgelöst werden müssen, ist strittig.⁵⁶⁸

7.5.2 Rechtliche Subsumption unter Art 12 Abs 2 lit d MAR

Bei einem YouTube-Video in dem der Protagonist tiefgehend erklärt und analysiert, weshalb aus seiner Sicht der Kauf von GameStop-Aktien vielversprechend ist, liegt eine Stellungnahme mit wertendem Element vor. Fraglich ist, wie die Twitter-Beiträge, die zum Teil lediglich aus Bildern und Memes mit dem Hinweis „\$GME“ bestanden, rechtlich zu

⁵⁶⁴ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 268.

⁵⁶⁵ ErwGr Nr. 9 DelVO 2016/958.

⁵⁶⁶ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 360 ff; Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 282.

⁵⁶⁷ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014, Rz 131; Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 284.

⁵⁶⁸ Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 VO Nr. 596/2014, Rz 130; Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 250; Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 283.

bewerten sind. Können derart kurz gehaltene Postings und zur Belustigung dienende Memes überhaupt als Stellungnahme iSd MAR qualifiziert werden? Wie bereits oben in Kapitel 6.1.2 dargelegt ist bei der rechtlichen Einstufung von Postings und Memes darauf abzustellen, ob damit eine konkrete Handlungsanweisung oder Prognose verknüpft ist oder ob reine Unterhaltungszwecke verfolgt werden. So argumentieren *Merwald/Schauer* im Fall GameStop, dass die Postings in erster Linie der Weiterverbreitung der Analysen in den YouTube-Videos dienten und den Zweck hatten die Reichweite des YouTubers zu erhöhen. Anleger sollten über Twitter aufmerksam auf die Videos werden und sich per Klick auf dem YouTube-Kanal ausführlicher über die Aktie informieren. In weiterer Folge sollten die häufigen Bildbeiträge und Memes das Publikum und die Kleinanleger beruhigen und davon überzeugen, dass der Hype noch nicht vorbei ist und kein Grund zur Unruhe besteht. So reagierte der Influencer in Form von Memes etwa auf neue Entwicklungen am Markt und vermittelte so seinen Followern, dass sich an seiner positiven Grundhaltung nichts geändert hat, womit er diesen auch signalisierte, die betroffenen Positionen zu Halten. Aus diesem Grund liegen für *Merwald/Schauer* mE zutreffend auch in den Twitter-Posts ein wertendes Element vor. Dementsprechend könnten seine Beiträge auf Twitter grundsätzlich Stellungnahmen iSd MAR-Definition darstellen, was zur Folge hat, dass Interessenkonflikte offengelegt werden müssten.⁵⁶⁹

Bei den einzelnen Postings ist dabei klar zu unterscheiden. Sofern der Beitrag bloß den Zweck verfolgt auf ein YouTube-Video hinzuweisen bzw. dieses zu vermarkten, ohne, dass der reine Verweis selbst schon Empfehlungscharakter hat, dann ist das Posting nicht als Stellungnahme zu qualifizieren. Der bloße Hinweis an sich ist daher nicht dazu geeignet, einen Anleger in seiner Investitionsentscheidung zu beeinflussen. Sollte ein Interessenkonflikt bestehen, ist dieser ausschließlich innerhalb des in Bezug genommenen Videos offenzulegen. Weiters ist auch die entsprechende Information in der Stellungnahme zu berücksichtigen. Bei der Information selbst kommt es darauf an, ob diese von einem Anleger vor dem Hintergrund der allgemeinen Sachlage und der Entwicklungen rund um einen Emittenten, überhaupt als neue Information mit Mehrwert eingeordnet wird und zu einer Neubewertung bzw. überhaupt zu einer Berücksichtigung im Rahmen der Anlageentscheidung führt. Hat sich beispielsweise die Sachlage verschlechtert, z.B. der Kurswert der GameStop-Aktie ist gefallen und der Analyst postet etwa die Zeilen „Durchhalten Leute, nicht nervös werden, es klappt. Weiterhin klares Buy!“, dann könnte das als eindeutige Empfehlung an die Follower zu werten sein. In diesem Fall muss im selben Tweet, der auch die gegenständliche Stellungnahme enthält, der Interessenskonflikt

⁵⁶⁹ *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 282.

ausreichend verständlich offengelegt werden. Im Beschreibungstext des YouTube-Videos von *@TheRoaringKitty* zur GameStop-Aktie findet sich der Hinweis „As of July (August) 2020 I'm bullish on the stock“.⁵⁷⁰ Für *Merwald/Schauer* genügt dieser Hinweis bereits, um das Erfordernis der Offenlegung nach Art 20 zu erfüllen, weil der Beschreibungstext des Videos für jeden User sofort erkennbar ist, gleichzeitig mit dem Video angezeigt wird und sprachlich eindeutig ist.⁵⁷¹

7.6 Informationsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 1 lit. c

MAR

Kumulativ mit der Marktmanipulation nach Art 12 Abs 2 lit d MAR könnte eine informationsbasierte Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit c MAR (3.Basistatbestand) vorliegen, wenn Informationen im Netz geteilt werden, die falsche oder irreführende Signale zu einem Finanzinstrument aussenden. Ein irreführendes Signal könnte etwa dann ausgesendet werden, wenn in einem Beitrag Informationen zu einem Finanzinstrument geteilt wurden, die der Verbreitende selbst hält, ohne den zugrundeliegenden Interessenkonflikt offenzulegen. Eine Irreführung liegt vor, weil jede kapitalmarktrechtliche Stellungnahme die stillschweigende Erklärung beinhaltet, dass sie nicht mit sachfremden, eigennützigen Kursbeeinflussungsabsichten behaftet ist. Wird ein bestehender Interessenkonflikt nicht offengelegt, stützt der Anleger seine Investitionsentscheidung auf verzerrte bzw. unvollständige Informationen.⁵⁷²

7.6.1 Verbreiten von falscher oder irreführender Information

Art 12 Abs 1 lit c MAR verhindert, dass durch die Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen der Kurs von Finanzinstrumenten beeinflusst und dadurch der Marktintegrität geschadet wird (siehe genauer Kapitel 5.5).⁵⁷³

a) Information

Gegenstand der Marktmanipulation iSd Art 12 Abs 1 lit c MAR ist eine Information. Der Terminus der Information wird weder im Rahmen der MAR noch von einer seiner flankierenden Rechtsakte legaldefiniert.⁵⁷⁴ Eine Information kann Tatsachen, Gerüchte,

⁵⁷⁰ *@TheRoaringKitty*, 100%+ short interest in GameStop stock (GME) – fundamental & technical deep value analysis, YouTube, abrufbar unter <https://www.youtube.com/watch?v=GZTr1-Gp74U> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁵⁷¹ *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 283 ff.

⁵⁷² *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 284 ff.

⁵⁷³ ErwGr 4, ErwGr 47 MAR.

⁵⁷⁴ *Tatu*, Influenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 211.

Prognosen oder Werturteile ohne jeglichen Tatsachenkern enthalten, inhaltlich gibt es keine Einschränkungen, sofern die Information die Entscheidung des Anlegers beeinflusst.⁵⁷⁵

Klassische Anlageempfehlungen von Finfluencern, unabhängig davon, ob sie einen Tatsachenkern enthalten, fallen ebenso unter den Informationsbegriff der Bestimmung. Durch die fortschreitende Digitalisierung und Entwicklung der sozialen Medien stehen Marktakteuren zahlreiche neue Ausdrucksformen zur Verfügung, um ihre Empfehlungen öffentlich zu platzieren. Neben klassischen Text- oder Videobeiträgen treten zunehmend Memes oder kreative Wortschöpfungen, die ihren Ursprung zumeist in der Krypto-Community haben (siehe oben bereits Kapitel 6.1.2) und sich auf sozialen Medien (besonders auf den Plattformen X und Reddit) zu gängigen Ausdrucksformen für den Austausch und das Verbreiten von Empfehlungen entwickelt haben. Auch diese Formen der Kommunikation sind grundsätzlich geeignet, als Information im Sinne der MAR bzw. bei Bezug zu Kryptowerten, nach Maßgabe der MiCAR, eingeordnet zu werden.⁵⁷⁶

b) Verbreiten

Die Verbreitung der gegenständlichen Information erfordert nach Art 12 Abs 1 lit c MAR die Instrumentalisierung der „Medien“, womit auch das „Internet“ sowie „andere Wege“ eingeschlossen werden. Unter den Begriff der Medien im Sinne dieser Bestimmung fallen sohin nicht ausschließlich klassische Massenmedien wie Presse, Rundfunk oder Fernsehen. Angesichts der zunehmenden Relevanz digitaler Kommunikationsformen stellt die MAR auch Websites, Blogs und soziale Medien den traditionellen Massenmedien gleich (siehe auch Kapitel 5.5.6). Der Gesetzgeber hat bereits damals auf die stetig steigende Relevanz der sozialen Medien reagiert und in ErwGr 48 MAR klargestellt: *„Da Websites, Blogs und soziale Medien immer stärker genutzt werden, ist es wichtig klarzustellen, dass die 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.“*⁵⁷⁷

Das wesentliche charakteristische Merkmal von Finfluencern ist die gezielte und gewerbliche Veröffentlichung von Inhalten auf sozialen Medien, die sich insbesondere durch die dauerhafte Abrufbarkeit der Beiträge und die potenziell unbegrenzte Reichweite

⁵⁷⁵ Langenbucher, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 432.

⁵⁷⁶ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 215.

⁵⁷⁷ Merwald, Das Verbot der Marktmanipulation gemäß Art 15, 12 MAR – Eine Einführung, JURA 2022 (2), 188; Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 284.

auszeichnen. Damit eine Information verbreitet wird, muss der Handelnde die Informationsherrschaft verlieren, was bei Beiträgen auf sozialen Medien, wie etwa YouTube-Videos und Tweets jedenfalls vorliegt, da diese einem unbegrenzten und unüberschaubaren Adressatenkreis ausgesetzt sind.⁵⁷⁸ Auf sozialen Medien veröffentlichte Postings und Beiträge können sohin von einem unbegrenzten und nicht konkret eingrenzbaaren Kreis von Nutzern eingesehen werden. Doch auch bei kostenpflichtigen Beiträgen führt der Umstand, dass diese nicht jedermann frei zugänglich sind, sondern nur einem begrenzten Publikum an zahlenden Abonnenten, nicht bereits zum Ausschluss vom Anwendungsbereich des Art 12 Abs 1 lit c MAR. Auch in diesem Fall werden die Informationen an einen klar abgrenzbaren Empfängerkreis übermittelt, der objektiv in der Lage ist, sie wahrzunehmen. Folglich ist die Nutzung sozialer Medien durch Influencer als Verbreitung von Informationen im Sinne des Art 12 MAR zu qualifizieren.⁵⁷⁹

c) Manipulationseignung

Manipulationseignung liegt vor, wenn die Information geeignet ist falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Kurses des Manipulationsobjekts hervorzurufen oder ein anormales oder künstliches Kursniveau hinsichtlich des Manipulationsobjekts herbeizuführen. Wann Äußerungen die Schwelle zum Falschsein oder zur Irreführung überschreiten, ist einzelfallabhängig. Die Norm verlangt zwar ein bestimmtes Qualitätsniveau in der Kommunikation, ausreichend ist aber bereits, dass die an den Markt gegebenen Informationen mindestens plausibel sind.⁵⁸⁰ Die bloße Ankündigung, eine bestimmte Aktie zu kaufen ist grundsätzlich noch nicht falsch oder irreführend. Nach der überwiegenden Auffassung liegt eine Manipulationswahrscheinlichkeit von Informationen dann vor, wenn sie aus der ex-ante-Perspektive eines verständigen Anlegers (siehe Kapitel 1.3) einen Handlungsanreiz setzen, d. h. ihn dazu veranlassen, anders zu handeln, als er in Kenntnis der tatsächlichen Gegebenheiten gehandelt hätte.⁵⁸¹

Eine Studie aus dem Jahr 2022 belegt, dass Anleger den Aussagen von Influencern eine hohe Glaubwürdigkeit zuschreiben und diesen mitunter mehr Vertrauen entgegenbringen als branchenspezifischen Experten wie etwa Finanzberatern. Der Umstand, dass viele

⁵⁷⁸ *Merwald*, Das Verbot der Marktmanipulation gemäß Art 15, 12 MAR – Eine Einführung, JURA 2022 (2), 188; *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 284.

⁵⁷⁹ *Tatu*, Influenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 216.

⁵⁸⁰ *Langenbacher*, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 432.

⁵⁸¹ *Wegner*, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten? BKR (2021), 182.

Finfluencer in sozialen Netzwerken unter einem Pseudonym auftreten und ihre wahre Identität dem durchschnittlichen Anleger verborgen bleibt, mindert deren Vertrauenswürdigkeit nicht per se (siehe genauer Kapitel 6).⁵⁸² Diese besondere Vertrauensstellung wird insbesondere dann gestärkt, wenn der Finfluencer innerhalb der sozialen Medien eine dominierende Rolle einnimmt und seine Beiträge einer breiten Öffentlichkeit zugänglich sind, was sich in einer hohen Anzahl von Likes, Kommentaren oder Reposts manifestiert.⁵⁸³ Nach hA muss ein verständiger Anleger auch irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer berücksichtigen und diese nach *Schmolke* mit einem „Preis“ versehen können. Dies setzt eine gewisse Vorhersehbarkeit irrationaler Marktreaktionen voraus.⁵⁸⁴ In diesem Sinne argumentiert auch *Jakovou*, dass ein börsenkundiger Marktteilnehmer bei seiner Einschätzung nicht allein rationales Marktverhalten zugrunde zu legen hat, sondern ebenso irrationale Reaktionen anderer Anleger in seine Bewertung einzubeziehen hat. Die Perspektive des „verständigen Anlegers“ orientiert sich somit nicht an der Modellwelt des vollkommen effizienten Marktes, in der ausschließlich streng rational handelnde Akteure agieren. Vielmehr berücksichtigt der börsenkundige Anleger im Rahmen seiner Entscheidungsfindung neben ökonomisch-rationalen Erwägungen auch realtypische Marktbedingungen und psychologische Einflussfaktoren, wie etwa begrenzt rationale Verhaltensmuster oder erkennbare Markttendenzen, sofern diese ex ante vorhersehbar sind und im konkreten Fall plausibel erscheinen.⁵⁸⁵ In der Causa Gamestop hätte ein verständiger Anleger sohin die vorrangig durch Finfluencer ausgelösten Marktreaktionen stets in seine Anlageentscheidung miteinbeziehen müssen, unabhängig ob das Herdenverhalten als rational oder irrational einzustufen ist.⁵⁸⁶

7.6.1.1 Irreführungseignung von Anlageempfehlungen

Fraglich ist, ob Anlageempfehlungen von Finfluencern ohne Tatsachenkern auch ex-ante Markttäuschungspotential haben können, insbesondere wenn diese in Form von Memes oder den o.a. Begriffen und Abkürzungen bestehen, die häufig ohne weitere Erklärungen oder Informationen geteilt werden. So stellt sich besonders bei Tweets, die Memes mit dem bloßen Verweis „\$ GME“ enthalten die Frage, ob diese bereits einen ausreichenden Informationsgehalt haben, um den verständigen Anleger in seiner Entscheidung zu

⁵⁸² *Sortlist*, Social-Media-Studie: 1 von 5 Nutzern vertraut Influencern mehr als seinen Bankern oder Ärzten, 10. August 2022, abrufbar unter <https://www.sortlist.de/blog/influencer-vertrauen/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁵⁸³ *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 218.

⁵⁸⁴ *Schmolke* in *Klöhn*, MAR² (2023) Art 12 Rz 44; BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011, XI ZR 51/10 Rz 44 ff.

⁵⁸⁵ *Jakovou* in *Fuchs/ Zimmermann*, Wertpapierhandelsrecht³ (2024) Art 7 Rz 143.

⁵⁸⁶ *Schmolke* in *Klöhn*, MAR² (2023) Art 12 Rz 44; BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011, XI ZR 51/10 Rz 44 ff.

beeinflussen. Ein bloßer Hinweis auf Informationen in einem anderen Medium, beispielsweise der Hinweis auf ein YouTube-Video mit einer Analyse, kann noch nicht als ausreichende Information angesehen werden.⁵⁸⁷

Anlageempfehlungen, die ohne Angabe von Gründen veröffentlicht werden, enthalten in der Regel keinen überprüfbaren Tatsachenkern. Mangels objektiver Verifizierbarkeit kann deren inhaltliche Richtigkeit nicht festgestellt werden, sodass sie grundsätzlich keine falschen Signale im Sinne des Art 12 MAR hervorrufen. Gleichwohl ist nicht ausgeschlossen, dass derartige Empfehlungen im Einzelfall geeignet sind, bei Anlegern eine unzutreffende Vorstellung über die Marktlage zu erzeugen. In einem solchen Szenario wären die vom Finfluencer vermittelten Signale als irreführend zu qualifizieren. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass ein verständiger Anleger den Äußerungen des Finfluencers ein hinreichendes Maß an Vertrauen entgegenbringt. Im Hinblick auf die Einordnung der bereits o.a. Instrumente, die Finfluencer in ihrer Kommunikation mit ihrem Publikum auf sozialen Medien einsetzen, wie etwa Memes oder neuartige Wortschöpfungen, ist auf deren verfolgten Zweck abzustellen und zu differenzieren. Sofern Memes lediglich das Ziel verfolgen, die Follower mittels Komik und Humor zu unterhalten, um eine größere Reichweite zu erzielen, werden aus ex-ante Prognose eines verständigen Anlegers noch keine falschen oder irreführenden Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Kurses des Manipulationsobjekts ausgesendet. Erst wenn ein Meme tatsächlich dafür erstellt und geteilt wird, um eine Empfehlung auszusprechen, könnte potentiell Manipulationseignung vorliegen. Um Empfehlungscharakter zu haben, muss das Meme konkrete Empfindungen, innere als auch äußere Tatsachen, Beurteilungen oder Prognosen von Wert- oder Kursentwicklungen enthalten und ausreichend fundiert bzw. substantiiert sein (siehe auch oben Kapitel 6.1.2). Bei Wortschöpfungen wie etwa HODL (steht für „hold“) handelt es sich ferner um eine konkrete Handlungsanweisung bezogen auf ein Finanzinstrument oder einen Emittenten. Aus Sicht eines verständigen Anlegers können diese daher die Eignung aufweisen, den Markt mittels falscher oder irreführender Signale zu täuschen. Alternativ erfordert die Kursmanipulationseignung gem. Art 12 Abs 1 lit c Z ii MAR, dass die verbreitete Information ein anormales oder künstliches Kursniveau hinsichtlich des Manipulationsobjekts herbeiführt. Die Information des Finfluencers muss sohin zumindest zu einer kurzfristigen Änderung des Marktkurses in eine Richtung führen oder das Kursniveau beibehalten, was vor allem in Märkten mit geringer Liquidität bereits mit wenigen Transaktionen erzielt werden kann.⁵⁸⁸

⁵⁸⁷ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 284.

⁵⁸⁸ Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt (2024) 218.

Auf subjektiver Tatseite setzt Art 12 Abs 1 lit c MAR voraus, dass der jeweilige Influencer, welcher die relevante Information verbreitet hat, wusste (vorsätzliches Handeln) oder hätte wissen müssen (fahrlässiges Handeln), dass diese falsch oder irreführend war. Bei von Influencern in sozialen Medien verbreiteten Inhalten lässt sich das subjektive Tatelement regelmäßig unschwer herleiten, da der Erstellung und Veröffentlichung einer Anlageempfehlung typischerweise eine Recherche zum betreffenden Finanzinstrument vorausgeht. Folglich ist davon auszugehen, dass Influencer entweder positive Kenntnis davon haben oder zumindest fahrlässig nicht erkennen, dass die in der Anlageempfehlung enthaltenen Informationen unrichtig oder irreführend sind. Der subjektive Tatbestand ist daher auch dann erfüllt, wenn einer Anlageempfehlung keine vorgelagerte Recherchearbeit zugrunde liegt. Unterbleibt eine fundierte Ermittlung der maßgeblichen Faktenlage zu dem empfohlenen Finanzinstrument, besteht für den Influencer zumindest die naheliegende Möglichkeit, dass die Empfehlung objektiv unrichtig oder irreführend ist, und er hätte dies bei Anwendung der gebotenen Sorgfalt erkennen müssen.⁵⁸⁹

7.6.1.2 Irreführungseignung von Stellungnahmen

Wie bereits in Kapitel 7.5.1 näher ausgeführt enthält Art 12 Abs 1 lit d MAR eine Konkretisierung des Basistatbestands der informationsbasierten Marktmanipulation der lit c (Scalping). Als zwingendes konkretisierendes Beispiel kann das Scalping nicht unabhängig von seinem Basistatbestand bestehen, es lässt sich lediglich von diesem ableiten. Eine Stellungnahme kann irreführende Informationen enthalten, wenn diese beim verständigen Anleger eine Fehlvorstellung hervorruft. Diese könnte dann vorliegen, wenn bei einer Stellungnahme nicht offengelegt wird, dass der Stellungnehmende im Eigeninteresse handelt, weil der Marktteilnehmer nichts von den subjektiven Motivationen des Handelnden weiß und sie daher auch nicht in seine Investitionsentscheidung einfließen lassen kann. Die Stellungnahme iSd Art 12 Abs 2 lit d MAR (siehe Kapitel 7.5) setzt voraus, dass diese ohne Kursbeeinflussungsabsicht aus eigennützigen Zwecken, erfolgt. Daher muss mit jeder Stellungnahme iSd Art 12 Abs 2 lit d gleichzeitig ein entsprechender Interessenkonflikt offengelegt werden, eine nachträgliche oder vorherige Offenlegung des Interessenskonflikts reicht nicht.⁵⁹⁰ Nur wenn gemeinsam mit der Abgabe der Stellungnahme eine Offenlegung des Interessenskonfliktes erfolgt, kann das Anlegervertrauen in den Preisbildungsmechanismus gestärkt werden (siehe dazu bereits oben Kapitel 7.5.2). Der Begriff der „Gleichzeitigkeit“ ist hierbei funktional auszulegen und verlangt, dass der Empfänger die Möglichkeit erhält, sowohl die Stellungnahme als auch

⁵⁸⁹ Tatu, *Influenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 225 ff.

⁵⁹⁰ Merwald/Schauer, *Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop*, BKR (2021) 284; Schmolke in Klöhn, *MAR*² (2023) Art 12 Rz 379.

die Offenlegung des Interessenkonflikts innerhalb eines einheitlichen Lebenssachverhalts wahrzunehmen und inhaltlich zu erfassen. Die Offenlegung muss dabei hinreichend konkret sein, um einem verständigen Anleger eine fundierte Beurteilung sowohl des konkreten Grundes des Interessenkonflikts als auch des Umfangs der vom Erklärenden gehaltenen Positionen zu ermöglichen. Darüber hinaus ist erforderlich, dass die Offenlegung so gestaltet ist, dass eine ernsthafte Kenntnissnahme durch einen verständigen Anleger zu erwarten ist und der Inhalt für diesen inhaltlich klar und nachvollziehbar bleibt.⁵⁹¹ Eine Stellungnahme ohne entsprechenden Disclaimer ist dazu geeignet, Anleger irrezuführen, wenn nicht offengelegt wird, dass die Informationsverbreitung von dem Motiv getragen wird, durch Kursbewegungen finanzielle Sondervorteile zu generieren. Umgekehrt verlieren Informationen ihr Irreführungspotential, wenn der Interessenkonflikt offengelegt wird, andernfalls die Anleger ihre Investitionsentscheidung auf verzerrten Informationen treffen.⁵⁹²

Bei Postings von Finfluencern ist ferner fraglich, ob jede Stellungnahme eine schriftliche Offenlegung im Beitrag selbst enthalten muss oder auch eine bloße Verlinkung auf eine Website ausreichend sein kann (siehe auch bereits oben in Kapitel 7.5.1). Die MAR enthält zur Stellungnahme selbst keine näheren Regelungen, zur Anlageempfehlung iSd Art 20 MAR hingegen, regelt Art 3 Abs 2 DelVO 2016/958, dass die allgemeinen Bedingungen für die objektive Darstellung einer Empfehlung in engen Grenzen mittels einer Verlinkung an einen Ort, an dem die geforderten Informationen für die Empfänger der Empfehlung kostenfrei unmittelbar und einfach zugänglich sind, erfolgen können. Nach der Literatur erfordert die Abgabe einer Stellungnahme auch die Offenlegung des Interessenskonflikts am selben Ort, wonach eine bloße Verlinkung nicht ausreichend ist, da andernfalls keine ernsthafte Kenntnissnahme durch den verständigen Anleger erwartet werden kann.⁵⁹³ Diese Ansicht vertritt auch die FMA in ihrem Rundschreiben zu den Anforderungen an Informationen einschließlich Marketingmitteilungen nach WAG 2018⁵⁹⁴, wonach sämtliche Informationen zu einem Finanzinstrument gesamthaft und in einem unmittelbaren räumlichen und sachlichen Zusammenhang darzustellen sind, um eine Irreführung zu vermeiden. Demnach ist insbesondere bei der Verwendung von elektronischen Medien darauf zu achten, dass Informationen in räumlicher und sachlicher Nähe zu den dargestellten Vorteilen erfolgen. So wäre es unzulässig, zunächst die Vorteile darzustellen

⁵⁹¹ Tatu, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 225 ff; Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Art 12 Rz 375 ff.

⁵⁹² Merwald/Schauer, *Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop*, BKR (2021) 284.

⁵⁹³ Tatu, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt* (2024) 234.

⁵⁹⁴ Finanzmarktaufsicht, Rundschreiben vom 22.11.2021 zu Anforderungen an Informationen einschließlich Marketingmitteilungen gemäß WAG 2018 und DelVO (EU) 2017/565 (02/2021), abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/fma/fma-rundschreiben/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

und erst über Anklicken eines Links oder eines Dokuments zu den weiteren verpflichtend offenzulegenden Informationen zu gelangen.⁵⁹⁵

Bei den YouTube-Videos von *@TheRoaringKitty* kam es zu keiner Verbreitung von irreführenden Informationen, da der Interessenskonflikt im Beschreibungstext des Videos, wenn auch nur knapp („*As of July (August) 2020 I'm bullish on the stock*“) offengelegt wurde und dies nach herrschender Literaturmeinung bereits ausreichend ist. Bei den jeweiligen Twitter-Posts bedarf es hingegen der Beleuchtung im Einzelfall (siehe oben Kapitel 7.5.2).⁵⁹⁶

7.6.2 Zwischenfazit

Die vorstehenden Überlegungen zur informationsgestützten Marktmanipulation verdeutlichen, dass die Betätigung von Finfluencern in sozialen Netzwerken sowohl den Grundtatbestand des Art 12 Abs 1 lit c MAR als auch den zwingenden in Art 12 Abs 2 lit d MAR normierten Spezialtatbestand des sogenannten Scalpings erfüllen kann.

7.7 Handelsbasierte Marktmanipulation gemäß Art 12 Abs 1 lit. b MAR

Eine Marktmanipulation ist nach Art 12 Abs 1 lit b MAR der Abschluss eines Geschäfts, die Erteilung eines Handelsauftrags und jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung an Finanzmärkten, die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente beeinflusst oder hierzu geeignet ist. Tatsachen sind dem Beweis zugängliche Umstände der Vergangenheit oder Gegenwart (siehe hierzu bereits in Kapitel 5.4.5).

7.7.1 Vorspiegelung falscher Tatsachen

Falsch sind Tatsachen, wenn sie nicht den objektiven Gegebenheiten entsprechen, nämlich nicht vorhandene Umstände als vorhanden oder vorhandene als nicht vorhanden darstellen. Maßgeblich ist der objektive Empfängerhorizont, weshalb auf die Auffassung und das Verständnis der Empfänger abzustellen ist.⁵⁹⁷ Ein Vorspiegeln falscher Tatsachen liegt, vergleichbar mit der Betrugsbestimmung nach § 146 StGB dann vor, wenn der Täter objektiv nicht bestehende Umstände als real darstellt und hierdurch andere Marktteilnehmer

⁵⁹⁵ *Finanzmarktaufsicht*, Rundschreiben vom 22.11.2021 zu Anforderungen an Informationen einschließlich Marketingmitteilungen gemäß WAG 2018 und DelVO (EU) 2017/565 (02/2021) Rz 44, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/fma/fma-rundschreiben/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁵⁹⁶ *Merwald/Schauer*, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021) 284.

⁵⁹⁷ *Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 165.

zu dispositionsrelevanten Entscheidungen veranlasst (siehe hierzu bereits in Kapitel 4.2). Erforderlich ist stets ein Bezug zu objektiv überprüfbaren Tatsachen der Gegenwart oder Vergangenheit.⁵⁹⁸

7.7.2 Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung

Neben der Vorspiegelung falscher Tatsachen kann der Tatbestand auch dann erfüllt werden, wenn Marktteilnehmer durch andere Praktiken getäuscht werden, ohne dass aktiv falsche Tatsachen vorgespiegelt werden. Davon erfasst ist insbesondere die Irreführung von Marktteilnehmern durch unvollständige Darstellungen.⁵⁹⁹ Wie bereits oben ausführlich dargestellt legt Anhang I Abschnitt B Indikatoren zur Bestimmung manipulativen Handelns durch Vorspiegelung falscher Tatsachen sowie durch sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung fest. Gemäß der lit b liegt eine Marktmanipulation nahe, wenn Geschäfte von Personen in Auftrag gegeben bzw. ausgeführt werden, bevor oder nachdem diese Personen oder in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen unrichtige oder verzerrte oder nachweislich von materiellen Interessen beeinflusste Anlageempfehlungen erstellt oder weitergegeben haben. Demnach ist das Scalping auch als Täuschungshandlung anzusehen und ein zwingendes Beispiel nach Art 12 Abs 1 lit b MAR. Eine Täuschung liegt dann vor, wenn das Verhalten objektiv geeignet ist, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse eines Manipulationsobjekts in die Irre zu führen.⁶⁰⁰

7.7.3 Rechtliche Subsumption gemäß Art 12 Abs 1 lit. b MAR iVm Art 12 Abs 1 lit. c MAR

Sofern die Social Media-Beiträge von *@TheRoaringKitty* als Stellungnahme bzw. Information eingeordnet werden können (siehe hierzu oben in Kapitel 7.5), liegt eine Täuschung dann vor, wenn dieser seinen Interessenkonflikt durch das Halten der Position, dem Publikum nicht entsprechend offengelegt hat. Die Regelung normiert zwar keine Offenlegungspflicht per se, der Unrechtsgehalt besteht aber auch hier in der Abgabe einer Stellungnahme, welche die konkludente Erklärung enthält, dass kein Interessenkonflikt besteht. Weiters muss die Täuschung den Kurs wahrscheinlich beeinflussen oder dazu geeignet sein. Die Wahrscheinlichkeitsprüfung erfolgt in Form einer nachträglich-objektiven Prognose, bei der auf die Sicht eines verständigen Anlegers abgestellt wird.⁶⁰¹

⁵⁹⁸ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 46.

⁵⁹⁹ Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023), Art 12 Rz 167.

⁶⁰⁰ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 285.

⁶⁰¹ Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR (2021), 285.

7.8 Anlageempfehlung gemäß Art 20 MAR

Wie bereits in Kapitel 6 ausführlich diskutiert ist der persönliche Anwendungsbereich des Art 20 MAR auf Personen beschränkt, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht oder die zumindest eine gewisse Sachkunde für sich in Anspruch nehmen, was insbesondere für Sachverständige⁶⁰² und Journalisten gilt.⁶⁰³ Art 20 MAR greift insofern nicht, als der persönliche Anwendungsbereich bei in anonymen Foren publizierenden Usern, nicht gegeben ist.⁶⁰⁴ Einfache User der Plattform könnten allerdings von Art 3 Abs 1 Nr 34 Ziff ii MAR erfasst werden, sofern eine Information geteilt wird, die direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorschlägt. Für sie gelten aber nur die allgemeinen Anforderungen der DeVO (EU) 2016/958, weil Anleger ihnen ein geringeres Vertrauen entgegenbringen als professionellen Analysten. Dies könnte insbesondere für jene Nutzer relevant sein, die im Forum r/wallstreetbets konkrete Investitionsempfehlungen in GameStop ausgesprochen haben. Das Forum ist als Verbreitungskanal im Sinne des Art 3 Abs 1 Z 35 MAR zu qualifizieren. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Verpflichtung nach Art 3 Abs 1 lit d MAR, Prognosen, Vorhersagen und angestrebte Kursziele eindeutig als solche zu kennzeichnen sowie die bei deren Erstellung bestehenden Interessenskonflikte offenzulegen. Hinzu tritt die Pflicht gemäß Art 5 MAR, bestehende Interessen und Interessenkonflikte transparent zu machen.⁶⁰⁵ Der Schutzzweck des Art 20 MAR umfasst, dass Empfänger von Empfehlungen darauf vertrauen dürfen, dass die Empfehlungen von einem kompetenten Absender ausgehen. Werbung unterliegt nicht dem Art 20 MAR, selbst wenn diese von einer qualifizierten Person iSd Art 3 Abs 1 Nr 34 Z i MAR stammt, weil in dem Fall kein schutzwürdiges Vertrauen in das Vorliegen einer zuverlässigen und objektiven Anlageempfehlung, vorliegt. Zudem regelt Art 21 MAR, dass eine grundrechtlich geschützte freie Meinungsäußerung von einer Anlageempfehlung, die primär auf Gewinn ausgerichtet, zu unterscheiden ist.

7.8.1 Rechtliche Subsumtion unter Art 20 MAR

Im Subreddit r/wallstreetbets betonten zahlreiche User, dass nicht der finanzielle Gewinn, sondern die dahinterstehende Botschaft („it’s not about the money, it’s about the message“) im Vordergrund stehe. Nach *Langenbacher* fehlt es im Fall *GameStop* somit an einem

⁶⁰² Art 1 lit a DeVO 2016/958.

⁶⁰³ *Langenbacher*, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 432; *Sajnovits*, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 823 ff.

⁶⁰⁴ *Sajnovits*, GameStop im Lichte der MAR, ZGR (2021) Bd 5, 823 ff.

⁶⁰⁵ *Veil/Templer*, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 987.

schutzwürdigen Vertrauen der Kleinanleger, da die zum Kauf aufrufenden User keine Kurssteigerung, sondern die Schädigung der Hedgefonds beabsichtigten und dies offen kommunizierten. Entsprechend sind die Postings nicht als Anlageempfehlungen im Sinne der MAR einzuordnen.⁶⁰⁶

7.9 Marktmanipulation unter dem Securities Exchange Act 1934

Der Fall GameStop hat zwar international für Aufregung gesorgt und sich auch auf europäische Märkte ausgewirkt, zum größten Teil waren aber US-amerikanische Hedgefonds und Investoren davon betroffen. In diesem Kapitel soll daher das US-amerikanische Marktmissbrauchsrecht dargestellt und Bezüge zur europäischen Regulierung nach der MAR hergestellt werden.

7.9.1 Hintergrund

Am 30.01.2021, inmitten der Geschehnisse rund um GameStop, äußerte sich die amerikanische Securities and Exchange Commission („SEC“) zu dem Fall und appellierte in Form einer Warnmeldung an die Kleinanleger. Kleinanleger sollten sich der hohen Risiken eines Investments anhand von Informationen, die auf Social Media kursieren, bewusst sein.⁶⁰⁷

Das US-amerikanische Kapitalmarktrecht beruht auf einem zweistufigen Regulierungssystem, das sowohl Bundes- als auch einzelstaatliche Zuständigkeiten umfasst. Jede Emission oder jedes öffentliche Angebot von Wertpapieren ist daher im Hinblick auf die Einhaltung der bundesrechtlichen Vorschriften ebenso zu prüfen wie auf die konformen Anforderungen der jeweiligen Einzelstaaten, in denen die Wertpapiere angeboten oder vertrieben werden. Auf Bundesebene obliegt die Überwachung und Durchsetzung der Wertpapiergesetze der SEC, die sämtliche Bundesvorschriften des Kapitalmarktrechts administriert. Parallel dazu verfügen auch die einzelnen Bundesstaaten über eigene Aufsichtsbehörden und Regelwerke, die ergänzend die Emission, das Angebot und den Handel mit Wertpapieren innerhalb ihrer örtlichen Zuständigkeit regeln.⁶⁰⁸ Das US-amerikanische Wertpapierrecht stützt sich im Wesentlichen auf zwei zentrale Bundesgesetze: den Securities Act von 1933 („SA 1933“)⁶⁰⁹ und den Securities Exchange

⁶⁰⁶ *Langenbucher*, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten AG, ZHR (2021) Bd 185, 442.

⁶⁰⁷ SEC, Investor Alert: Thinking About Investing in the Latest Hot Stock? Understand the Significant Risks of Short-Term Trading Based on Social Media, 30.01.2021, <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/risks-short-term-trading-based-social-media-investor-alert> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁰⁸ *Goodman/Nygard/ Saxena* in *Best/Soulier*, International Securities Law Handbook⁴ (2014) 837 ff.

⁶⁰⁹ 48 Stat. 74, 15 U.S.C. § 77a-77aa.

Act von 1934⁶¹⁰. Ergänzt werden diese durch die zugehörigen Rules der SEC. Während der Securities Act 1933 primär der Regulierung des Emissionswesens und dem Anlegerschutz im Rahmen öffentlicher Angebote dient, zielt der Securities Exchange Act 1934 auf die Überwachung des Sekundärmarktes und die Verhinderung marktmisbräuchlicher Praktiken ab. Letzterer bildet damit das Kernstück der US-amerikanischen Marktmisbrauchsbekämpfung, insbesondere im Hinblick auf das Verbot der Marktmanipulation und des Insiderhandels.⁶¹¹

Die Verhinderung von Marktmanipulation war eine der wesentlichen Treiber für die Schaffung des Securities Exchange Acts 1934, ausgelöst durch den Wall Street Crash und die darauffolgende Great Depression der US-Märkte im Jahr 1929. Sec 2 des Securities Exchange Acts 1934 adressiert den Marktmisbrauch und sieht Börsen und Märkte als besonders gefährdet an. Daraus folgt, dass Börsenpreise in besonderem Maße anfällig für Manipulationen sind, die zu abrupten und unangemessenen Kursbewegungen führen. Die Verbreitung solcher verzerrten Preisniveaus fördert exzessive Spekulationen und verhindert eine ordnungsgemäße Einschätzung des fundamentalen Werts des betroffenen Wertpapiers. Der US-Kongress sah dadurch sogar die Funktionsfähigkeit des nationalen Banken- und Zentralbankensystems gefährdet.⁶¹² Marktmanipulation wird daher in Sec 9 und Sec 10(b) ausdrücklich untersagt.⁶¹³

Marktmanipulation kann vorliegen, wenn der Täter eine wesentliche Falschaussage tätigt, eine betrügerische Methode („*fraudulent device*“) anwendet oder eine strafbare Unterlassung in Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, vorliegt. Weiters ist Wissentlichkeit als subjektives Tatbestandselement erforderlich, sowie das Vorliegen eines Schadens. Im Gegensatz zum europäischen Marktmisbrauchsrecht, beinhaltet das US-amerikanische Recht auch ein privates Klagerecht der Geschädigten gegenüber dem Täter. Demnach können öffentlich verbreitete Falschaussagen zu einer privaten Haftung der Verbreiter gegenüber den Opfern, führen. In der Rs *SEC vs Texas Gulf Sulphur*⁶¹⁴ wurde durch den U.S. Supreme Court zudem klargestellt, dass die Haftung

⁶¹⁰ 48 Stat. 881, 15 U.S.C. § 78a-78mm.

⁶¹¹ *Goodman/Nygaard/ Saxena* in *Best/Soulier*, International Securities Law Handbook⁴ (2014) 837 ff; *Schmolke* in *Klöhn*, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 127.

⁶¹² Securities Exchange Act 1934, Regulation of Securities Exchanges, Section 2 Necessity of Regulation as provided in this title (1934); *Fox/Glosten/Rauterberg*, Stock Market Manipulation and Its Regulation, Yale Journal on Regulation (2018) Bd 35, 69.

⁶¹³ Securities Exchange Act 1934, Regulation of Securities Exchanges, Section 9 Prohibition against manipulation of security prices (1934); Securities Exchange Act 1934, Regulation of Securities Exchanges, Section 10(b) Position Limits and Position Accountability for Security-Based Swaps and Large Trader Reporting (1934); 15 U.S.C. §§ 78i(a)(2), 78j(b) (2012).

⁶¹⁴ *SEC vs Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) at 862: „Accordingly, we hold that Rule 10b-5 is violated whenever assertions are made, as here, in a manner reasonably calculated to influence the investing public, e. g., by means of the financial media, [...] if such assertions are false or misleading or are so incomplete as to mislead irrespective of whether the issuance of the release was motivated by

keine direkte Kommunikation zwischen Verbreitendem und Opfer, benötigt. Wann öffentliche Kommunikation eine Haftung des Verbreiters auslösen kann, wurde bislang hauptsächlich in Zusammenhang mit Corporate Governance und der Unternehmenspublizität, diskutiert. Unklar ist daher, ob auch die Kommunikation auf Social Media Plattformen, wie im Fall GameStop im Reddit-Forum *r/wallstreetbets*, zu einer Haftung der Nutzer, bei denen es sich hauptsächlich um Privatanleger handelte, führen kann, die dort Informationen über die GameStop-Aktie verbreitet haben. Dagegen spricht, dass die öffentliche Unternehmenskommunikation von professionellen Fachleuten verfasst wird und daher naturgemäß ein höherer Sorgfaltsmaßstab angewandt werden sollte als bei Postings auf Sozialen Medien, die oftmals von Laien im umgangssprachlichen Stil und ohne genauere Auseinandersetzung mit der genauen Wortwahl, verfasst werden.⁶¹⁵

Die Manipulationstatbestände können im Wesentlichen in zwei Kategorien unterteilt werden: (i) die betrugsbasierten Tatbestände und (ii) andere informationsbasierte und transaktionsbezogene Manipulationstatbestände.⁶¹⁶

7.9.2 Betrugsbasierte Marktmanipulation

Die Sec. 17(a) SA 1933⁶¹⁷ sowie Sec 10(b) und 15(c)(1) und (2) SEA 1934⁶¹⁸ enthalten jeweils ein Verbot für betrugsbasierte Manipulationstatbestände. Dabei haben Sec 10(b) SEA 1934 und die entsprechende Regulierung der SEC, die SEC Rule 10b-5, besondere Bedeutung erlangt. Die Bestimmungen dienen u.a. auch international als Vorbild für Antimanipulationsregulierungen.

Sec 10(b) SEA 1934 verbietet die Verwendung „jeglicher manipulativer oder täuschender Methoden, die gegen die von der SEC erlassenen Vorschriften verstoßen“ („*any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe*“) in Verbindung mit dem Handel eines Wertpapiers.⁶¹⁹

Sec 10(b) SEA 1934 regelt demnach wie folgt:

corporate officials for ulterior purposes.”; *Langenbucher/Hasan*, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁶¹⁵ *Langenbucher/Hasan*, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399.

⁶¹⁶ *Schmolke* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 127.

⁶¹⁷ 15 U.S.C. § 77q.

⁶¹⁸ 15 U.S.C. § 78j.

⁶¹⁹ *Fox/Glosten/Rauterberg*, Stock Market Manipulation and Its Regulation, Yale Journal on Regulation (2018) Bd 35, 70.

„It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange.

(..)

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

In Ausübung ihrer Befugnisse erließ die SEC 1942 die Regel 10b-5, die Betrug, Täuschung und wesentliche Falschaussagen verbietet.⁶²⁰ Ergänzend zu Sec 10(b) SEA 1934 tritt sohin die SEC Rule 10b-5 hinzu, welche den Tatbestand um folgende drei Tatvarianten konkretisiert:

„It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.”

Objektiv setzt der Manipulationstatbestand iSd SEC Rule 10b-5 das Vorliegen von „deception“ oder „manipulation“ voraus. Dabei erfordert das Vorliegen einer Täuschung („deception“) die pflichtwidrige Unterschlagung von Informationen. Hingegen fällt unter „manipulation“ jedes Verhalten, das auf eine Beeinflussung des Marktmechanismus gerichtet ist und sohin auf die Herbeiführung eines „künstlichen Preises“ oder „künstlichen

⁶²⁰ Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399; Cox/ Hillman/Langevoort/Lipton/Sjostrom, Securities Regulation 9 (2020), 741 ff.

Handelsvolumens“ abzielt.⁶²¹ Nach Rechtsprechung des U.S. Supreme Court muss auf subjektiver Ebene in Hinblick auf alle drei Tatbegehungsvarianten *scienter* vorliegen, definiert als „*a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud*“.⁶²²

Eine Besonderheit im Vergleich zur MAR stellt das Privatklagerecht nach Sec 10(b) SEA 1934 dar, wonach Privatpersonen wegen der durch das betrügerische Verhalten des Manipulators entstandenen Nachteile Schadenersatz gefordert werden kann („*implied private right of action*“). Der Anspruch des Privatanklägers bezieht sich dabei auf Rückabwicklung der schädigenden Transaktion („*rescission*“) oder Schadenersatzzahlung in Form eines Geldbetrages („*damages*“).⁶²³

7.9.3 Weitere Manipulationstatbestände

Ursprünglich plante der U.S. Congress mit der Sec 9⁶²⁴ eine zentrale Antimanipulationsbestimmung zu schaffen. Die Bestimmung regelt sohin eine Vielzahl an Manipulationspraktiken und stellt diese unter ein Verbot.⁶²⁵

Sec 9(a)(2) SEA 1934 verbietet „eine Reihe von Transaktionen“ („*series of transactions*“) mit einem Wertpapier, (i) die „einen tatsächlichen oder scheinbaren aktiven Handel schaffen“ („*create actual or apparent active trading*“) oder den Preis beeinflussen, (ii) „mit dem Ziel, den Kauf oder Verkauf eines solchen Wertpapiers zu veranlassen“ („*for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others*“).⁶²⁶

Sec 9(a)(1) SEA 1934 enthält das Verbot von wash sales und matched orders mit Täuschungsabsicht und regelt „*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange- (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security registered on a national securities exchange, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, (...).*“

Ferner sind mit Sec 9(a)(2) SEA 1934 transaktionsbasierte Marktmanipulationspraktiken mit Verleitungsabsicht, weitgehend erfasst („*To effect, alone or with one or more other*

⁶²¹ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 128 ff.

⁶²² Aaron v. SEC, 446 U.S. 680, 686 (1980); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 194 (1976); Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 129.

⁶²³ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 130.

⁶²⁴ 15 U.S.C. § 78i.

⁶²⁵ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 128 ff.

⁶²⁶ Fox/Glosten/Rauterberg, Stock Market Manipulation and Its Regulation, Yale Journal on Regulation (2018) Bd 35, 70.

persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange creating actual or apparent active trading in such security or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.”).

Die informationsbasierte Marktmanipulation wird insbesondere in Sec 9(a)(3) SEA 1934 sowie Sec 9(a)(4) SEA 1934, geregelt.

Erstere verbietet es Börsenhändlern und Brokern sowie anderen Personen im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Informationen zu streuen mit der Absicht andere zum Handel zu verleiten. (*„If a dealer or broker, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, to induce the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any one or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the prices of such security.”*).

Sec 9(a)(4) SEA 1934 verbietet in Hinblick darauf falsche oder irreführende Äußerungen bzw. Statements, die mit Verleitungsabsicht getroffen werden. (*„If a dealer or broker, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, to make, regarding any security registered on a national securities exchange, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which he knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.”*).⁶²⁷

So wie Sec 10(b) SEA 1934 statuiert auch Sec 9(e) SEA 1934 ein privates Klagerecht bei Verstößen gegen Sec 9 SEA 1934.⁶²⁸

7.9.4 „Reasonable Man“ unter dem Securities Exchange Act 1934

Die Leitfigur des reasonable investors prägt das US-amerikanischen Kapitalmarktrecht und geht ursprünglich auf ein Grundsatzurteil des US Supreme Courts zurück. In der RS *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*⁶²⁹ wurde der reasonable investor test in Fortführung traditioneller Common Law-Rechtsgrundsätze erstmalig angewandt. Demnach sei eine Information relevant (*„material“*) im Sinne von Rule 14a-9, wenn eine hinreichende

⁶²⁷ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 133.

⁶²⁸ Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 133 ff.

⁶²⁹ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

Wahrscheinlichkeit bestehe, dass ein reasonable investor, die Information bei seiner Entscheidung berücksichtigen würde. Ob die maßgebliche Erheblichkeitsschwelle erreicht ist, ist anhand sämtlicher öffentlich verfügbarer Informationen zu bestimmen. Das in den USA entwickelte Verständnis des reasonable investor ist international weit verbreitet und prägt mittlerweile nicht nur das europäische Kapitalmarktrecht, sondern findet auch in Rechtsordnungen wie Kanada, Australien, Neuseeland und der Schweiz Anwendung.⁶³⁰

Unter Zugrundelegung des Reasonable-Man-Tests⁶³¹, ist in Hinblick auf die Causa GameStop sohin zu prüfen, ob Social-Media-Postings überhaupt als verlässliche Informationsquelle gelten können, auf die sich ein reasonable investor stützen darf. Nach *Langenbucher/Hassan* ist dies in der Regel zu verneinen: Angesichts der spezifischen Charakteristika sozialer Medien, ihrer Dynamik, Unübersichtlichkeit und informellen Kommunikationskultur, wäre es „unreasonable“, wenn sich ein Investor in seiner Anlageentscheidung auf derartige, häufig spekulativ oder emotional gefärbte Beiträge verlässt. In der US-amerikanischen Diskussion zu GameStop wurde hervorgehoben, dass Plattformen wie Reddit keine professionelle Kommunikationsstruktur aufweisen, wie sie bei klassischen Unternehmensveröffentlichungen gegeben ist. Während Aussagen in Corporate Disclosures sorgfältig geprüft, juristisch abgestimmt und an regulatorische Offenlegungspflichten gebunden sind, entstehen Social-Media-Beiträge meist spontan, in umgangssprachlichem Ton und ohne redaktionelle Kontrolle (siehe auch Kapitel 2.1). Daraus folgt, dass der Maßstab, der für „falsche oder irreführende“ Aussagen im Rahmen formalisierter Unternehmenskommunikation gilt, nicht ohne Weiteres auf Social Media übertragbar ist. Hinzu kommt, dass Social-Media-Kommunikation von Privatanlegern oftmals keine klare Trennung zwischen subjektiver Meinung und objektiver Tatsachenbehauptung erkennen lässt. Beiträge spiegeln persönliche Einschätzungen, Emotionen oder Gruppendynamiken wider, die kaum den Anforderungen an sachliche, überprüfbare Information genügen. Gerichte und Aufsichtsbehörden haben bislang wenig Anhaltspunkte geliefert, inwieweit derartige Äußerungen als „materiell falsch oder irreführend“ iSd Rule 10b-5 zu qualifizieren wären. Zudem wird diskutiert, ob das Vertrauen auf Social-Media-Informationen überhaupt als „reasonable reliance“ gelten kann. Während institutionelle Anleger über professionelle Bewertungsmodelle verfügen, handelt es sich bei den Akteuren auf Plattformen wie Reddit um Kleinanleger, die ihre Einschätzungen in einem

⁶³⁰ *Schmolke in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 7 Rz 265.*

⁶³¹ *Dickersbach, Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechtes (1995), 93ff.*

Umfeld austauschen, das eher einer informellen Diskussion als einer formellen Marktinformation gleicht.⁶³²

7.9.5 Der verständige Anleger unter der MAR

Auch die MAR knüpft im Rahmen des Art 12 Abs 1 lit a MAR an die Perspektive eines informierten und verständigen Marktteilnehmers an. Das europäische Leitbild des verständigen Marktteilnehmers ist dabei in seinen Grundzügen maßgeblich durch das aus dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht stammende Konzept des „reasonable investor“ geprägt.⁶³³ Maßstab ist jener Anleger, der seine Entscheidungen auf Grundlage angemessener Informationen trifft und in der Lage ist, zwischen marktkonformen und irreführenden Signalen zu unterscheiden. Dieses Leitbild des „verständigen Anlegers“ erfüllt eine ähnliche Funktion wie der Reasonable-Man-Test, dient im europäischen Kontext jedoch primär der objektiven Bestimmung der Marktintegrität und nicht der individuellen Haftungsbegründung. Im Unterschied zum US-amerikanischen Haftungsregime, das den Aspekt der *reasonable reliance*, also des berechtigten Vertrauens in den Mittelpunkt stellt, fokussiert die MAR auf die objektive Marktwirkung eines Verhaltens. Nicht das Vertrauen des einzelnen Anlegers, sondern die Eignung einer Handlung, den Markt insgesamt zu täuschen oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, ist entscheidend. Gleichwohl ist das Leitbild des verständigen Anlegers auch hier nicht wertneutral, sondern Ausdruck einer normativen Erwartung an Rationalität, Informationsverarbeitung und Marktverhalten.

7.9.6 Vorsatz unter dem Securities Exchange Act 1934

Im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht setzt eine Haftung nach Rule 10b-5 SEA 1934 neben der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen, weitere Tatbestandsvoraussetzungen voraus. Nach der Entscheidung des U.S. Supreme Court in der RS *Ernst & Ernst v. Hochfelder* ist für zivilrechtliche Klagen privater Anleger der Nachweis erforderlich, dass der Beklagte mit *scienter*, also mit vorsätzlicher Täuschungsabsicht oder zumindest mit bedingtem Vorsatz gehandelt hat. In späterer Rechtsprechung wurde dieses Erfordernis auch auf Verfahren ausgeweitet, die von der SEC selbst geführt werden. Für die SEC ergibt sich daneben jedoch eine alternative Möglichkeit der Rechtsdurchsetzung aus Section 17(a)(2) des Securities Act 1933. Der Securities Act of 1933 regelt wie bereits o.a. primär die Offenlegungspflichten und das Verbot irreführender Angaben im Rahmen öffentlicher Wertpapieremissionen, während der

⁶³² *Langenbucher/Hasan*, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 405.

⁶³³ *Schmolke* in Klöhn, MAR² (2023) Vor Art 7 Rz 265.

SEA 1934 den nachgelagerten Handel bereits emittierter Wertpapiere betrifft und insbesondere Marktmanipulationen sowie betrügerisches Verhalten am Sekundärmarkt sanktioniert.

Section 17(a)(2) des Securities Act 1933 untersagt es jeder Person, im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften durch falsche oder unvollständige Angaben zu wesentlichen Tatsachen einen finanziellen Vorteil zu erlangen. Im Gegensatz zu Rule 10b-5 verlangt Section 17(a)(2) keinen Nachweis von *scienter*, wodurch der SEC ein geringeres Beweismaß und damit ein einfacherer Weg zur Sanktionierung unlauterer Marktpraktiken eröffnet wird. Für private Kläger gilt diese Erleichterung hingegen nicht. Section 17(a) begründet, anders als Rule 10b-5, kein ausdrückliches Klagerecht („*private right of action*“). Dementsprechend bleibt für Privatanleger die genaue Reichweite des *scienter*-Erfordernisses unklar. Hinzu kommt, dass private Kläger im Unterschied zu behördlichen Verfahren zusätzlich den Nachweis einer *reliance*, also eines tatsächlichen Vertrauens auf die unrichtige oder unvollständige Information, zu erbringen haben. Diese Voraussetzung entfällt lediglich dann, wenn der Kurs durch betrügerisches Verhalten verzerrt wurde und damit die sog. *fraud-on-the-market*-Vermutung eingreift. In diesen Fällen gehen die Gerichte davon aus, dass ein verständiger Anleger die zurückgehaltenen Informationen bei seiner Investitionsentscheidung als wesentlich angesehen hätte. Hinsichtlich Anleger, die GameStop-Aktien allein aus dem Motiv heraus erworben haben, „eine Botschaft“ an Hedgefonds zu senden, liegt allerdings keine materiell unrichtige oder irreführende Angabe vor. Unter dieser Prämisse fehlt es sowohl am subjektiven Tatbestandselement des *scienter* als auch an einer relevanten *reliance*, sodass auch die Frage eines Schadenseintritts nicht mehr entscheidungserheblich ist.⁶³⁴

7.9.7 Vorsatz unter der MAR

Vergleicht man das US-amerikanische *scienter*-Erfordernis mit dem europäischen Marktmissbrauchsrecht, so wird deutlich, dass beide Rechtsordnungen unterschiedliche normative Ausgangspunkte verfolgen. Während das US-amerikanische Kapitalmarktrecht auf eine subjektive Täterverantwortung abstellt und die Haftung typischerweise ein vorsätzliches oder zumindest wissentlich irreführendes Verhalten voraussetzt, zielt die MAR primär auf die objektive Marktintegrität ab. Entscheidend ist nicht das innere Tatmotiv, sondern die tatsächliche oder potenzielle Eignung des Verhaltens, falsche oder irreführende Signale über Angebot, Nachfrage oder Preis zu vermitteln. Art 12 Abs 1 lit a

⁶³⁴ *Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU*, in FS Singer (2021), 407.

MAR erfasst daher bereits Verhaltensweisen, die objektiv geeignet sind, ein künstliches oder anormales Preisniveau herbeizuführen, unabhängig davon, ob eine Täuschungsabsicht nachgewiesen werden kann. Das europäische Marktmissbrauchsrecht wählt somit einen funktionalen Ansatz, der den Marktmechanismus als zu schützendes Gut in den Mittelpunkt stellt. Dieser objektive Maßstab wird durch Art 15 MAR ergänzt, der jede Form der Marktmanipulation untersagt, während Art 30 MAR den Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene die Möglichkeit einräumt, zwischen verwaltungsrechtlicher Sanktionierung und strafrechtlicher Verfolgung zu differenzieren.

Im Gegensatz dazu bleibt das US-amerikanische Haftungsregime stärker deliktisch geprägt: Es knüpft an die Täuschungshandlung und die individuelle Vertrauensbeziehung zwischen Täter und Anleger an. Während das US-amerikanische Recht den Anleger als potenziell getäushtes und damit schutzwürdiges Opfer darstellt, geht die MAR von einem rationalen, informierten Akteur aus, der eigenverantwortlich am Marktgeschehen teilnimmt. Gerade im Kontext sozialer Medien führt dieser dogmatische Unterschied zu praktischen Spannungen. Während das US-amerikanische Recht mit seinem *scienter*-Erfordernis vor allem individuelle Täuschung und betrügerische Absichten sanktioniert, könnte das europäische Recht aufgrund seines objektiven Ansatzes potenziell auch kommunikative Handlungen erfassen, die ohne betrügerische Intention, aber mit marktverzerrender Wirkung erfolgen. Damit stellt sich die Frage, ob das geltende europäische Marktmissbrauchsrecht den Besonderheiten digitaler, emotional geprägter und kollektiv-dynamischer Marktkommunikation überhaupt gerecht wird.

7.9.8 Künstliches Preisniveau unter dem Securities Exchange Act 1934

Die Handelsaktivitäten der Kleinanleger führten wie bereits zuvor dargelegt zu einer außergewöhnlich hohen Volatilität der GameStop-Aktie. Nach Section 9(a)(2) SEA 1934 kann das „Hochdrücken des Preises eines Wertpapiers“ als Marktmanipulation eingestuft werden, wenn eine Reihe von Transaktionen einzeln oder im Zusammenwirken mehrerer Personen zum Zweck vorgenommen wurde, andere Investoren zum Kauf zu veranlassen. Voraussetzung ist, dass der hierdurch bewirkte Preis als „künstlich“ einzustufen ist und der Handelnde mit der Absicht agierte, einen solchen künstlichen Preis herbeizuführen. Die Definition dessen, wann ein Preis als „künstlich“ im Sinne von Section 9(a)(2) oder Rule 10b-5 gilt, ist in der US-amerikanischen Literatur und Rechtsprechung seit jeher umstritten. Die Gerichte stellen dabei regelmäßig auf den Gegensatz zwischen „normalen“ Preisen, also solchen, die sich aus den unabhängigen Kräften von Angebot und Nachfrage ergeben, und künstlichen Preisen ab, die durch manipulative Eingriffe verfälscht werden. Um eine solche Preisverfälschung zu bejahen, muss die entsprechende Praxis zudem darauf

gerichtet sein, Investoren irrezuführen. Ein Ansatz zur Bestimmung künstlicher Preise besteht darin, diese mit dem „fundamentalen Wert“ eines Unternehmens zu vergleichen.

Im Fall GameStop lässt sich argumentieren, dass der extreme Kursanstieg nicht durch fundamentale Faktoren, wie etwa das Gewinnpotenzial, das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Vermögensbasis des Unternehmens gestützt war. Aus der Perspektive der Hedgefonds, die Short-Positionen eingegangen waren, spiegelten die niedrigen Kurse vor dem Hype den realistischen Unternehmenswert wider. Vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie lag der Höchstkurs der Aktie im Jahr 2008 bei rund 62 US-Dollar, seither befand sich der Kurs weitgehend im Abwärtstrend und pendelte sich zwischen 18 und 22 US-Dollar ein. Vor diesem Hintergrund wurde argumentiert, dass die massiven Kursgewinne, ausgelöst durch koordinierte Käufe von Privatanlegern, nicht durch fundamentale Daten gedeckt waren und daher als „künstlich“ gelten könnten. Gleichzeitig ist jedoch zu differenzieren: Selbst wenn man dieser engen Auslegung folgt, begründet dies nicht automatisch eine Haftung derjenigen Kleinanleger, die GameStop-Aktien kauften, weil sie das Unternehmen oder die Gaming-Industrie unterstützen wollten und die Aktie subjektiv als unterbewertet ansahen. Da es sich bei Section 9(a)(2) um einen Tatbestand handelt, der Vorsatz (*scienter*) voraussetzt, ist nachzuweisen, dass der Anleger mit dem bewussten Ziel handelte, ein Preisniveau herbeizuführen, das nicht den legitimen Kräften von Angebot und Nachfrage entspricht. Anleger, die aus der Überzeugung handelten, der Kurs sei zu niedrig, erfüllen diesen Tatbestand daher nicht. Anders verhält es sich bei jenen Investoren, die nicht von fundamentalen Überzeugungen, sondern von dem Motiv geleitet waren, „eine Botschaft“ an Hedgefonds zu senden und diese gezielt zu schädigen. In solchen Fällen könnte argumentiert werden, dass der Zweck, den Kurs „hochzutreiben“, um eine Reaktion anderer Marktteilnehmer auszulösen, dem klassischen Verständnis manipulativer Handelsstrategien entspricht.

Allerdings haben US-Gerichte ein solches Verhalten in der Regel mit dem Erfordernis eines betrügerischen Vorsatzes (*intent to defraud*) verknüpft. Selbst wenn man unterstellt, dass der Einsatz manipulativer Mittel in Verbindung mit Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit für die Erfüllung von Section 9(a)(2) oder Rule 10b-5 ausreichen würde, bleibt zu prüfen, ob die Preise tatsächlich ein „künstliches“ Niveau erreicht haben. Der Fall GameStop bietet in diesem Zusammenhang Anlass, den Begriff des „künstlichen Preises“ im Lichte sozialer Medien neu zu überdenken. Zahlreiche Beobachter betonten, dass die Unterscheidung zwischen einer subjektiv ernsthaft vertretenen Meinung und einer gezielten Marktmanipulation zunehmend unscharf geworden ist. Gerade die Kommunikation und Gebräuchlichkeiten auf sozialen Medien lässt kaum zu, zwischen legitimen Überzeugungen

und manipulativen Absichten zu differenzieren. Wie in der öffentlichen Debatte betont wurde, ist das Äußern einer Meinung, selbst wenn sie andere zu ähnlichen Transaktionen motiviert, kein Betrug, solange diese Meinung offen kommuniziert und nicht mit falschen Tatsachenbehauptungen verbunden wird. Wenn „Künstlichkeit“ im rechtlichen Sinne eine von außen wirkende Verzerrung der Marktkräfte voraussetzt, ist fraglich, ob Transaktionen, die im Rahmen offener und nachvollziehbarer Social-Media-Kommunikation erfolgen, überhaupt als solche gelten können. Zwar deutet eine enge Auslegung des Begriffs auf eine Bindung an fundamentale Unternehmensdaten hin, ein weiter gefasstes Verständnis, das auch Markttransparenz, Meinungsfreiheit und die Funktionsweise digitaler Kommunikationsräume berücksichtigt, spricht dagegen.

Ziel des Kapitalmarktrechts ist es, Marktintegrität und faire Preisbildungsmechanismen durch Transparenz und Information sicherzustellen, hingegen nicht, subjektive Motive des Handelns einzelner Teilnehmer zu sanktionieren. Vor diesem Hintergrund vertritt *Langenbucher/Hassan* mE zutreffend, dass Transaktionen, die auf persönlichen, politischen oder sogar irrationalen Beweggründen beruhen, aber weder verschleiert noch mit falschen oder irreführenden Informationen verknüpft sind, nicht als marktmanipulativ im Sinne der US-amerikanischen Marktmissbrauchsverbote einzustufen sind. In solchen Fällen wirken die zugrunde liegenden Kräfte, auch aufgrund emotionaler Motive, nicht außerhalb, sondern innerhalb des Marktmechanismus.⁶³⁵

7.9.9 Künstliches Preisniveau unter der MAR

Der Vergleich des US-amerikanischen Konzepts des *artificial price* mit dem europäischen Begriff des „künstlichen Kursniveaus“ verdeutlicht grundlegende Unterschiede im normativen Verständnis von Marktintegrität. Während das US-Recht das Tatbestandsmerkmal des künstlichen Preises traditionell subjektiv interpretiert und an die Täuschungsabsicht des Handelnden anknüpft, verfolgt das europäische Marktmissbrauchsrecht einen objektiv-funktionalen Ansatz. Maßgeblich ist hier nicht die innere Willensrichtung des Akteurs, sondern die Eignung seines Verhaltens, die Preisbildung als Ausdruck von Angebot und Nachfrage zu verzerren oder ein von den Marktmechanismen losgelöstes Kursniveau herbeizuführen. Nach dem Verständnis der US-amerikanischen Gerichte entsteht ein *artificial price*, wenn der Marktpreis durch Handlungen beeinflusst wird, die nicht auf fundamentale Unternehmenswerte oder legitime Marktkräfte zurückzuführen sind. Diese Auslegung betont den Schutz individueller Anlegerinteressen und setzt regelmäßig den Nachweis von *scienter* oder *intent to defraud*

⁶³⁵ *Langenbucher/Hasan*, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 409.

voraus. Das europäische Marktmissbrauchsrecht nach Art 12 Abs 1 lit a MAR hingegen stellt stärker auf die objektive Marktbeeinträchtigung ab: Entscheidend ist, ob ein Verhalten geeignet ist, falsche oder irreführende Signale über Angebot, Nachfrage oder Preis zu senden, unabhängig davon, ob eine Manipulationsabsicht vorliegt. Diese unterschiedliche Systematik spiegelt den divergierenden Schutzzweck beider Regelungsansätze wider. Marktmanipulation wird in der EU nicht als Verletzung eines Individualrechts, sondern als Störung des Marktgleichgewichts verstanden. (siehe genauer Kapitel 5.4.2.2)

Gerade im Kontext der sozialen Medien zeigt sich, dass der europäische Ansatz zwar ein breiteres Spektrum marktbeeinflussender Verhaltensweisen erfasst, zugleich aber Gefahr läuft, meinungsbasierte öffentliche Interaktionen übermäßig zu kriminalisieren. Wo das US-Recht aufgrund seines subjektiven Ansatzes eher zurückhaltend bleibt, droht das europäische Marktmissbrauchsregime an seine dogmatischen Grenzen zu stoßen, sobald emotionale, ideologisch oder gemeinschaftlich motivierte Marktbewegungen, wie etwa im Fall GameStop, in die rechtliche Bewertung einbezogen werden. Im Ergebnis wird deutlich, dass das Konzept des „künstlichen Kursniveaus“ in der MAR stärker auf die Funktionsfähigkeit des Marktes als auf die Motivation der Akteure abstellt. Die Herausforderung für die zukünftige Rechtsentwicklung liegt mE darin, diese funktionale Auslegung mit den Realitäten sozialer Medien in Einklang zu bringen, ohne die Grenze zwischen zulässiger Meinungsäußerung und manipulativer Einflussnahme zu verwischen.

7.9.10 Conclusio

Wie bereits im US-amerikanischen Kontext gezeigt, stellt sich auch nach Unionsrecht die Frage, ob es „vernünftig“ (bzw. *reasonable*) ist, sich im Rahmen von Anlageentscheidungen auf Informationen aus sozialen Medien zu stützen.

Ziel des europäischen Marktmissbrauchsrechts ist es, den Anlegern eine informierte Anlageentscheidung zu ermöglichen. Vor diesem Hintergrund trägt eine breite Kommunikation über Social-Media-Plattformen, wie im Fall *GameStop*, eher zur Transparenz als zur Intransparenz bei. Privatanleger, die ihre Handelsstrategien, Beweggründe oder sogar Screenshots ihrer Depots öffentlich teilen, offenbaren ihre Motive in einem bislang beispiellosen Maß. Kursbewegungen, die auf eine solche Kommunikation zurückzuführen sind, spiegeln somit nicht notwendigerweise Unternehmensdaten oder fundamentale Wertannahmen wider, sie beruhen aber auf nachvollziehbaren und offengelegten Informationen. Solange die Marktteilnehmer wissen, weshalb sich Preise verändern, kann ein solches Preisniveau nicht als künstlich im Sinne des Art 12 MAR qualifiziert werden.

Der Fall GameStop hat exemplarisch gezeigt, wie digitale Kommunikationsplattformen wie *Reddit* und der vereinfachte Marktzugang durch Neobroker, Privatanleger zu einer bislang unbekannten Marktbeteiligung motivieren. Information allein gewährleistet freilich noch kein rationales Handeln. Das Beispiel *GameStop* verdeutlicht die regulatorische Herausforderung, Social-Media-Kommunikation kapitalmarktrechtlich einzuordnen. Die Diskussionen in Foren wie *r/wallstreetbets* verlaufen spontan, emotional und unstrukturiert, weit entfernt von der professionellen Kommunikation institutioneller Akteure. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, in welchem Umfang solche Äußerungen überhaupt unter die Verbote des Marktmissbrauchsrechts fallen können.⁶³⁶

Eine Haftung wegen irreführender Kommunikation erscheint für *Langenbucher/Hassan* vor diesem Hintergrund daher unverhältnismäßig, zumal das Marktgeschehen idS *GameStop* nicht von gezielten Falschinformationen, sondern von kollektiven Reaktionen auf Meinungsäußerungen geprägt war. Entsprechend vertreten *Langenbucher/Hassan*, dass sich aus der Natur sozialer Medien ein geringerer Maßstab an die Verlässlichkeit von Informationen ergibt. Wer auf Social-Media-Posts reagiert, handele demnach auf eigenes Risiko, da diese weder einem professionellen Prüfprozess unterliegen noch die Gewähr einer objektiven Informationsgrundlage bieten. Für die Annahme einer Irreführung im kapitalmarktrechtlichen Sinn fehle es somit regelmäßig am Tatbestandsmerkmal der „reasonable reliance“ idS reasonable investor tests.⁶³⁷

Langenbucher/Hassan ist mE insoweit zuzustimmen, als die Praxis der Kommunikation auf Sozialen Medien zunehmend zeigt, dass sowohl das durch die MAR geprägte Leitbild des rationalen Anlegers als auch das US-amerikanische Konzept des reasonable investor an ihre Grenzen stoßen. Die Vorstellung des verständigen, gut informierten Marktteilnehmers bildet die Realität moderner Investoren, deren Verhalten in sozialen Netzwerken häufig von Emotionen, Gruppendynamiken und viraler Kommunikation geprägt ist, nur eingeschränkt ab. Objektiv betrachtet verfügen professionell aufbereitete und geprüfte Kapitalmarktinformationen, etwa in Form eines Prospekts eine deutlich höhere Verlässlichkeit als ungeprüfte Inhalte von Finfluencern ohne nachweisliche Expertise oder Postings von anonymen Gruppenteilnehmern in einem Forum. Anleger, die ihre Entscheidungen vor allem auf solche Quellen stützen und keine weiteren Informationen einholen, bewegen sich damit in einem völlig anderen Entscheidungsrahmen als jene, die auf strukturierte und geprüfte Informationsgrundlagen zurückgreifen und sind infolgedessen

⁶³⁶ *Langenbucher/Hasan*, *GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU*, in FS Singer (2021) 413.

⁶³⁷ *Langenbucher/Hasan*, *GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU*, in FS Singer (2021) 405.

mE auch in Hinblick auf ihre Rationalität anders zu bewerten. Vor diesem Hintergrund verweist auch ErwGr 14 MAR ausdrücklich auf die Bedeutung der Verlässlichkeit der jeweiligen Informationsquelle.

Demnach erscheint es mE fraglich, ob ein objektiver Maßstab, der an die rationale Informationsverarbeitung eines idealtypischen Investors anknüpft, geeignet ist, die spezifischen Kommunikationsformen und Einflussmechanismen sozialer Medien zu erfassen. Vor diesem Hintergrund könnte argumentiert werden, dass die MAR in ihrer gegenwärtigen Fassung zwar ein hohes Schutzniveau für Marktintegrität gewährleistet, jedoch nur eingeschränkt auf die Besonderheiten dezentraler und nicht-professioneller Marktkommunikation anwendbar ist.

7.10 Short Selling im Kontext des GameStop Falls

Short Selling steht seit jeher im Spannungsfeld zwischen Missbrauchsgefahr und marktwirtschaftlicher Effizienz. Leerverkäufe erfüllen zwar eine zentrale ökonomische Funktion, indem sie zur Preisfindung und Markteffizienz beitragen, bergen zugleich aber auch erhebliche Risiken für Marktintegrität und Anlegerschutz.

Die Regulierung und Begrenzung von Leerverkäufen zur Eindämmung exzessiver Spekulation und Verhinderung manipulativer Marktpraktiken blickt auf eine lange regulatorische Entwicklung zurück. Besonders im Zuge der Finanzkrise 2008 reagierten zahlreiche Staaten mit umfassenden Verboten, wodurch es zu einem „global ban on short sales“ kam. Das europäische Regelwerk zu Leerverkäufen, dessen Kern die Leerverkaufsverordnung (SSR)⁶³⁸ bildet, verfolgt vor allem das Ziel, ein europaweit einheitliches Instrumentarium zur Abwehr systemischer Gefahren zu schaffen. Hintergrund ist nach ErwGr 1 die Befürchtung, dass umfangreiche Leerverkaufspositionen Kursrückgänge beschleunigen und im Extremfall die Stabilität betroffener Finanzinstitute gefährden können. Daneben soll das Regime auch verhindern, dass Leerverkäufe zu missbräuchlichen Zwecken eingesetzt werden und damit die Integrität der Märkte untergraben.⁶³⁹

Der Fall GameStop hat eindrucksvoll gezeigt, wie stark Short-Positionen institutioneller Investoren mit kollektiven Reaktionen privater Marktteilnehmer interagieren können und wie schnell sich legitime Marktmechanismen in marktverzerrende Dynamiken verwandeln können. So überstiegen die offenen Short-Positionen zeitweise den tatsächlich verfügbaren

⁶³⁸ VO (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps Text von Bedeutung für den EWR ABl. L 86, 1.

⁶³⁹ ErwGr 7, 8 SSR; *Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 154 ff.*

Aktienbestand deutlich und erreichten ein außergewöhnlich hohes Niveau von rund 140 %, was nahezu ideale Bedingungen für die Entstehung eines Short Squeezes schuf.⁶⁴⁰

Gerade deshalb ist die Regulierung des Short Sellings und seine Abgrenzung zur Marktmanipulation von zentraler Bedeutung. Einerseits soll der Markt nicht in seiner Funktionsfähigkeit eingeschränkt werden, andererseits muss verhindert werden, dass Leerverkäufe gezielt zur Täuschung anderer Marktteilnehmer oder zur Kursverzerrung eingesetzt werden. Das folgende Kapitel widmet sich daher der Frage, wo die Grenze zwischen legitimer Spekulation und manipulativer Einflussnahme verläuft und wie bestehende Regelwerke diese zu ziehen versuchen.

Soweit sich der Anwendungsbereich der SSR und der MAR überschneiden, besteht ein Konkurrenzverhältnis. Praktiken, die auf (ungedekte) Leerverkäufe zurückgreifen und zugleich ein manipulationsrelevantes Verhalten darstellen, sind nicht nur an der SSR zu messen, sondern unterfallen zusätzlich dem Verbot des Art 15 MAR. Die bloße Einhaltung der Vorgaben der SSR genügt daher nicht, um eine Marktmanipulation nach Art 12 bzw. Art 15 MAR auszuschließen. Umgekehrt bleibt es für die Beurteilung nach der SSR ohne Bedeutung, ob ein bestimmtes Verhalten ausnahmsweise nach Art 6 oder Art 13 MAR als zulässig qualifiziert werden könnte.⁶⁴¹

7.10.1 Short Selling unter US-Amerikanischen Recht

Die Regulation SHO⁶⁴² wurde von der US-amerikanischen SEC im Jahr 2005 eingeführt, um den Handel mit Leerverkäufen umfassend zu regeln. Ziel war es insbesondere, Risiken und Missstände im Zusammenhang mit Lieferverzügen sowie dem sogenannten „*naked short selling*“ einzudämmen.

Ein zentrales Element der Regulation SHO besteht darin, dass ein Verkäufer vor Ausführung eines Leerverkaufs über hinreichende Anhaltspunkte verfügen muss, dass das betreffende Wertpapier tatsächlich ausgeliehen und bis zum Abwicklungstag geliefert werden kann. Diese Verpflichtung wird als *Locate Requirement* bezeichnet. Ausreichend ist bereits, dass die betreffenden Wertpapiere auf einer von einer Self-Regulatory Organization, etwa der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), veröffentlichten

⁶⁴⁰ Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 982.

⁶⁴¹ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Vor Art 12 Rz 156.

⁶⁴² SEC, Regulation SHO, Final Rule, Release No. 34-50103, 69 Fed. Reg. 48008 (Aug. 6, 2004), File No. S7-23-03, <https://www.sec.gov/rules-regulations/2004/07/short-sales> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

„*Easy-to-Borrow-List*“ aufscheinen oder dass der Leerverkäufer gegenüber dem Broker glaubhaft macht, über eine entsprechende „*Locate*“-Zusage zu verfügen.

Wird ein Verkauf vorgenommen, ohne dass der Verkäufer das Wertpapier rechtzeitig beschaffen kann, sodass es nicht innerhalb der regulären T+1-Abwicklungsfrist geliefert wird, spricht man von einem sogenannten *Failure to Deliver*.⁶⁴³

Gleichwohl stellt das sogenannte „*naked short selling*“ nicht in jedem Fall einen Verstoß gegen das US-Bundeswertpapieraufsichtsrecht oder die Regelungen der NYSE dar. Regulation SHO sieht vielmehr bestimmte Ausnahmen vor, unter denen ein solcher Verkauf zulässig sein kann. Eine besonders bedeutsame Ausnahme ist die *Bona-Fide-Market-Maker-Exception*: Sie trägt dem Umstand Rechnung, dass Market Maker in Situationen vorübergehender Knappheit durch solche Transaktionen zur Marktliquidität beitragen können. Broker-Dealer, die in bona-fide Market-Making-Aktivitäten eingebunden sind, sind daher vom Locate Requirement befreit, da sie in volatilen Marktphasen häufig kurzfristig Kundenaufträge abwickeln müssen (vgl. Rule 203(b)(2) Regulation SHO).

Vor diesem Hintergrund ist das bloße Vorliegen eines hohen Short-Interest für sich genommen kein Hinweis auf unzulässige Leerverkäufe. Ein großer Bestand offener Short-Positionen kann vielmehr auch auf marktübliche, von Ausnahmen gedeckte Aktivitäten zurückgehen.

Darüber hinaus verpflichtet Regulation SHO, die an Clearingstellen beteiligten Marktteilnehmer durch ein sogenanntes *Close-Out Requirement*, offene Lieferverpflichtungen zeitnah zu erfüllen und falls eine fristgerechte Lieferung nicht möglich ist, die entsprechenden Short-Positionen spätestens am Ende des folgenden Handelstages zu schließen. Ergänzend dazu sieht die Verordnung eine *Circuit-Breaker-Rule* vor, die aktiviert wird, sobald der Kurs eines Wertpapiers gegenüber dem Vortag um mindestens zehn Prozent fällt. In diesem Fall dürfen Leerverkäufe nur noch zu einem Preis erfolgen, der oberhalb des höchsten auf den US-Börsen ausgewiesenen Geldkurses (*National Best Bid*) liegt. Diese Beschränkung soll verhindern, dass Short Selling in Phasen starker Kursrückgänge zu weiteren, möglicherweise manipulativ verstärkten Preisverfällen beiträgt.⁶⁴⁴

⁶⁴³ *The New York Stock Exchange*, Short Selling & Regulation SHO am 28.07.2025, https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Short_Selling_and_Reg_SHO_Resource_Guide.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Veil/Templer*, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 982.

⁶⁴⁴ SEC, Key Points About Regulation SHO am 31.05.2022, <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *The New York Stock Exchange*, Short Selling & Regulation SHO am 28.07.2025,

Die Transparenzvorgaben der Regulation SHO beruhen auf einem dreigliedrigen System. Zentral ist zunächst eine detaillierte Kennzeichnungspflicht für sämtliche Leerverkaufsaufträge (*Flagging Requirement*). Broker müssen jede Order eindeutig als „long“, „short“ oder „short exempt“ deklarieren. Diese Differenzierung, je nachdem, ob die Lieferung sicher erfolgen kann, lediglich möglich erscheint oder aufgrund besonderer Umstände erleichtert ist, versetzt sowohl die Aufsichtsbehörden als auch die Handelsplätze in die Lage, Short Selling-Aktivitäten und potenzielle Lieferprobleme frühzeitig zu identifizieren. Zudem veröffentlicht die SEC regelmäßig aggregierte Daten zu Leerverkäufen und macht diese der Öffentlichkeit zugänglich. Mit diesen Transparenz- und Absicherungspflichten verfolgt die US-Regulierung das Ziel, exzessive kursbelastende Effekte von Leerverkäufen einzudämmen und die Erfüllungsdiziplin bei Lieferverpflichtungen zu stärken.⁶⁴⁵

7.10.2 Short Selling unter der MAR und SSR

Art 2 Abs 1 lit b SSR definiert Leerverkäufe wie folgt:

„Im Sinne dieser Verordnung bezeichnet der Ausdruck „Leerverkauf“ im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldinstrumenten einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern.“

Im Vergleich zur SHO Regulation verfolgte der Unionsgesetzgeber bei der Regulierung von Leerverkäufen mit der SSR einen grundlegend anderen Ansatz. Während die SHO Regulation in erster Linie auf Pflichten von Brokern und Marktintermediären abstellt, richtet SSR ihr Augenmerk primär auf das Verhalten der Anleger selbst. Trotz dieses strukturellen Unterschieds ist das Regelungsziel in beiden Rechtsordnungen ähnlich gelagert. So ist das erklärte Ziel in beiden Rechtsakten jeweils Marktmissbrauch zu verhindern und die ordnungsgemäße Abwicklung von Geschäften sicherzustellen.

Die SSR setzt dieses Ziel insbesondere durch Art 12 Abs 1 SSR um, der vorsieht, dass ungedeckte Leerverkäufe von zum Handel an einem Handelsplatz zugelassenen Aktien unzulässig sind, sofern nicht im Vorhinein Maßnahmen getroffen wurden, die eine

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Short_Selling_and_Reg_SHO_Resource_Guide.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 982 ff.

⁶⁴⁵ Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 983.

fristgerechte Lieferung zum Abwicklungstag gewährleisten. Typischerweise erfolgt dies über ein Deckungsgeschäft wie eine Wertpapierleihe. Ähnlich unter der SHO Regulation im US-Recht genügt es, wenn der Leerverkäufer eine glaubhafte Zusicherung eines Dritten erhält, dass die betreffende Aktie lokalisiert wurde. Für bestimmte Marktteilnehmer, etwa jene, die Marktpflege betreiben und damit einen Beitrag zu Liquidität und Marktstabilität leisten, sieht Art 17 SSR Ausnahmen vom Deckungserfordernis vor, sodass diese auch kurzfristig ungedeckte Short-Positionen eingehen dürfen. Ein Verstoß gegen das in Art 12 Abs 1 SSR normierte Verbot führt jedoch nicht zur Nichtigkeit des zugrunde liegenden Leerverkaufs, sondern bleibt aufsichtsrechtlich zu sanktionieren.⁶⁴⁶

Zentrales Element des europäischen Regelungsansatzes sind die Transparenzvorschriften für Netto-Leerverkaufspositionen, die sowohl für natürliche als auch für juristische Personen gelten. Eine Short-Position im Sinne des Art 3 Abs 1 SSR entsteht dabei nicht nur durch einen tatsächlichen Leerverkauf, sondern auch durch Geschäfte, deren ökonomische Wirkung, vollständig oder zumindest teilweise auf einen Vorteil bei fallenden Kursen einer Aktie oder eines Schultitels gerichtet ist. Da die SSR ausschließlich auf Netto-Positionen abstellt, ist für die Melde- bzw. Veröffentlichungspflichten die Differenz aus allen gehaltenen Long- und Short-Positionen maßgeblich. Die Netto-Leerverkaufsposition zeigt damit das tatsächliche wirtschaftliche Interesse eines Marktteilnehmers an einer Kursminderung des betreffenden Instruments an. Nach ErwGr 40 zur SSR soll diese Transparenz dazu beitragen, Informationsasymmetrien im Markt zu verringern und damit sowohl die Finanzstabilität als auch den Schutz der Anleger zu stärken. Zusammenfassend zeigt der Fall GameStop, dass weder die US-amerikanischen Vorgaben der Regulation SHO noch das europäische Regime der SSR in der Lage sind, einen Short Squeeze wirksam zu verhindern. Beide Regelwerke adressieren primär das Risiko ungeordneter Kursstürze, nicht jedoch Kursanstiege, die aus hohen Short-Quoten und schwarmähnlichem Verhalten privater Anleger resultieren. Die Transparenzpflichten der SSR können solche Dynamiken sogar begünstigen, indem sie strategische Marktreaktionen erleichtern. Sobald sich die Ausgangslage eines Short Squeeze aufgebaut hat, greifen die aufsichtsrechtlichen Instrumente zu spät und entfalten keine steuernde Wirkung mehr. Ein GameStop-ähnliches Szenario ist daher auch in Europa grundsätzlich möglich und offenbart deutlich die Grenzen des bestehenden Aufsichtsrahmens im Umgang mit digitalen Schwarmphänomenen.⁶⁴⁷

⁶⁴⁶ *Veil/Templer*, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 983.

⁶⁴⁷ *Veil/Templer*, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP (2021), 984.

7.10.3 Short Selling und Marktmanipulation

Dem Wesen des Leerverkaufs geschuldet hat der Leerverkäufer ein unbestreitbares Interesse an fallenden Kursen, da diese vorteilhaft für dessen Geschäft sind und immense Gewinnmöglichkeiten nach sich ziehen können. Demnach besteht für Leerverkäufer ein erheblicher Anreiz zur Marktmanipulation.⁶⁴⁸ Allerdings können Leerverkäufe, sofern sie in gedeckter Form erfolgen auch einen wesentlichen Beitrag zur Marktliquidität und zur Effizienz der Preisbildung leisten. In ihrer zulässigen Ausgestaltung stellen sie daher grundsätzlich keine Marktmanipulation im Sinne des Art 12 Abs 1 lit a MAR dar. Problematisch wird die Einordnung jedoch bei einer Vielzahl ungedeckter Leerverkäufe (*naked short sales*), deren Umfang oder Zielrichtung geeignet sein könnte, den Markt in die Irre zu führen oder ein künstliches Kursniveau zu erzeugen. Nach herrschender Ansicht fehlt es in der Regel an einer Täuschungseignung, da dem bloßen Leerverkauf keine Aussage darüber zu entnehmen ist, ob der Verkäufer zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses tatsächlich über die Wertpapiere verfügt. Der Abschluss eines Leerverkaufsgeschäfts enthält zudem weder eine konkludente Erklärung über redliches Marktverhalten noch über die Einhaltung regulatorischer Pflichten im Rahmen der SSR, sodass auch daraus keine Irreführungsgefahr abgeleitet werden kann. Eine abweichende Bewertung kann dann geboten sein, wenn Leerverkäufe in einer Größenordnung erfolgen, die bereits für sich genommen erkennen lässt, den Kurs gezielt unter Druck zu setzen (*bear raids*). In diesen Fällen kann bereits die zahlenmäßige Dimension der Handelsaufträge bzw Transaktionen selbst die Täuschungseignung begründen, ohne dass eine subjektive Manipulationsabsicht nachgewiesen werden müsste. Gleiches gilt für sogenannte *abusive naked short sales*, bei denen massenhaft Geschäfte getätigt werden, ohne dass tatsächlich eine Lieferung oder Abwicklung beabsichtigt ist. In solchen Konstellationen indiziert bereits das faktische, objektive Verhalten des Marktteilnehmers die missbräuchliche Zielsetzung.

Für *Zimmer/Bator* sind Leerverkäufe sohin nicht per se als marktmanipulativ zu qualifizieren. Sie können jedoch ähnlich wie andere ökonomisch wirksame Transaktionen, im Rahmen eines missbräuchlichen Verhaltensmusters als Mittel zur Täuschung oder Kursverzerrung eingesetzt werden. Massenhafte Leerverkäufe können etwa im Kontext von *trash-and-cash*-Praktiken ein taugliches Instrument zur Erfüllung des Indikators A (d) Anhang I MAR darstellen. Ebenso kann der Einsatz *abusive naked short sales* als Auslöser

⁶⁴⁸ Sieder, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA (2019) 190; Harrer, Regulierungskonzepte für Leerverkäufe und Credit Default Swaps (2015) 48.

spekulativer Kursbewegungen (*momentum ignition*) dienen und damit den manipulativen Charakter solcher Transaktionen unterstreichen (siehe genauer dazu Kapitel 5.4.3.4).⁶⁴⁹

Im Ergebnis erfordert die Abgrenzung zwischen legitimen Handelsstrategien und unzulässiger Marktmanipulation eine Bewertung, die sich an den Schutzzwecken des Marktmanipulationsverbots orientiert. Im Rahmen einer Kosten-Nutzen-Abwägung sind die marktförderlichen Effekte bestimmter Handelspraktiken den möglichen nachteiligen Auswirkungen auf Marktintegrität und Anlegervertrauen gegenüberzustellen. Wie oben dargelegt deutlich treten diese Abgrenzungsprobleme besonders im Kontext von ungedeckten Leerverkäufen gem. Art 12 SSR auf. Während *Zimmer/Bator* grundsätzlich erst bei großvolumigen und gezielt eingesetzten *abusive short squeezes* von einer Manipulation ausgehen⁶⁵⁰, verorten andere die Grenze bei der Beeinflussung von Referenzpreisen oder beschränken die Missbrauchsgefahr auf solche Fälle, in denen von vornherein keine Erfüllungsbereitschaft des Verkäufers besteht.⁶⁵¹

Grundsätzlich begründet ein Leerverkauf, selbst wenn er spekulativ motiviert ist, weder notwendigerweise ein falsches oder irreführendes Signal, noch führt er per se zu einem künstlichen oder anormalen Kursniveau. Voraussetzung ist, dass der Leerverkäufer zur Lieferung der Wertpapiere fähig und bereit ist. Treffen in diesem Fall Verkäufer, die auf fallende Kurse setzen, und Käufer, die von stabilen oder steigenden Kursen ausgehen, am Markt aufeinander, so manifestieren sich Angebot und Nachfrage in realer Form. Ein künstliches Kursniveau entsteht daraus sohin nicht. Der Umstand, ob die verkauften Stücke bereits im Zeitpunkt des Vertragsschlusses gesichert sind, gehört nach Ansicht *Mülbert* nicht zu den immanenten Redlichkeitserwartungen des Marktes, sondern zu den besonderen regulatorischen Anforderungen der SSR, mit denen spekulative Short Sales strengerem Rahmenbedingungen unterstellt werden. Auch großvolumige oder koordinierte Leerverkäufe ändern daran laut *Mülbert* zunächst nichts. Selbst wenn sie Kursrückgänge verstärken, sind entsprechende Preisreaktionen des Marktes Ausdruck rationaler Risikoeinschätzungen oder, im ungünstigeren Fall, Herdenverhaltens, nicht aber zwangsläufig Ausdruck künstlich erzeugter Marktverhältnisse. Eine Manipulation iSd. Art 12 Abs 1 lit a MAR liegt erst dann nahe, wenn der Leerverkäufer objektiv nicht in der Lage ist, die von ihm verkauften Wertpapiere zu liefern. In diesem Fall wird ein falsches Signal über das tatsächlich verfügbare Angebot vermittelt, womit die Tatbestandsvariante des Art 12 Abs 1 lit a Ziff i) MAR einschlägig ist. Dementsprechend können ungedeckte Leerverkäufe, insbesondere in hoch volatilen Märkten oder bei Überschreiten des free float bzw. des

⁶⁴⁹ *Zimmer/Bator* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 33 ff.

⁶⁵⁰ *Zimmer/Bator* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 33 ff.

⁶⁵¹ *Zieschang* in *Park*, Kapitalmarktrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 131 ff.

Gesamtangebots eines Instruments, als Marktmanipulation verboten sein. Werden hingegen nach erfolgten Leerverkäufen Informationen in den Markt eingebracht, die zwar kursbeeinflussend wirken, aus deren Effekten der Leerverkäufer jedoch lediglich seine Position schließt, so ist dies für sich genommen noch nicht als Marktmanipulation im Sinne des Art 12 Abs 1 lit a MAR zu qualifizieren.⁶⁵²

8 Soziale Medien unter dem Digital Services Act

8.1 Hintergrund

Wie bereits an mehreren Stellen dieser Arbeit hervorgehoben, schaffen soziale Medien einen Raum, in dem sich Informationen und Emotionen mit außergewöhnlicher Geschwindigkeit weitgehend ungefiltert verbreiten können. Dadurch können sich in kurzer Zeit homogene „Meinungsschwärme“ bilden, die kollektive Handlungen anstoßen und für einzelne Betroffene oder Marktakteure spürbare Auswirkungen haben.⁶⁵³ Wie schon in Kapitel 7 eingehend untersucht, stellen derartige Schwarmkonstruktionen den Gesetzgeber und die Aufsichtsbehörden vor massive Herausforderungen den richtigen Adressaten einer Regulierung bzw. Sanktionierung zu identifizieren. Das zentrale Problem ist, dass der Schwarm als solcher nicht regelungs- oder sanktionsfähig ist. Eine Regulierung des Schwarmverhaltens muss sich daher an die einzelnen Schwarmteilnehmer richten. Ferner sollte aber auch das Unternehmen, das die Schwarminfrastruktur zur Verfügung stellt bzw. keine ausreichenden Maßnahmen zur Verhinderung damit einhergehender Schäden trifft, zur Rechenschaft gezogen werden.⁶⁵⁴ Die Ereignisse rund um GameStop machten dies besonders sichtbar. Die wesentlichen Interaktionen fanden auf Reddit und X statt. Gerade die Aufteilung von Reddit in Subreddits begünstigte die Entstehung der dortigen Gruppendynamik und trug maßgeblich zur Blasenbildung rund um die GameStop-Aktie bei. Eine aktive Moderation oder Gegensteuerung seitens der Plattformbetreiber blieb weitgehend aus.

In einer im Jänner 2025 an die Europäische Kommission gerichteten parlamentarischen Anfrage, die im Kontext der Verbreitung potentiell marktmanipulativer Informationen zu Kryptowerten durch Elon Musk steht, verweisen Abgeordnete des Europäischen Parlaments auch auf den Vorwurf, Musk habe sein eigenes Profil auf der von ihm kontrollierten Plattform X in einem Ausmaß manipuliert, das als erhebliches systemisches

⁶⁵² Mülbert in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) Art 12 Rz 89.

⁶⁵³ Achleitner, Virale Meinungsbildung und Filterblasen Virale Meinungsbildung und Filterblasen Regulatorische Initiativen der EU – Zur Auswirkung des Digital Services Act auf Schwärme in sozialen Netzwerken in Korch/Köhler, Schwärme im Recht (2022), 42 ff.

⁶⁵⁴ Korch/Köhler, Schwärme im Recht – eine Einführung (2022), 6 ff.

Risiko eingestuft wird. Derartige Manipulationen des Plattformalgorithmus könnten neben einer potentiellen Marktmanipulation auch einen Verstoß gegen den Digital Services Act (DSA) darstellen.⁶⁵⁵ Die Europäische Kommission beobachtet die Aktivitäten von Elon Musk und seiner Plattform X bereits seit geraumer Zeit. Gegen das Unternehmen laufen derzeit mehrere Verfahren wegen des Verdachts auf Verstöße gegen den DSA. Ziel dieser Verfahren ist die Überprüfung, ob die Plattform ihren Pflichten zur Eindämmung von Hassrede und Desinformation ordnungsgemäß nachkommt. Im Dezember 2023 leitete die Kommission ein förmliches Untersuchungsverfahren gegen X ein, um zu prüfen, ob die Plattform die einschlägigen Bestimmungen des DSA verletzt hat. Es handelt sich dabei um das erste Verfahren dieser Art gegen eine Online-Plattform wegen mutmaßlicher Zuwiderhandlungen gegen den DSA. Der Rechtsrahmen des DSA räumt der Kommission in diesem Zusammenhang umfassende Befugnisse ein, um die Einhaltung der Vorschriften zu überprüfen, etwa durch die Anforderung von Informationen, die Durchführung von Anhörungen und Interviews sowie den Zugang zu internen Daten und Systemen der betroffenen Anbieter.⁶⁵⁶

8.2 Digital Services Act

Am 16.11.2022 trat das Gesetz über digitale Dienste (Digital Services Act, kurz: DSA)⁶⁵⁷ als Teil der EU-Digitalstrategie⁶⁵⁸ in Kraft und verdrängte damit die nationalen Bestimmungen des Hass-im-Netz-Gesetzes. Gemeinsam mit dem Gesetz über digitale Märkte (Digital Markets Act)⁶⁵⁹ soll das Gesetzespaket einen sichereren digitalen Raum schaffen, in dem die Grundrechte der Nutzer geschützt sind und gleiche Wettbewerbsbedingungen für Unternehmen geschaffen werden. Insbesondere sehr große Online-Plattformen, wie z.B. Facebook, Instagram und auch X, sollen in die Pflicht genommen und zu einem effektiven Vorgehen gegen die Verbreitung illegaler Inhalte und Informationsmanipulation sowie zu mehr Werbetransparenz angehalten werden.

⁶⁵⁵ Parliamentary question E-000057/2025 to the Commission from 09.01.2025, abrufbar unter: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/E-10-2025-000057_EN.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Hack, Musk's self-promotion on X needs probing, EU lawmakers say in Politico am 22.11.2024, abrufbar unter <https://www.politico.eu/article/eu-lawmakers-call-upon-commission-to-look-into-musk-favoring-own-posts/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁵⁶ Satariano, The New York Times am 03.04.2025, E.U. Prepares Major Penalties Against Elon Musk's X, abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2025/04/03/technology/eu-penalties-x-elon-musk.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁵⁷ VO (EU) 2022/2065 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.10.2022 über einen Binnenmarkt für digitale Dienste und zur Änderung der Richtlinie 2000/31/EG, ABI L 277/1, 1.

⁶⁵⁸ Digitalstrategie der Europäischen Kommission, COM(2022) 4388 final vom 30.06.2022, https://commission.europa.eu/system/files/2022-06/c_2022_4388_1_de_act.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁵⁹ VO (EU) 2022/1925 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.09.2022 über bestreitbare und faire Märkte im digitalen Sektor und zur Änderung der Richtlinien (EU) 2019/1937 und (EU) 2020/1828, ABI L 265/1, 1.

Der Anwendungsbereich reicht sehr weit und umfasst auch außerhalb der Union ansässige Dienstleister. Gemäß Art 2 DSA gilt die Verordnung für Vermittlungsdienste, die für Nutzer mit Niederlassungsort oder Sitz in der Union angeboten werden, ungeachtet des Niederlassungsortes des Anbieters dieser Vermittlungsdienste. In ErwGr 7 und 8 DSA wird klargestellt, dass nicht jeder Dienst unter den Anwendungsbereich der Verordnung fällt. Bei fehlender Niederlassung in der Union sollte zumindest eine wesentliche Verbindung im Sinne eines „Ausrichtens“ der Tätigkeit auf den europäischen Markt, vorliegen.⁶⁶⁰ Für sehr große Online-Plattformen bestehen erhöhte Sorgfaltspflichten. Gemeinsam mit den sehr großen Online-Suchmaschinen, zählen diese zu den am stärksten regulierten Akteuren des DSA. Eine sehr große Online-Plattform liegt gem. Art 33 Abs 1 DSA dann vor, wenn diese durchschnittlich mindestens 45 Mio Nutzer monatlich aufweist. Die genaue Berechnung regelt ein delegierter Rechtsakt der Kommission.⁶⁶¹ Nach dem Inkrafttreten der VO mussten Online-Plattformen innerhalb von drei Monaten, die Anzahl ihrer aktiven Endnutzer auf ihren Websites veröffentlichen. Auf Grundlage dieser Zahlen überprüfte die Kommission, ob eine Plattform als sehr große Online-Plattform oder als sehr große Online-Suchmaschine zu benennen ist. Gemäß den Benennungsbeschlüssen der Kommission gem. Art 33 Abs 4 DSA wurden derzeit insgesamt achtzehn Akteure als sehr große Online-Plattformen (Very Large Online Platforms bzw. VLOPs) und zwei als sehr große Suchmaschinen (Very Large Online Search Engines bzw. VLOSEs) eingestuft. Darunter fallen auch soziale Medien, wie etwa YouTube, Twitter, Snapchat, Instagram, LinkedIn und Facebook.⁶⁶²

Zweck der erhöhten Sorgfaltsbestimmungen ist das große Ausmaß an Einflussmöglichkeiten, das derartig große Onlinemedien auf die Meinungsbildung in einer Gesellschaft, haben. Aufgrund der Reichweite und der hohen Anzahl an Nutzern spielen diese Plattformen eine entscheidende Rolle in öffentlichen Debatten und der Verbreitung von Informationen, Meinungen und Ideen und demzufolge auch bei der Beeinflussung der Informationsbeschaffung und -übermittlung im Internet.⁶⁶³ Für den europäischen Gesetzgeber gibt insbesondere das zumeist werbegestützte Geschäftsmodell von Online-Plattformen, Anlass zu gesellschaftlichen Bedenken.⁶⁶⁴ Anbieter sehr großer Online-Plattformen müssen daher mindestens einmal jährlich prüfen, welche systemischen Risiken

⁶⁶⁰ Weidlinger, Digital Services Act: Haftung sehr großer Online-Plattformen für Inhalte Dritter, *ecolox* 2023/103, 187.

⁶⁶¹ Art 33 Abs 3 iVm Art 87 VO (EU) 2022/2065.

⁶⁶² Europäische Kommission, Supervision of the designated very large online platforms and search engines under DSA, abrufbar unter <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/list-designated-vlops-and-vloses#ecl-inpage-alibaba> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Pressemitteilung IP/23/2413 vom 25.04.2023, Gesetz über digitale Dienste: Kommission benennt erstmals sehr große Online-Plattformen und Suchmaschinen, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_23_2413 (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁶³ ErwGr 75 VO (EU) 2022/2065.

⁶⁶⁴ ErwGr 79 VO (EU) 2022/2065.

mit der Nutzung ihrer Dienste sowie mit einem möglichen Missbrauch durch die Nutzer verbunden sind und angemessene Gegenmaßnahmen treffen.⁶⁶⁵ Ein systemisches Risiko ist die Verbreitung rechtswidriger Inhalte über einen Dienst (Art 34 Abs 1 lit a DSA). Für den EU-Gesetzgeber stellt die Verbreitung von rechtswidrigen Inhalten über Konten mit besonders großer Reichweite, ein erhebliches systemisches Risiko dar, weil der Zugang zu diesen Inhalten noch rascher und weiter gestreut werden kann.⁶⁶⁶ Der DSA verpflichtet Online-Plattformen dazu, systemische Risiken zu identifizieren, zu analysieren und zu bewerten, insbesondere solche, die mit der Verbreitung rechtswidriger Inhalte verbunden sind. Die Ergebnisse dieser Risikoanalyse sind in einem regelmäßig zu erstellenden Risikobericht zu dokumentieren. Darüber hinaus müssen die Plattformen ihren Nutzerinnen und Nutzern eine niedrigschwellige Möglichkeit zur Meldung rechtswidriger Inhalte bereitstellen. Erlangt eine Online-Plattform Kenntnis von rechtswidrigen Inhalten, ist sie verpflichtet, unverzüglich geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um diese zu entfernen, zu sperren oder anderweitig wirksam zu unterbinden.

8.3 „Rechtswidriger“ Inhalt

Für die Plattformbetreiber besteht gemäß Art 8 zwar keine Pflicht zur Überwachung bzw. aktiven Nachforschung, gemäß Art 9 jedoch die Pflicht ab Kenntnisnahme gegen rechtswidrige Inhalte vorzugehen. ErwGr 12 DSA führt hierzu weiter aus:

„Um das Ziel zu erreichen, ein sicheres, berechenbares und vertrauenswürdiges Online-Umfeld sicherzustellen, sollte die Definition des Begriffs „rechtswidrige Inhalte“ für die Zwecke dieser Verordnung im Großen und Ganzen den bestehenden Regeln in der Offline-Umgebung entsprechen.“⁶⁶⁷

Art 3 lit h DSA definiert Informationen als rechtswidrig, die als solche oder durch ihre Bezugnahme auf eine Tätigkeit, nicht im Einklang mit dem Unionsrecht oder dem Recht eines Mitgliedstaats stehen, ungeachtet des genauen Gegenstands oder der Art der betreffenden Rechtsvorschriften. Damit erfasst die Norm ein breites Spektrum potenziell unzulässiger Online-Inhalte, ohne auf bestimmte Rechtsgebiete wie etwa das Straf-, Wettbewerbs- oder Finanzmarktrecht beschränkt zu sein. Bei der Bewertung der systemischen Risiken sollten sich Anbieter auch auf die Informationen konzentrieren, die zwar nicht rechtswidrig sind, aber zu den systemischen Risiken iSd DSA beitragen. Solche Anbieter sollten daher besonders darauf achten, wie ihre Dienste zur Verbreitung oder

⁶⁶⁵ Art 34 Abs 1 VO (EU) 2022/2065; ErwGr 79 VO (EU) 2022/2065.

⁶⁶⁶ ErwGr 80 VO (EU) 2022/2065.

⁶⁶⁷ ErwGr 12 VO (EU) 2022/2065.

Verstärkung irreführender oder täuschender Inhalte, einschließlich Desinformation, genutzt werden. Inhalt, der zwar falsch oder irreführend, aber nicht illegal ist, wird in ErwGr 68 DSA als potentiell „*anderweitig schädlicher*“ Inhalt qualifiziert. Unter diese Kategorie fällt insbesondere Desinformation, die in den Erwägungsgründen wiederholt als nicht illegal, aber potenziell gesellschaftlich oder wirtschaftlich schädlich beschrieben wird, häufig im Zusammenhang mit koordinierten Manipulationen, etwa durch den Einsatz von falschen Nutzerkonten, automatisierten Bots oder orchestrierten Kommunikationskampagnen. Anbieter sehr großer Online-Plattformen sollten insbesondere prüfen, wie die Gestaltung und Funktionsweise ihres Dienstes sowie die vorsätzliche und häufig koordinierte Manipulation und Nutzung ihrer Dienste oder die systemische Verletzung ihrer Nutzungsbedingungen zu diesen Risiken beitragen.⁶⁶⁸

Sobald ein Online-Dienst Kenntnis von potenziell rechtswidrigen Inhalten erlangt, kann er nur dann von einer Haftungsprivilegierung profitieren, wenn er unverzüglich tätig wird und geeignete Maßnahmen ergreift. Für Hosting-Dienste, einschließlich Online-Plattformen, verpflichtet Art 16 DSA die Anbieter, leicht zugängliche und benutzerfreundliche Verfahren für eine einfache Meldung von potentiell rechtswidrigen Inhalten einzurichten, über die Nutzer unkompliziert mutmaßlich rechtswidrige Inhalte melden können.⁶⁶⁹

Darüber hinaus verpflichtet der DSA die Anbieter digitaler Dienste ausdrücklich zur „Moderation von Inhalten“. Dieser Begriff ist weit gefasst und umfasst nicht nur rechtswidrige Inhalte, sondern auch solche Nutzerbeiträge, die im Widerspruch zu den jeweiligen allgemeinen Geschäftsbedingungen der Plattform stehen. Die Erwägungsgründe des DSA verdeutlichen diesen breiten Regulierungsansatz und stellen klar, dass die Verordnung darauf abzielt, ein sicheres, verlässliches und vertrauenswürdiges Online-Umfeld zu schaffen, das sowohl der Verbreitung rechtswidriger Inhalte als auch den gesellschaftlichen Risiken entgegenwirkt, die etwa durch Desinformation oder vergleichbare problematische Inhalte entstehen können. Die besondere Hervorhebung des Phänomens der Desinformation in den Erwägungsgründen und dessen Einbettung in die Legaldefinition der Moderation von Inhalten lassen erkennen, dass der DSA zumindest implizit nicht nur auf die Kontrolle eindeutig rechtswidriger Inhalte abzielt, sondern auch auf die Moderation legaler, jedoch potenziell schädlicher Inhalte.⁶⁷⁰ Über die reine Moderation von Inhalten hinaus kann es für Plattformbetreiber erforderlich sein, auch gegen einzelne

⁶⁶⁸ ErwGr 84 VO (EU) 2022/2065.

⁶⁶⁹ *Achleitner*, Virale Meinungsbildung und Filterblasen Virale Meinungsbildung und Filterblasen Regulatorische Initiativen der EU – Zur Auswirkung des Digital Services Act auf Schwärme in sozialen Netzwerken in *Korch/Köhler*, Schwärme im Recht (2022), 45, 46.

⁶⁷⁰ *Achleitner*, Virale Meinungsbildung und Filterblasen Virale Meinungsbildung und Filterblasen Regulatorische Initiativen der EU – Zur Auswirkung des Digital Services Act auf Schwärme in sozialen Netzwerken in *Korch/Köhler*, Schwärme im Recht (2022), 47, 48.

Nutzer vorzugehen und diese zeitweise oder dauerhaft von der Nutzung auszuschließen. Ein solcher Schritt betrifft nicht nur die Sichtbarkeit bestimmter Inhalte, sondern greift unmittelbar in die Zusammensetzung der jeweiligen Community ein. In der Konsequenz entscheiden Plattformen damit auch darüber, wer Teil eines digitalen Schwarms sein kann und wer von dieser kollektiven Dynamik ausgeschlossen wird.⁶⁷¹

Vor dem Hintergrund dieser Systematik ist davon auszugehen, dass marktmanipulative Tätigkeiten auf Social-Media-Plattformen, wie sie etwa im Zusammenhang mit dem *GameStop*-Fall auftraten, nach den Grundsätzen des DSA ebenfalls als rechtswidrige Inhalte iSd. Art 3 lit h DSA zu qualifizieren wären, sofern gegen unionsrechtliche Vorschriften, in diesem Fall das Verbot der Marktmanipulation gemäß Art 15 iVm Art 12 MAR verstoßen wurde. In dem Fall würden sie den Tatbestand von Inhalten, die „*nicht im Einklang mit dem Unionsrecht oder dem Recht eines Mitgliedstaats stehen*“, erfüllen. Damit unterfallen auch solche Formen von Marktbeeinflussung, die über digitale Kommunikationskanäle erfolgen, dem Anwendungsbereich des DSA. Die Verordnung verpflichtet Plattformbetreiber somit, entsprechende Inhalte zu identifizieren, zu melden und, im Einklang mit den einschlägigen Transparenz- und Sorgfaltspflichten, zu entfernen oder einzuschränken. Marktmanipulative Online-Aktivitäten sind demnach nicht nur kapitalmarktrechtlich relevant, sondern auch plattformrechtlich rechtswidrig, da sie die Integrität der Märkte und das Vertrauen der Anleger beeinträchtigen und somit dem unionsrechtlichen Schutzziel des fairen und transparenten Marktgeschehens zuwiderlaufen.

Den Anbietern bleibt bei der Moderation von Inhalten ein weiter Gestaltungsspielraum. Sie können Inhalte unverändert bestehen lassen, mit Warnhinweisen versehen oder vollständig entfernen. Die im DSA verankerten Vorgaben zur Moderation von Inhalten, ermöglichen es digitalen Diensten, eine (oftmals automatisiert unterstützte) Auswahl und Bewertung von Nutzerinhalten vorzunehmen und über die Entfernung oder Kennzeichnung sowohl schädlicher als auch rechtswidriger Beiträge zu entscheiden. Dies beeinflusst letztlich auch die Fähigkeit sozialer Netzwerke, über das Fortbestehen homogener Meinungsschwärme zu entscheiden, unabhängig davon, ob diese durch algorithmische Selektion, bewusste Nutzerentscheidungen oder andere Faktoren entstanden sind. Durch das Löschen von Beiträgen oder das Sperren einzelner Konten, können Plattformen solche Schwarmstrukturen gezielt auflösen oder durch Unterlassen entsprechender Maßnahmen, fortbestehen lassen.

⁶⁷¹ Korch/Köhler, Schwärme im Recht – eine Einführung (2022), 6 ff.

Gerade vor dem Hintergrund der oftmals schwierigen Abgrenzung zwischen zulässigen Meinungsäußerungen, die dem Schutzbereich der Meinungsfreiheit unterfallen, und bewusst manipulativ verbreiteten Fehlinformationen führt dieser Spielraum jedoch dazu, dass Plattformbetreiber eine machtvolle Gatekeeper-Position in sozialen Netzwerken besitzen.⁶⁷² Der Digital Services Act wird sohin mE zu einem tiefgreifenden Wandel im Umgang mit Inhalten auf Online-Plattformen führen. Die Vorgaben zur Moderation von Inhalten können maßgeblich beeinflussen, welche Informationen Nutzerinnen und Nutzer in sozialen Netzwerken wahrnehmen und damit auch das digitale Meinungsklima prägen. Wie stark sich diese Effekte letztlich auswirken, hängt mE jedoch entscheidend davon ab, wie konsequent die Verordnung in der Praxis umgesetzt wird und welche Ressourcen den Aufsichtsbehörden für die Überwachung ihrer Einhaltung tatsächlich zur Verfügung stehen.

⁶⁷² *Achleitner*, Virale Meinungsbildung und Filterblasen Virale Meinungsbildung und Filterblasen Regulatorische Initiativen der EU – Zur Auswirkung des Digital Services Act auf Schwärme in sozialen Netzwerken in *Korch/Köhler*, Schwärme im Recht (2022), 48 ff.

V. Marktmanipulation mit Kryptowerten

9 Der Markt für Kryptowerte und seine Erfassung durch das europäische Marktmissbrauchsrecht

9.1 Hintergrund

Seit dem Launch des Bitcoin im Jahr 2009 entwickelte sich der Kryptomarkt von einem Nischenphänomen zu einem globalen, milliardenschweren Ökosystem. Während im Jahr 2016 laut CoinMarketCap knapp 9 000 Kryptowerte weltweit gemessen wurden, stieg die Anzahl bis 2025 auf über 27 Millionen Kryptowerte, die weltweit zirkulieren, was ein nahezu exponentielles Wachstum innerhalb der letzten Jahre aufzeigt.⁶⁷³ Dieser drastische Anstieg reflektiert nicht nur das zunehmende Interesse institutioneller und privater Akteure an Blockchain-Technologien, sondern auch die wachsende Vielfalt an Anwendungsmöglichkeiten, von dezentralen Finanzlösungen über Non-Fungible Tokens („NFTs“)⁶⁷⁴ bis hin zu Stablecoins und Utility-Token. Die hohe Emissionsrate neuer Kryptowerte ist daher nicht bloß Ausdruck technologischer Innovationsfreude, sondern zeigt zugleich die Fragmentierung des Kryptomarktes auf und verdeutlicht die Herausforderung der Regulierung und die Notwendigkeit der Schaffung klarer rechtlicher Rahmenbedingungen. Dennoch blieben Kryptowerte und ihre zentralen technischen Eigenschaften trotz ihrer wachsenden Bedeutung für den Finanzmarkt und die Finanzmarktstabilität lange Zeit ungeregelt. Regulatoren wurden erstmals mit dem sog. „ICO-Hype“ im Jahr 2017 auf den Kryptomarkt aufmerksam. Der Begriff „Initial Coin Offering“ („ICO“) bezeichnet dabei den Verkauf von Kryptowerten, zumeist durch einen zentralen Emittenten, über das Internet.⁶⁷⁵ 2018 beauftragte die Europäische Kommission im Rahmen ihres FinTech Aktionsplans die europäischen Aufsichtsbehörden die Eignung des EU-Rechtsrahmens in Bezug auf ICOs und Kryptowerte im Allgemeinen zu bewerten.

⁶⁷³ CoinMarketCap, Total Cryptocurrencies Tracked by CoinMarketCap (Stand 30.11.2025), abrufbar unter <https://coinmarketcap.com/charts/number-of-cryptocurrencies-tracked/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁷⁴ Bei NFTs handelt sich um Non-Fungible Tokens (übersetzt: nicht austauschbarer bzw. ersetzbarer Token). Ein Token (dt. Wertmarke) ist die digitalisierte Form eines Vermögenswertes. Der Token besitzt also einen bestimmten Wert oder eine Funktion. Gleichzeitig können aber auch echte Vermögenswerte wie Immobilien oder Musikrechte tokenisiert werden, indem die damit verbundenen Rechte und Pflichten auf den Token überschrieben werden. Das heißt, die Besitzverhältnisse werden digital abgebildet und sind somit handelbar. Ein Token kann sowohl fungible (austauschbar) als auch non-fungible (nicht austauschbar) sein. „Nicht austauschbar“ bedeutet sohin, dass es sich um einen einzigartigen digitalen Vermögenswert handelt. NFTs besitzen einen individuellen Wert: Siehe hierzu <https://ethereum.org/de/nft/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁷⁵ Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 20 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Erstmals mit der 5. Geldwäscherichtlinie⁶⁷⁶ (5 AMLD) erfasste der europäische Gesetzgeber auch den Kryptomarkt und weitete den Kreis der Verpflichteten auf Plattformen zum Umtausch virtueller Währungen sowie Anbieter elektronischer Geldbörsen aus. Die Ausweitung stellte eine Reaktion auf Forderungen einzelner nationaler Finanzaufsichtsbehörden dar, die sich zuvor mit einer zunehmenden Anzahl an Betrugsfällen und Investorenwarnungen zu am europäischen Markt tätigen „Kryptowährungsbörsen“ konfrontiert sahen.⁶⁷⁷ Mit der Einführung der Definition der „virtuellen Währung“ wurde im europäischen Recht sohin erstmals ein einheitliches Begriffsverständnis für Kryptowerte geschaffen. Eine umfassende Legaldefinition, insbesondere hinsichtlich der technologischen Aspekte blieb allerdings aus und beschränkte sich auf eine rudimentäre technische Beschreibung, wonach eine virtuelle Währung die *„digitale Darstellung eines Werts, die von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht zwangsläufig an eine gesetzlich festgelegte Währung angebunden ist und die nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen als Tauschmittel akzeptiert wird und die auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann“* ist.⁶⁷⁸

Das Financial Stability Board definierte Kryptowerte als *„Vermögenswerte, deren inhärenter Wert primär auf Kryptographie und Distributed Ledger Technologie („DLT“) basiert“*.⁶⁷⁹ 2019 stellte die ESMA in ihrem „Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets“ ebenfalls auf diese Definition ab und definierte die DLT als *„a means of saving information through a distributed ledger, i.e., a repeated digital copy of data available at multiple locations. DLT is built upon public-key cryptography, a cryptographic system that uses pairs of keys: public keys, which are publicly known and essential for identification, and private keys, which are kept secret and are used for authentication and encryption.“*⁶⁸⁰ Der Advice diskutierte darüber hinaus die verschiedenen Use Cases der DLT und Kategorien an Kryptowerten, die zum damaligen Zeitpunkt bereits existierten und befand, dass die wenigsten Kryptowerte unter ein bereits existierendes europäisches Finanzaufsichtsrecht eingeordnet

⁶⁷⁶ Richtlinie (EU) 2018/843 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2018 zur Änderung der Richtlinie (EU) 2015/849 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung und zur Änderung der Richtlinien 2009/138/EG und 2013/36/EU.

⁶⁷⁷ EBA, Warning to consumers on virtual currencies, 12.12.2013, EBA/WRG/2013/01 <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-warns-consumers-virtual-currencies> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Finanzmarktaufsicht, Jahresbericht 2017, 162.

⁶⁷⁸ Art 1 (2) lit d 5 AMLD.

⁶⁷⁹ Financial Stability Board, Crypto-asset markets Potential channels for future financial stability implications, 2018, 3, abrufbar unter <https://www.fsb.org/uploads/P101018.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁸⁰ ESMA, Advice on 'Initial Coin Offerings and crypto-assets', ESMA50-157-1391, 2019, 4, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

werden konnten und dies letztlich eine regulatorische Lücke im System darstelle. So könnten laut ESMA nur ein Bruchteil der sich am Markt im Umlauf befindlichen Kryptowerte als Finanzinstrumente iSd MiFID II oder als E-Geld iSd E-Geld Richtlinie (EMD 2)⁶⁸¹ qualifiziert werden, weshalb ein Großteil der Kryptowerte aus dem bestehenden Regulierungsregimen hinausfällt und ungeregelt bleibt. In dem Advice befand die ESMA daher, dass die Risiken, die von Kryptowerten ausgehen, eine Gefahr für den Anlegerschutz darstellen, wobei die größten Gefahren für Anleger aus betrügerischen Aktivitäten, Cyberangriffen, Geldwäsche und Marktmanipulation hervorgehen. Diese Risiken werden als besonders gravierend eingestuft und unterstreichen aus Sicht der ESMA die Dringlichkeit regulatorischer Maßnahmen auf europäischer Ebene.⁶⁸²

Zur Vorbereitung und Begleitung einer europäischen Regulierung für Kryptowerte führte die Europäische Kommission 2020 ein Impact Assessment durch und stellte dabei fest, dass die Marktintegrität durch den Handel mit unregulierten Kryptowerten gefährdet wird. Dies begründete die Europäische Kommission in weiterer Folge damit, dass bestimmte Verhaltensweisen auf den Märkten für Kryptowerte marktmissbräuchlichen Aktivitäten ähneln, wie sie auch in traditionellen Finanzmärkten beobachtet werden. So komme es etwa zu Marktmanipulationen in Form von Pump-and-Dump, Spoofing oder Layering, bei denen durch die Verbreitung irreführender Signale über Angebot und Nachfrage eine verzerrte Preisbildung herbeigeführt werde. Nach Einschätzung der ESMA wird diese strukturelle Anfälligkeit durch mehrere Faktoren begünstigt. Hierzu zählen die technische Komplexität und Neuartigkeit der zugrunde liegenden Technologien, eine häufig geringe Liquidität, erhebliche Kursschwankungen sowie eine hohe Vermögenskonzentration bei einzelnen Marktteilnehmern, die durch ihre dominante Position den Markt in erheblichem Maße beeinflussen können. Verstärkt werde dieses Risiko zudem dadurch, dass viele Krypto-Handelsplattformen nicht den für regulierte Märkte geltenden Transparenzpflichten und Interessenkonfliktregelungen unterliegen. Der fehlende gleichberechtigte Informationszugang und die mangelnde Sicherstellung fairer Preisbildung begünstigen somit manipulative Praktiken.⁶⁸³

⁶⁸¹ Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG.

⁶⁸² ESMA, Advice on 'Initial Coin Offerings and crypto-assets', ESMA50-157-1391, 2019, 39, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (zuletzt abgerufen am 23.05.2025).

⁶⁸³ Europäische Kommission, Commission Staff Working Document Impact Assessment SWD (2020) 380 final, 18 ff.; Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 3.

Rückblickend belegen verschiedene Ereignisse auf den Kryptomärkten, dass Kryptowerte eine signifikante Volatilität aufweisen, die durch mediale Kommunikation zusätzlich verstärkt werden kann. Dies betrifft insbesondere kursrelevante Informationen in sozialen Netzwerken, auf die der Kryptomarkt in der Vergangenheit besonders anfällig reagierte. Der Kryptomarkt birgt sohin ein bedeutendes Missbrauchspotenzial, insbesondere im Hinblick auf manipulative Eingriffe in die Preisbildung einzelner Kryptowerte. Ein anschauliches Beispiel für die technischen Manipulationsrisiken am Kryptomarkt findet sich in der Praxis sogenannter „*hostile Bots*“, also feindlich agierender, automatisierter Handelssysteme. Medienberichten zufolge waren bereits verschiedene Kryptowerte Ziel derartiger Angriffe. So berichtete etwa der Hedgefonds Virgil Capital, im Rahmen seiner Arbitrage-Handelsstrategie Opfer einer gezielten Störaktion durch einen solchen Bot geworden zu sein. Das automatisierte System von Virgil war darauf ausgelegt, kontinuierlich Preisdifferenzen zwischen verschiedenen Handelsplätzen zu analysieren und Arbitragemöglichkeiten bei Kryptowährungen zu identifizieren. Im geschilderten Fall habe der feindliche Bot gezielt Verkaufsaufträge für Ether zu einem unter dem Marktpreis liegenden Niveau platziert. Diese künstlich generierten Orders veranlassten das Handelssystem von Virgil, entsprechende Kaufaufträge zu erteilen, da es aufgrund der vorgetäuschten Preisniveaus von einer Arbitragemöglichkeit ausging. Unmittelbar vor Ausführung der Transaktion wurde der Verkaufsauftrag durch den Bot jedoch storniert, wodurch es zu keinem Abschluss kam. Dennoch wirkte sich die Platzierung der Kaufaufträge auf die Preisbildung an anderen Börsenplätzen aus und führte zu einem kurzfristigen Preisanstieg.

Diese Vorgehensweise ist als marktmanipulative Praxis zu qualifizieren und lässt sich typologisch dem sogenannten Spoofing zuordnen, eine Strategie, bei der durch das Einstellen und kurz darauf gezieltes Zurückziehen großer Handelsaufträge irreführende Signale über Angebot und Nachfrage erzeugt werden, um den Markt in eine bestimmte Richtung zu lenken. (siehe dazu genauer Kapitel 5.4.3.5)⁶⁸⁴ Auch der Bitcoin, der älteste Kryptowert mit der weltweit höchsten Marktkapitalisierung war in der Vergangenheit laut einer Studie der University of Texas das Subjekt gezielter Preismanipulationen. In der Studie wurden mehrere Millionen Transaktionen auf der Krypto-Handelsplattform Bitfinex analysiert, welche zu dem Ergebnis kam, dass ein erheblicher Teil des markanten

⁶⁸⁴ Coleman, „Bitcoin Price Manipulated by Cryptocurrency Trading Bots“, *CCN.com*, 27. März 2023, abrufbar unter <https://www.ccn.com/bitcoin-price-manipulated-by-cryptocurrency-trading-bots-wsj> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Vigna/ Osipovich, Bots Are Manipulating Price of Bitcoin in ‘Wild West of Crypto’, *Wall Street Journal*, 2.10. 2018, abrufbar unter <https://www.wsj.com/articles/the-bots-manipulating-bitcoins-price-1538481600> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 20 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Kursanstiegs von Bitcoin im Jahr 2017 nicht ausschließlich auf spekulatives Investorenverhalten zurückzuführen war, sondern vielmehr auf koordinierte Marktmanipulationen. Mittels Analyse der auf der Blockchain öffentlich einsehbaren Transaktionsdaten ließen sich wiederkehrende Muster zwischen der Ausgabe von Tether und ungewöhnlichen Kursbewegungen von Bitcoin identifizieren. Daraus ergab sich der Verdacht, dass Tether bewusst zur künstlichen Nachfragegenerierung eingesetzt wurde.⁶⁸⁵ Weitere Negativbeispiele aus jüngster Zeit zeigen die Problematik von Werbung zu Finanzprodukten und Kryptowerten auf Sozialen Medien. 2022 warb einer der größten deutschen Influencer MontanaBlack mit einer Reichweite von über 3 Millionen Followern auf Social Media für ein NFT-Gewinnspiel. Im Zuge des NFT-Gewinnspiels empfahl der deutsche Influencer seinen Fans die Anschaffung von NFTs. Das angebliche Gewinnspiel entpuppte sich als sog. Exit Fraud⁶⁸⁶ bzw. als Pump-and-Dump-Betrugsmasche.⁶⁸⁷

Am 9. Juni 2023 wurde die lang ersehnte Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR)⁶⁸⁸ im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Mit dem Inkrafttreten der MiCAR zum 30. Juni 2023 hat die Europäische Union den weltweit ersten umfassenden Regulierungsrahmen für Kryptowerte und tokenisierte Vermögenswerte auf Basis der Distributed-Ledger-Technologie („DLT“) geschaffen. Zeitgleich trat die Transfer of Funds Regulation (TFR)⁶⁸⁹, in Kraft, die die Vorschriften zu den zu übermittelnden Informationen zu Zahlern und Zahlungsempfängern für die Zwecke der Geldwäscheprävention festgelegt und nun auch auf Kryptowertetransfers ausdehnt. Mit der am 23. März 2023 in Kraft getretenen Verordnung über das DLT Pilot Regime (DLTR)⁶⁹⁰ hat die EU die ersten wesentlichen rechtlichen Grundlagen für die Regulierung des Krypto-Sektors geschaffen.

⁶⁸⁵ Griffin/ Shams, Is Bitcoin Really Un-Tethered? 28. Oktober 2019, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3195066> oder <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3195066> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Rooney, „Much of bitcoin's 2017 boom was market manipulation, research says“, CNBC online, 13. Juni 2018, abrufbar unter <https://www.cnbc.com/2018/06/13/much-of-bitcoins-2017-boom-was-market-manipulation-researcher-says.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 20 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁸⁶ Finanzmarktaufsicht, Kryptobetrug – Von Hackern, falschen Versprechen und utopischen Renditen, abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/finanzbetrueger-erkennen/kryptobetrug-von-hackern-falschen-versprechen-und-utopischen-renditen/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁸⁷ Bauer, Montanablack: Twitch-Streamer wirbt für betrügerische NFTs in Computer Bild am 15.02.2022, abrufbar unter <https://www.computerbild.de/artikel/cb-News-Internet-Montanablack-Twitch-Streamer-wirbt-betruegerische-NFTs-31795531.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁸⁸ Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937, ABl. L 150 vom 31. Mai 2023, 2.

⁶⁸⁹ Verordnung (EU) 2023/1113 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers und Transfers bestimmter Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2015/849, ABl. L 150 vom 9.6.2023, 1.

⁶⁹⁰ Verordnung (EU) 2022/858 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU, ABl. L151 vom 2.6.2022, 1.

Gemeinsam mit dem Digital Operational Resilience Act (DORA)⁶⁹¹, bilden diese Rechtsakte das von der Europäischen Kommission vorgelegte Paket zur Digitalisierung des Finanzsektors.⁶⁹²

In der wissenschaftlichen Literatur wird nicht nur der inhaltliche Umfang und die Systematik des neuen Regelungsrahmens hervorgehoben, sondern insbesondere auch die außergewöhnliche Geschwindigkeit, mit der der europäische Gesetzgeber agiert hat. Innerhalb eines Zeitraums von weniger als drei Jahren wurde ein kohärentes und weitreichendes Regelwerk für einen zuvor weitgehend unregulierten, technologiegetriebenen Sektor geschaffen.⁶⁹³

Die MiCAR stellt ein umfangreiches Regelwerk dar, das mit insgesamt 149 Artikeln sowie sechs Anhängen eine umfassende Regulierung des gesamten Lebenszyklus von Kryptowerten verfolgt. Inhaltlich erstreckt sich die Verordnung auf sämtliche Kategorien an Kryptowerten mit umfangreichen Anforderungen an die Emittenten. Die MiCAR adressiert sowohl die erstmalige Emission und öffentliche Angebotslegung als auch die Erbringung von Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kryptowerten. Darüber hinaus normiert die MiCAR spezifische Verhaltensregeln für den Handel und die Verwahrung von Kryptowerten und enthält Verbote marktmissbräuchlicher Praktiken.

Die konkreten Bestimmungen lassen deutliche Parallelen zu traditionellen Regelwerken der europäischen Finanzmarktregulierung erkennen. So weisen insbesondere die Vorschriften über Whitepaper in Titel II der MiCAR ab Art 4 zur Regulierung öffentlicher Angebote starke inhaltliche Ähnlichkeiten zur Prospektverordnung, auf. Auch Titel IV der MiCAR, der sich auf E-Geld-Token bezieht, greift zahlreiche Regelungsprinzipien der EMD 2 auf. Titel V enthält die Anforderungen an die Erbringung von Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowerte und schafft einerseits eine Zulassungspflicht für Dienstleister, welche in der englischen Sprachfassung als Crypto-Asset Service Provider (gängige Kurzform „CASPs“) bezeichnet werden. Darüber hinaus enthält die MiCAR weitere laufende Pflichten an die sich CASPs

⁶⁹¹ Verordnung (EU) 2022/2554 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011, ABl. L 333 vom 27.12.2022, S.1

⁶⁹² Europäische Kommission, Digital Finance Package, 24. September 2020, abrufbar unter https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁹³ Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 6 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

halten müssen. Die Struktur des Titel V erinnert dabei stark an das Regime unter der MiFID II.⁶⁹⁴

Mit Titel VI MiCAR schuf der europäische Gesetzgeber ein für Kryptowerte spezifisches Marktmissbrauchsregime, das neben die MAR, die den Marktmissbrauch mit Finanzinstrumenten regelt, tritt.⁶⁹⁵ Erklärtes Ziel ist es, das Vertrauen in die Märkte für Kryptowerte und die Integrität dieser Märkte zu gewährleisten. Nach ErwGr 95 MiCAR war ursprünglich eine Ausweitung der MAR auf Kryptowerte vorgesehen. Aus Gründen der Verhältnismäßigkeit sowie aufgrund des Erfordernisses maßgeschneiderter Regelungen entschied sich der Gesetzgeber jedoch letztlich, spezifische Vorschriften für den Kryptomarkt zu schaffen. (siehe ErwGr 95 *"(...) Da es sich bei den Emittenten von Kryptowerten und den Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen jedoch sehr häufig um KMU handelt, wäre es unverhältnismäßig, sämtliche Bestimmungen der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates⁽²¹⁾ auf sie anzuwenden. Deshalb ist es notwendig, spezifische Vorschriften festzulegen, die bestimmte Verhaltensweisen untersagen, welche das Vertrauen der Nutzer in die Märkte für Kryptowerte und die Integrität dieser Märkte untergraben dürften, (...)"*). Der Aufbau und die Systematik der Regelungen lehnen daher stark an der MAR an, die wissenschaftliche Literatur spricht sogar von einer 1:1 Kopie.⁶⁹⁶

9.2 Technische und ökonomische Besonderheiten von Kryptowerten

Der Kryptomarkt unterscheidet sich in mehrfacher Hinsicht sowohl auf technischer als auch auf ökonomischer Ebene grundlegend vom traditionellen Finanzmarkt. Auf technischer Ebene führen insbesondere die auf der DLT basierende Transparenz, der Wegfall zentraler Intermediäre durch Konsensmechanismen sowie der Einsatz von Smart Contracts zu einem grundlegenden Wandel der Marktinfrastuktur.

Ökonomisch betrachtet zeichnen sich zahlreiche im Umlauf befindliche Kryptowerte durch eine vergleichsweise geringe Markttiefe und Liquidität aus. Viele dieser Vermögenswerte erfüllen vorrangig spekulative Zwecke, wie etwa Meme Coins oder fungieren als Basiswerte für komplexe derivative Produkte mit hohem Hebel, die über niedrigschwellig zugängliche Handelsplattformen einer breiten Zahl an Kunden angeboten werden. Diese Dynamik wird

⁶⁹⁴ Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 20 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁹⁵ Wutscher in Kalss/ Krönke / Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 3.

⁶⁹⁶ Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 22 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

zusätzlich durch verhaltensökonomische Faktoren verstärkt, insbesondere durch Elemente der Gamification, wie z.B. Trading Competitions, Gewinnspiele oder Videospiele, die gezielt eingesetzt werden, um das Handelsverhalten über spezialisierte Applikationen zu stimulieren.⁶⁹⁷ (zu Gamification siehe genauer in Kapitel 1.3.4)

Im internationalen Vergleich lässt sich feststellen, dass Handelsplattformen aus dem asiatischen Raum den Kryptomarkt dominieren und mit täglichen Handelsvolumina im Milliardenbereich eine führende Marktstellung einnehmen. Daraus resultiert ein signifikanter Wettbewerbsvorsprung gegenüber konkurrierenden Anbietern aus Europa und den USA. Nach Angaben der Plattform CoinMarketCap stammen neun der zehn weltweit führenden Kryptowährungsbörsen, gemessen am täglichen Handelsvolumen, aus Asien. Zu den Marktführern zählen insbesondere die Plattformen Binance und Bybit, zwei ursprünglich asiatische Plattformen, die weltweite Nutzerzahlen sowie Handelsvolumina verzeichnen, die weit über jene vieler anderer globaler Anbieter hinausgehen und so das globale Marktgeschehen in erheblichem Maße prägen.⁶⁹⁸

Im Vergleich zu traditionellen Finanzmärkten zeigt sich eine deutliche Diskrepanz in der Handelsintensität zwischen traditionellen Börsenplätzen und zentralisierten Krypto-Handelsplattformen. Während an der Wiener Börse im Mai 2023 Wertpapiere im Wert von rund 2,53 Milliarden US-Dollar gehandelt wurden⁶⁹⁹, verzeichnete die Plattform Binance innerhalb eines einzigen Handelstags ein Volumen von etwa 12 Milliarden US-Dollar.⁷⁰⁰ Diese Zahlen verdeutlichen die außergewöhnliche Transaktionsdynamik des Kryptomarktes und deren Systemrelevanz am globalen Finanzmarkt. In jüngerer Zeit lässt sich zudem eine verstärkte strategische Expansion dieser Anbieter in den europäischen Markt beobachten, was neue Herausforderungen für die Marktaufsicht sowie für die Umsetzung und Durchsetzung regulatorischer Standards innerhalb der Europäischen Union mit sich bringt.⁷⁰¹

⁶⁹⁷ Siehe u.a. Bybit, Trading Competition, abrufbar unter <https://www.bybit.com/en/trading-contest/game/?name=19346Feb> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁹⁸ Coinmarketcap, Top Cryptocurrency Spot Exchanges (Stand: 30.11.2025), abrufbar unter <https://coinmarketcap.com/rankings/exchanges/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁶⁹⁹ Wiener Börse, Aktienumsätze im November 2024 auf stabilem Niveau, 03.12.2024, abrufbar unter <https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/aktienumsaetze-112024/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁰⁰ Coinmarketcap, Top Cryptocurrency Spot Exchanges Stand (30.11.2025), abrufbar unter <https://coinmarketcap.com/rankings/exchanges/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁰¹ Danzer, Mit Bybit kommt eine der größten Kryptobörsen der Welt nach Wien, DerStandard am 10.10.2024, abrufbar unter <https://www.derstandard.at/story/3000000240197/mit-bybit-kommt-eine-der-groessten-kryptoboersen-der-welt-nach-wien> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Das nachfolgende Kapitel analysiert diese technischen und ökonomischen Charakteristika vor dem Hintergrund der MiCAR und untersucht deren regulatorische Relevanz und Herausforderungen unter marktmissbrauchsrechtlichen Gesichtspunkten.

Kryptowerte werden in der Regel online auf sogenannten Trading-Plattformen erworben. Dabei legt der Kaufinteressierte zuerst einen Account auf der Plattform an, der hinsichtlich Art und Funktionsumfang variieren kann und dessen Aufbau einem klassischen Onlinebanking Konto ähnelt. Die Betreiber der Trading-Plattform verdienen zumeist durch Wechselkursauf- bzw. Abschläge oder anderweitige Gebühren. Darüber hinaus geben Trading-Plattformen häufig eigene Plattformtoken aus mit denen Transaktionsgebühren auf der Plattform bezahlt werden können. Trading-Plattformen können nach der Art der Transaktionsabwicklung in zwei Untergruppen eingeteilt werden. On-Chain Trading-Plattformen wickeln jede Transaktion über die Blockchain ab, während bei Off-Chain Trading-Plattformen lediglich der Buchungsstand auf dem Online-Account der Nutzer an den konkret durchgeführten Kauf bzw. Umtausch angepasst wird. Bei On-Chain Trading-Plattformen werden die konkreten Transaktionen sohin tatsächlich auf der Plattform vollzogen, wodurch es zu einer realen Veränderung der Zuordnungsverhältnisse auf der Blockchain kommt. Die transaktionsgegenständlichen Kryptowerte werden den „Public Keys“ der „tauschenden“ Parteien durch eine Blockchaintransaktion zugeordnet. Off-Chain Trading Plattformen führen dagegen bei Tauschaktivitäten auf der Plattform keine tatsächliche Transaktion auf der Blockchain durch, weshalb es auch zu keiner realen Veränderung der Zuordnungsverhältnisse auf der Blockchain kommt. Nur die virtuellen Kontostände der Plattformuser werden aktualisiert, wodurch es lediglich zu einer Anpassung auf Buchungsebene kommt. User der Off-Chain Trading-Plattform erhalten sohin nur einen vertraglichen Anspruch gegenüber dem Betreiber den tatsächlichen Zustand der Zuordnungsverhältnisse auf der Blockchain real herzustellen.⁷⁰²

Ein weiteres wesentliches Unterscheidungsmerkmal von Online-Trading-Plattformen besteht in ihrer Ausgestaltung, die entweder in zentralisierter oder dezentralisierter Form bestehen kann. Zur begrifflichen Abgrenzung haben sich in der Praxis die Bezeichnungen Centralized Exchange („CEX“) und Decentralized Exchange („DEX“) etabliert. Der überwiegende Teil des Handelsvolumens mit Kryptowerten entfällt auf zentralisierte Handelsplattformen, die zumeist auch die Verwahrung der Kundenvermögenswerte übernehmen als auch die Abwicklung bzw. das Settlement der Transaktionen

⁷⁰² Fromberger/ Zimmermann in Maume/ Maute, Rechtshandbuch Kryptowerte (Kryptowerte-HdB) (2020) § 1 Rz 90 ff.

durchführen.⁷⁰³ Zentralisierte Handelsplattformen, die typischerweise off-chain betrieben werden, zeichnen sich durch die dominante Stellung des Plattformbetreibers aus, welcher über weitreichende Einfluss- und Zugriffsmöglichkeiten verfügt. In vielen Fällen übernehmen zentrale Betreiber zugleich die Verwahrung der gehandelten Kryptowerte, was ihnen eine Kontrolle über die von den Nutzern initiierten Transaktionen ermöglicht. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bei der Erstellung eines Nutzerkontos durch den Betreiber ein kryptografisches Schlüsselpaar generiert wird, wobei dem Nutzer regelmäßig nur der Public Key zur Verfügung gestellt wird. Der zugehörige Private Key verbleibt beim Plattformbetreiber, der somit auch als Verwahrer der Kryptowerte fungiert. Der Zugriff des Nutzers auf sein Konto erfolgt über ein Passwort, das funktional an die Stelle des Private Keys tritt. Folglich unterliegen die einem Public Key zugeordneten Token der faktischen Verfügungsgewalt des Plattformbetreibers. Darüber hinaus wird bei zentralisierten Plattformen, die eine on-chain-Abwicklung unterstützen, der Tokenfluss regelmäßig über einen zentralen Public Key geleitet, wodurch die Plattform operativ zwischen die Transaktionsparteien geschaltet ist. Demgegenüber fehlt es dezentralen Plattformen, die notwendigerweise on-chain operieren, an vergleichbaren Einfluss- und Zugriffsmöglichkeiten des Betreibers. Transaktionen werden dort eigenständig durch die Nutzer ausgeführt, wobei die den Nutzern zustehenden Token nicht unter der Kontrolle des Plattformbetreibers stehen. Auch hier erfolgt die Generierung eines kryptografischen Schlüsselpaares, jedoch verbleibt der Private Key ausschließlich beim Nutzer. Der Plattformbetreiber hat auf diesen keinen Zugriff. Der Token-Austausch vollzieht sich direkt zwischen den beteiligten Parteien, wobei die Plattform lediglich als technischer Vermittlungsmechanismus fungiert. Die Übertragung der Kryptowerte erfolgt unmittelbar zwischen den Public Keys der Handelnden, ohne dass der Betreiber operativ in den Übertragungsprozess eingreift.⁷⁰⁴ Die unterschiedlichen Ausgestaltungen zentralisierter und dezentralisierter Plattformen sind insbesondere im Hinblick auf die technische Sicherheit von Nutzerkonten und die Verwahrung der Keys von erheblicher Bedeutung.⁷⁰⁵

Aus marktmisbrauchsrechtlicher Perspektive ergeben sich darüber hinaus weitere bedeutsame Risiken, die sich mE insbesondere bei zentralisierten Handelsplattformen als signifikant erweisen. Aufgrund der umfassenden Eingriffs- und Einflussmöglichkeiten des Betreibers besteht hier ein erheblich erhöhtes Manipulationspotenzial. Demgegenüber sind bei dezentralen Plattformen solche Risiken auf Seiten des Betreibers strukturell

⁷⁰³ *Daian et al.*, Flash Boys 2.0: Frontrunning, Transaction Reordering, and Consensus Instability in Decentralized Exchanges (2019), abrufbar unter <https://doi.org/10.48550/arXiv.1904.05234> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁰⁴ *Fromberger/ Zimmermann* in *Maume/ Maute*, Kryptowerte-HdB (2020) § 1 Rz 90 ff.

⁷⁰⁵ *Fromberger/ Zimmermann* in *Maume/ Maute*, Kryptowerte-HdB (2020) § 1 Rz 101.

eingeschränkt, da dem Betreiber die technische Möglichkeit zur Einflussnahme weitgehend entzogen ist. Dies schließt jedoch die allgemeine Anfälligkeit der Blockchain auf marktmanipulative Taktiken anderer Marktteilnehmer nicht aus (siehe dazu weiter unten). Um diese Gefahren vorzubeugen, regelt Art 92 MiCAR, dass eine Person, die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermittelt oder ausführt, über wirksame Vorkehrungen, Systeme und Verfahren für die Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch, verfügen muss. In dem Zusammenhang wurde mit Art 92 Abs 2 MiCAR die ESMA damit beauftragt Entwürfe technischer Regulierungsstandards auszuarbeiten, welche die Anforderungen an derartige Systeme weiter präzisieren sollen. Umgesetzt wurde dies mit Erlassung der DeIVO 2025/885 (Regulatory Technical Standards (RTS) on Market Abuse)⁷⁰⁶ und den Leitlinien an die Aufsichtsbehörden zu kohärenten Aufsichtspraktiken.⁷⁰⁷ Regelungsvorbild dieser Vorschrift ist Art 16 MAR, die ESMA führt dazu im Third Consultation Paper zur MiCAR u.a. an: „(...) *ESMA’s preliminary view is that Article 16 of MAR and CDR 2016/957 can be taken as a precedent for the mandate on the arrangements, systems, and procedures for PPAETs to prevent and detect market abuse, and on the STOR template.*“⁷⁰⁸

Beim Handel mit Kryptowerten kann es je nach Art, Größe und Komplexität des konkreten Geschäftsbereichs zu verschiedenen Risikoszenarien in Zusammenhang mit potentiell marktmissbräuchlichen Handelspraktiken kommen. In diesem Sinne wendet der Gesetzgeber bzw. die mit der Umsetzungsgesetzgebung betraute ESMA durchwegs das Proportionalitätsprinzip an und weist die zuständigen Aufsichtsbehörden dazu an das Prinzip der risikobasierten Aufsicht in der Praxis anzuwenden.

In Art 2 (3) lit a der RTS on Market Abuse⁷⁰⁹ wird unter anderem hervorgehoben *“Persons professionally arranging or executing transactions in crypto-assets shall ensure that the*

⁷⁰⁶ Delegierte Verordnung (EU) 2025/885 der Kommission vom 29.04.2025 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Präzisierung der Vorkehrungen, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung, Aufdeckung und Meldung von Marktmissbrauch, der für die Meldung eines vermuteten Marktmissbrauchs zu verwendenden Muster und der Verfahren für die Abstimmung zwischen den jeweils zuständigen Behörden bei der Aufdeckung von grenzüberschreitendem Marktmissbrauch und dessen Belegung mit Sanktionen.

⁷⁰⁷ ESMA, Leitlinien vom 09.07.2025 zu den Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch gemäß der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA), ESMA75-453128700-1039, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA75-453128700-1039_Guidelines_on_supervisory_practices_to_prevent_and_detect_market_abuse_MiCA_DE.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁰⁸ ESMA, Consultation Paper – Draft technical standards and guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) on detection and prevention of market abuse, investor protection and operational resilience – third consultation paper, ESMA75-453128700-1002, 25.03.2023, S. 8 Rz 11, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-1002_MiCA_Consultation_Paper_-_RTS_market_abuse_and_GIs_on_investor_protection_and_operational_resilience.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁰⁹ Delegierte Verordnung (EU) 2025/885.

*arrangements, systems and procedures (...) are appropriate and **proportionate** in relation to the **scale, size and nature of their business activity** (...)*". Die Angemessenheit solcher Systeme und Vorkehrungen hängt davon ab welche Auswirkungen die Position des konkreten Dienstleisters auf den Markt hat, also ob dieser eine signifikante oder gar eine dominante Marktstellung im jeweiligen Marktsegment innehat.⁷¹⁰

Personen, die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen, haben gemäß Art 92 MiCAR jeden begründeten Verdacht in Bezug auf einen Auftrag oder ein Geschäft, einschließlich einer Stornierung oder Änderung desselben, und anderer Aspekte der Funktionsweise der Distributed-Ledger-Technologie wie des Konsensmechanismus, wenn Umstände vorliegen könnten, die darauf hindeuten, dass Marktmissbrauch begangen wurde, begangen wird oder wahrscheinlich begangen wird, der zuständigen Aufsichtsbehörde zu melden. Die Pflicht zur fortlaufenden Überwachung der Handelsaktivitäten gem. Art 2 RTS on Market Abuse schließt on-chain und off-chain Transaktionen gleichermaßen mit ein. Hinsichtlich der „Aspekte der Funktionsweise der Distributed-Ledger-Technologie wie des Konsensmechanismus“ präzisiert die ESMA, dass Dienstleister nicht sämtliche Vorgänge auf der Blockchain des jeweiligen Kryptowerts (z.B. auf Bitcoin, Ethereum oder Solana) überwachen müssen, sondern nur solche On-Chain-Transaktionen, die in direktem Zusammenhang mit der Plattform stehen. Dies liegt etwa dann vor, wenn zwei Nutzer über die Plattform einen Handel durchführen (z. B. Kauf von ETH gegen USDT) und dieser Trade on-chain abgeschlossen wird (z. B. bei einem on-chain settlement). In dem Fall muss die Plattform diesen Transfer überwachen und nachvollziehen können. Auch Plattformen, die z. B. Smart Contracts für die Abwicklung von Geschäften verwenden, müssen die Abläufe auf der Blockchain in diesem Zusammenhang auf unübliche Muster überwachen, die auf einen potentiellen Marktmissbrauch hindeuten können.

Die Leitlinien weisen die Aufsichtsbehörden diesbezüglich an, ein gutes Verständnis der Risiken, die von Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen, direkt beaufsichtigten Emittenten sowie anderen Personen (Händlern, Minern, Validierern oder in den sozialen Medien aktiven relevanten Personen) ausgehen, zu entwickeln und fortlaufend zu aktualisieren. Die Leitlinien präzisieren ferner jene Handlungen, die Marktmissbrauch darstellen können und heben die folgenden Taktiken in diesem Zusammenhang besonders vor: Manipulation von Auftragsbüchern, MEV5-Strategien⁷¹¹ oder die Verbreitung falscher

⁷¹⁰ ErwGr 3 DelVO 2025/885.

⁷¹¹ Maximal extrahierbarer Wert (Maximal extractable value).

oder irreführender Informationen.⁷¹² Zu MEV5-Strategien führt die ESMA in den Konsultationspapieren zur MiCAR⁷¹³ u.a. an „*Secondly, ESMA notes that MiCA is clear when indicating that orders, transactions, and other aspects of the distributed ledger technology may suggest the existence of market abuse e.g., the well-known Maximum Extractable Value (MEV) whereby a miner/validator can take advantage of its ability to arbitrarily reorder transactions to front-run a specific transaction(s) and therefore make a profit.*“ Maximum Extractable Value (MEV) ist einer der bekanntesten Fällen von Marktmanipulation auf der Blockchain und beschreibt die Fähigkeit eines Miners oder Validators, Transaktionen neu zu ordnen und so durch eine Maximierung der Transaktionsgebühren zu profitieren, was u.a. als eine Form des Front Running eingeordnet werden kann.⁷¹⁴

9.3 Marktmissbrauch auf der Blockchain

Obwohl dezentrale Handelsplattformen auf den ersten Blick als transparente und sichere Alternative zu zentralisierten Handelsplätzen erscheinen, da die Verwahrung der Vermögenswerte und die Handelsabwicklung über Smart Contracts automatisiert und öffentlich einsehbar erfolgt, weisen auch DEX's in der Praxis strukturelle Schwächen auf, die gezielt für marktmanipulative Praktiken ausgenutzt werden können. Art 92 MiCAR verpflichtet daher Personen, die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen, der zuständigen Behörde unverzüglich jeden begründeten Verdacht in Bezug auf einen Auftrag oder ein Geschäft und *"anderer Aspekte der Funktionsweise der Distributed-Ledger-Technologie wie des Konsensmechanismus"*, zu melden, wenn Umstände vorliegen könnten, die darauf hindeuten, dass Marktmissbrauch begangen wurde, begangen wird oder wahrscheinlich begangen wird. Das bedeutet, auch wenn eine Handelsplattform selbst nicht aktiv am Konsensmechanismus einer Blockchain teilnimmt, ist sie dennoch gehalten, relevante protokollseitige Ereignisse im Blick zu behalten. Treten protokollseitige Ereignisse auf, die potenziell Auswirkungen auf das Handelsgeschehen innerhalb der Plattform haben könnten, so sollte die verpflichtete Handelsplattform über ein effektives Monitoring- und Frühwarnsystem verfügen. Dieses hat sicherzustellen, dass das

⁷¹² ESMA, Leitlinie 1 Nr 1 vom 09.07.2025 zu den Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch gemäß der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA), ESMA75-453128700-1039, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA75-453128700-1039_Guidelines_on_supervisory_practices_to_prevent_and_detect_market_abuse_MiCA_DE.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷¹³ ESMA, Consultation Paper – Draft technical standards and guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) on detection and prevention of market abuse, investor protection and operational resilience – third consultation paper, ESMA75-453128700-1002, 25.03.2023, S. 10 Rz 19, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-1002_MiCA_Consultation_Paper_-_RTS_market_abuse_and_GIs_on_investor_protection_and_operational_resilience.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷¹⁴ Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 92 Rz 9.

zuständige Personal unverzüglich informiert wird, um manuelle Prüfungen vorzunehmen und gegebenenfalls weiterführende Maßnahmen wie die vorübergehende Aussetzung des Handels einzuleiten oder Auszahlungen für den betroffenen Kryptowert zu verhindern. Eine praktikable Möglichkeit zur Erfüllung der Überwachungs- und Meldepflichten im Zusammenhang mit Kryptowerten besteht darin, spezialisierte Blockchain-Analyseanbieter in den Compliance-Prozess einzubinden. Ein solches Outsourcing an Dritte ist gemäß Art 3 Z 4 DelVO (EU) 2025/885 ausdrücklich zulässig. Blockchain-Intelligence-Provider verfügen über fortschrittliche technische Monitoring-Systeme, die Netzwerkaktivitäten auf der Blockchain automatisiert auswerten und ungewöhnliche Ereignisse erfassen. Hierzu zählen insbesondere sogenannte Forks, also Abspaltungen einer Blockchain, bei denen sich die bisherige Transaktionshistorie in zwei unabhängige Ketten aufteilt, was zu Unsicherheiten hinsichtlich der Gültigkeit und Reihenfolge von Transaktionen führen kann.⁷¹⁵ Ebenso werden Anomalien in der Transaktionsfinalität erkannt, die darauf hindeuten, dass Transaktionen ungewöhnlich lange unbestätigt bleiben oder rückabgewickelt werden, welches ein potenzielles Anzeichen für technische Störungen oder gezielte Manipulationsversuche ist. Ferner können auch auffällige Konzentrationen von Netzwerkknoten (Nodes) identifiziert werden, die auf eine unerwartete Zentralisierung innerhalb des Netzwerks oder eine koordinierte Einflussnahme auf den Konsensmechanismus schließen lassen. Durch die kontinuierliche Beobachtung und Analyse solcher Vorgänge tragen spezialisierte Blockchain-Analyse-Dienstleister wesentlich dazu bei, potenzielle Risiken frühzeitig zu erkennen und die Einhaltung regulatorischer Anforderungen sicherzustellen. Sie unterstützen Marktteilnehmer somit dabei, ihre Verpflichtungen im Bereich der Marktintegrität und Prävention marktmissbräuchlicher Aktivitäten effizient und technisch fundiert zu erfüllen.⁷¹⁶

So können etwa bestimmte Akteure, wie Miner oder Validatoren, durch ihre privilegierte Stellung innerhalb der Blockchain-Architektur Einfluss auf die Reihenfolge, Auswahl oder Bestätigung von Transaktionen nehmen. Dies eröffnet Missbrauchsformen wie etwa Front Running, Block Reorganizations oder Maximal Extractable Value Strategien (MEV-Strategien), bei denen technisches Wissen zur systematischen Vorteilsnahme gegenüber anderen Marktteilnehmern genutzt wird. Diese Risiken werfen komplexe aufsichtsrechtliche Fragen auf, etwa ob und in welchem Umfang Betreiber von Handelsplattformen verpflichtet sind, auch solche potenziell marktmanipulativen Vorgänge innerhalb der Distributed-Ledger-Technologie zu identifizieren bzw. zu überwachen. Die Herausforderung liegt dabei

⁷¹⁵ CoinMarketCap, abrufbar unter <https://coinmarketcap.com/academy/glossary/fork-blockchain> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷¹⁶ Siehe hierzu <https://www.chainalysis.com/solution/crypto-investigations/> (zuletzt abgerufen am 16.07.2025); <https://crystalintelligence.com/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

in der Abgrenzung zwischen plattformbezogener Überwachungspflicht und der rein technischen Funktionsweise der Blockchain. In dezentralen Handelsplattformen wird die Handelsfunktionalität in der Regel durch Smart Contracts oder vergleichbare Peer-to-Peer-Infrastrukturen umgesetzt. Smart Contracts sind Programme, die automatisiert und ohne direkte Benutzerinteraktion ausgeführt werden. Sie operieren typischerweise auf öffentlichen Blockchain-Netzwerken, wodurch alle Teilnehmer die ordnungsgemäße Ausführung des Programmcodes verifizieren können. Die Ethereum-Blockchain stellt derzeit die am weitesten verbreitete Infrastruktur für solche Anwendungen dar und zeichnet sich durch ihre Turing-Vollständigkeit aus, d. h. sie erlaubt die Abbildung beliebig komplexer logischer Abläufe. Ethereum-Smart-Contracts werden bereits in vielfältigen Transaktionsformen und Bereichen eingesetzt. Eine der zentralen Schwächen liegt in der vergleichsweise langsamen Ausführungsgeschwindigkeit on-chain abgewickelter Transaktionen.⁷¹⁷ Aufgrund dieser Verzögerungen können Dritte eingehende Handelsaufträge beobachten, noch bevor sie endgültig ausgeführt werden, und durch Zahlung höherer Transaktionsgebühren ihre eigenen, konkurrierenden Aufträge bevorzugt in die Blockchain schreiben lassen. Dieses sogenannte Front Running stellt eine klassische Form opportunistischen Marktverhaltens dar, bei dem Informationsasymmetrien, hier technischer Natur, ausgenutzt werden, um sich einen Handelsvorteil zu verschaffen. Zusätzlich hat sich rund um DEX-Plattformen ein Ökosystem automatisierter Arbitrage-Bots entwickelt, das gezielt Schwächen in der Preisfindung und im Matching von Orders ausnutzt. Diese Bots konkurrieren in Echtzeit um profitable Preisunterschiede und setzen auf aggressive Strategien wie wiederholtes Einstellen neuer Orders mit höheren Gebühren (Gas Replacement) und die Ausnutzung nicht finalisierter Aufträge. Diese Praktiken führen zu einer systematischen Verzerrung des Preisbildungsprozesses und beeinträchtigen die wirtschaftliche Sicherheit des zugrunde liegenden Konsensmechanismus. Besonders kritisch sind solche Eingriffe, weil sie, anders als im traditionellen Finanzmarkt, nicht durch zentrale Instanzen kontrolliert oder sanktioniert werden können. Vielmehr beruhen sie auf inhärenten Eigenschaften der Blockchain-Technologie selbst. Die Möglichkeit, sich durch technische Überlegenheit, höhere Gebühren oder strategisch platzierte Transaktionen einen Vorteil zu verschaffen, offenbart somit eine neuartige Form marktmanipulativen Verhaltens.⁷¹⁸

⁷¹⁷ Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Arbeit beträgt die durchschnittliche Blockzeit im Ethereum-Netzwerk etwa 12 Sekunden. Abrufbar unter: <https://ethereum.org/en/developers/docs/blocks/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025), siehe auch <https://etherscan.io/chart/blocktime> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷¹⁸ *Daian et al.*, Flash Boys 2.0: Frontrunning, Transaction Reordering, and Consensus Instability in Decentralized Exchanges (2019), abrufbar unter <https://doi.org/10.48550/arXiv.1904.05234> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

9.3.1 Das Anlegerleitbild und der „Krypto-Investor“

Um beurteilen zu können, ob eine Handlung oder Information geeignet ist den Kurs eines Kryptowerts zu beeinflussen, wird wie auch bereits in der MAR, darauf abgestellt, ob ein verständiger Inhaber von Kryptowerten diese wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. In der Literatur noch wenig diskutiert ist die Frage, ob das Anlegerleitbild auf dem Kryptomarkt anders definiert werden sollte als auf traditionellen Märkten bzw. ob die zur MAR entwickelten Grundsätze zum Anlegerleitbild unverändert auch auf Investoren unter der MiCAR anwendbar sein könnten.⁷¹⁹ Für die Beurteilung der Kursrelevanz eines Kryptowerts wird keine feste quantitative Schwelle herangezogen, sondern nach subjektiven Gesichtspunkten auf den konkreten wirtschaftlichen Anreiz des Geschäfts für den Krypto-Investor abgestellt.⁷²⁰ Die individuellen Kenntnisse oder Erwartungen einzelner Marktteilnehmer bleiben dabei außer Betracht. (siehe genauer in Kapitel 1.3)

Nach *Maume* lässt sich auf den Kryptomärkten bei bestimmten Coins zwar ein mitunter stark irrationales Handelsverhalten beobachten. Aus seiner Sicht bestehen jedoch keine Hinweise darauf, dass der europäische Gesetzgeber beabsichtigte, für Kryptowerte von der im klassischen Wertpapierhandel etablierten Bewertungslogik abzuweichen. Die Ursachen irrationalen Anlegerverhaltens liegen seiner Einschätzung nach weniger in der Besonderheit des Kryptomarkts selbst, sondern vielmehr in der Dynamik sozialer Medien. Diese können sowohl im traditionellen Kapitalmarkt als auch im Kryptobereich spekulative Übertreibungen und impulsives Verhalten auslösen. Vor diesem Hintergrund versteht *Maume* die beobachteten Muster nicht als ausschließlich kryptospezifisches Phänomen, sondern als ein marktübergreifendes Problem, das durch soziale Medien ausgelöst wird.⁷²¹

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird hingegen kritisch hinterfragt, worauf die Nachfrage nach Kryptowerten tatsächlich beruht, insbesondere, ob diese primär oder sogar ausschließlich durch die Erwartung künftiger Preissteigerungen getrieben ist oder ob Kryptowerten ein tatsächlicher ökonomischer Nutzen zugeschrieben werden kann, der ein hohes Preisniveau rechtfertigt und auf rationalen Erwägungen seitens der Kryptoinvestoren beruht. Ökonomisch betrachtet lässt sich dies als die Frage nach dem intrinsischen bzw. fundamentalökonomischen Wert von Kryptowerten formulieren. Verfügen Kryptowerte über keinen oder nur einen deutlich unter dem aktuellen Marktpreis liegenden Fundamentalwert, liegt aus ökonomischer Sicht eine Spekulationsblase vor, die auf langfristig irrationalen

⁷¹⁹ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 87 Rz 2 ff.

⁷²⁰ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 87 Rz 11; *Krause* in *Meyer/Veill/Rönnau*, HdB MarktmissbrauchsR² (2023), § 6 Rz 121a ff.

⁷²¹ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 87 Rz 11.

Anlegerverhalten beruht.⁷²² Frühere empirische Untersuchungen z.B. aus dem Jahr 2015 deuten darauf hin, dass der Preis von Kryptowerten wie Bitcoin nicht wesentlich durch fundamentale ökonomische Faktoren bestimmt wird. Sollte ein solcher Fundamentalwert tatsächlich fehlen, stellt dies einen optimalen Nährboden für Spekulationsblasen dar, bei denen der Marktpreis allein durch antizipierte zukünftige Wertsteigerungen gestützt wird. Solche Blasen weisen eine erhöhte Anfälligkeit für plötzliche Kurskorrekturen und Kaskadeneffekte auf, sobald sich die allgemeine Markterwartung umkehrt.⁷²³

Die pauschale Annahme, dass Kryptowerten allgemein kein intrinsischer bzw. fundamentalökonomischer Wert beizumessen sei, greift mE deutlich zu kurz und bedarf einer differenzierten Betrachtung. Spekulative Kryptowerte, wie etwa Meme-Coins oder NFTs werfen begründete erhebliche Zweifel an einer substanzbasierten Werthaltigkeit, auf. Viele dieser Token geben selbst an, keinerlei ökonomische oder technische Funktion zu erfüllen, und stützen sich in ihrer Preisbildung offenkundig auf reine Marktstimmung oder spekulative Erwartungen der Anleger. Bei NFTs lässt sich zudem beobachten, dass der Erwerb vielfach nicht dem Zweck des digitalen Sammelns dient, sondern vielmehr dem kurzfristigen Gewinnstreben, was durch historische Preismuster nahegelegt wird.

Davon klar abzugrenzen sind jedoch funktionale Kryptowerte, die innerhalb ihrer jeweiligen Blockchain-Ökosysteme konkrete technische oder wirtschaftliche Aufgaben erfüllen. Dazu zählen insbesondere Governance-Token, die Mitbestimmungsrechte in dezentralen Protokollen gewähren, Utility-Token, die den Zugang zu bestimmten Plattformdiensten (z.B. Smart Contracts) ermöglichen, oder auch Token, die zur Sicherstellung der Netzwerksicherheit oder zur Liquiditätsbereitstellung verwendet werden. In solchen Fällen kann mE durchaus argumentiert werden, dass ein objektiv ableitbarer Fundamentalwert besteht, auch wenn dessen monetäre Quantifizierung im Einzelfall komplex sein mag. Die Bewertung des intrinsischen Werts von Kryptowerten muss daher kontextabhängig und abhängig vom jeweiligen Kryptowert erfolgen. Eine undifferenzierte Gleichsetzung aller Kryptowerte mit typischen Spekulationsobjekten verkennt die Vielschichtigkeit und funktionale Diversität dieser Anlageklasse, da die einzelnen Kryptowerte hinsichtlich ihrer ökonomischen Funktion, Marktstruktur und Risikoprofile erheblich variieren und nicht in gleicher Weise anfällig für spekulative Blasenbildungen sind.

Vor diesem Hintergrund erscheint es aus meiner Sicht auch nicht erforderlich, ein eigenständiges Anlegerleitbild nur für Kryptowerte zu etablieren. Vielmehr überzeugt die

⁷²² *Shiller*, Irrational Exuberance² (2005) 66; *Gschnaidtner* in *Maume/ Maute*, Kryptowerte-HdB (2020) § 2 Rz 16.

⁷²³ *Gschnaidtner* in *Maume/ Maute*, Kryptowerte-HdB (2020) § 2 Rz 16.

Einschätzung *Maumes*, dass die Entstehung spekulativer Übertreibungen und irrationaler Marktbewegungen weniger in den Strukturmerkmalen des jeweiligen Marktes begründet liegt, sondern wesentlich durch die Dynamiken sozialer Medien und die dort entstehenden Communities sowie Filterblasen verstärkt wird. Diese verhaltensökonomischen Muster zeigen sich nicht nur im Kryptobereich, sondern gleichermaßen auf traditionellen Finanzmärkten. Die Einführung eines gesonderten Leitbildes für Kryptoinvestoren würde zudem erhebliche praktische und dogmatische Schwierigkeiten mit sich bringen. Zum einen können Kryptowerte, je nach Ausgestaltung nicht nur unter die MiCAR, sondern auch unter die Definition von Finanzinstrumenten im Sinne der MiFID II fallen, was zu einer uneinheitlichen und kaum sachgerecht handhabbaren Anlegerklassifikation führen würde. Zum anderen lässt sich ein „typischer“ Kryptoinvestor in der Realität nicht klar vom traditionellen Kapitalmarktanleger abgrenzen. Beide Gruppen weisen zunehmend ähnliche demografische Merkmale, Motivlagen und Informationsquellen auf.

Nicht zuletzt hat der Fall GameStop aufgezeigt, dass sich ein vielmehr ein spezifischer Anlegertypus herausgebildet hat, dessen Entscheidungen maßgeblich durch Kommunikation und Stimmungen in sozialen Netzwerken geprägt werden. Diese Beobachtung unterstreicht, dass die zentralen Herausforderungen nicht in der Eigenart des jeweiligen Marktes liegen, sondern in den veränderten Informations- und Interaktionsmustern digital vernetzter Anleger. Ein einheitliches Anlegerleitbild, das diesen Entwicklungen Rechnung trägt, erscheint daher mE systematisch konsistenter und praxisnäher als eine künstliche Aufspaltung nach Anlageklassen.

9.3.2 Soziale Medien und Marktmanipulation am Kryptomarkt

In den Erwägungsgründen zur MiCAR betont der der EU-Gesetzgeber die Relevanz der Sozialen Medien in Zusammenhang mit dem Informationsfluss und der damit zusammenhängenden Preisbildung von Kryptowerten und stellt diesbezüglich klar: „*Die Rechtssicherheit für die Teilnehmer an Märkten für Kryptowerte sollte durch eine Charakterisierung von zwei Merkmalen, die für die Definition von Insiderinformationen unabdingbar sind, verbessert werden, nämlich die genaue Art dieser Informationen und das Ausmaß ihrer potenziellen Wirkung auf die Preise der Kryptowerte. Diese Elemente sollten auch bei der Verhinderung von Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Märkten für Kryptowerte und mit deren Funktionieren geprüft werden, wobei beispielsweise die Nutzung der sozialen Medien, der Rückgriff auf intelligente Verträge für die Ausführung von Aufträgen und die Konzentration von Mining-Pools zu berücksichtigen sind.*“⁷²⁴

⁷²⁴ Vgl ErwGr 96 MiCAR.

In den Leitlinien zu den Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden⁷²⁵, wird das Risiko der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über Soziale Medien in Zusammenhang mit Kryptowerten höher eingeschätzt als mit traditionellen Finanzinstrumenten.⁷²⁶ Die Leitlinien halten die zuständigen Aufsichtsbehörden in dem Zusammenhang dazu an, jegliche Kommunikation über Kryptowerte, einschließlich der Kommunikation über webbasierte Plattformen, soziale Medien und Blogs, Newsletter und Podcasts, wenn diese zur Verbreitung von Informationen über Kryptowerte genutzt werden, in ihre Marktüberwachung und -beobachtung einzubeziehen, und dabei einen risikobasierten Ansatz anzuwenden (z. B. unter Berücksichtigung der Themen, der Zahl der Nutzer und der Zugänglichkeit). Bei der laufenden Medienüberwachung sollen die zuständigen Behörden auf eine automatisierte Überwachung zurückgreifen, die Muster, Schlüsselwörter und Trends erkennt und durch menschliche Analysen ergänzt wird.⁷²⁷ Bei der Definition der Sozialen Medien wird auf die Begriffsdefinition des Art 2 Z 7 Digital Market Act⁷²⁸ abgestellt, wonach ein „Online-Dienst eines sozialen Netzwerks“ eine Plattform ist, auf der Endnutzer mit unterschiedlichen Geräten insbesondere durch Unterhaltungen, Beiträge, Videos und Empfehlungen miteinander in Kontakt treten und kommunizieren sowie Inhalte teilen und andere Nutzer und Inhalte entdecken können.

9.4 Geltungsbereich

9.4.1 Sachlicher Geltungsbereich

9.4.1.1 Kryptowerte

Art 86 MiCAR regelt den Geltungsbereich der Vorschriften über Marktmissbrauch unter der MiCAR und stellt dabei auf den maßgeblichen Begriff des Kryptowerts ab. Die MiCAR

⁷²⁵ ESMA, Leitlinien vom 09.07.2025 zu den Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch gemäß der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA), ESMA75-453128700-1039, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA75-453128700-1039_Guidelines_on_supervisory_practices_to_prevent_and_detect_market_abuse_MiCA_DE.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷²⁶ ESMA, Leitlinie 3 Nr. 11 „Darüber hinaus sollten die zuständigen Behörden in Erwägung ziehen, soziale Medien nach bestem Bemühen zu überwachen, um Informationen zu erfassen, die über Kryptowerte gepostet werden, da das Risiko der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen, die solche Medien im Krypto-Umfeld im Vergleich zu traditionellen Finanzmärkten darstellen können, höher ist.“, ESMA75-453128700-1039, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA75-453128700-1039_Guidelines_on_supervisory_practices_to_prevent_and_detect_market_abuse_MiCA_DE.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷²⁷ ESMA, Leitlinie 8 Nr. 31, 32, ESMA75-453128700-1039, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA75-453128700-1039_Guidelines_on_supervisory_practices_to_prevent_and_detect_market_abuse_MiCA_DE.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷²⁸ Verordnung (EU) 2022/1925 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. September 2022 über bestreitere und faire Märkte im digitalen Sektor und zur Änderung der Richtlinien (EU) 2019/1937 und (EU) 2020/1828 (Gesetz über digitale Märkte) ABl. L 265 vom 12.10.2022, 1.

definiert den Kryptowert in Art 3 Abs 1 Z 5 als digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann. Der Kryptowert kann dabei in drei Arten unterteilt werden, die voneinander zu unterscheiden sind und die je nach den mit ihnen verbundenen Risiken unterschiedlichen Anforderungen unterliegen. Die Qualifikation basiert darauf, ob die Kryptowerte eine Wertstabilisierung durch Bezugnahme auf andere Vermögenswerte anstreben. Die erste Art umfasst Kryptowerte, die auf eine Wertstabilisierung durch Bezugnahme auf nur eine amtliche Währung angelegt sind. Diese Kryptowerte haben eine ganz ähnliche Funktion wie E-Geld im Sinne der EMD 2. Solche Kryptowerte sind ebenso wie E-Geld elektronische Surrogate für Münzen und Banknoten und können für Zahlungen verwendet werden. Diese Kryptowerte werden in der Verordnung als „E-Geld-Token“ bezeichnet. Die zweite Art von Kryptowerten sind „vermögenswertereferenzierte Token“, die auf eine Wertstabilisierung durch Bezugnahme auf einen anderen Wert oder ein anderes Recht oder eine Kombination hieraus einschließlich einer oder mehrerer amtlicher Währungen angelegt sind. Die zweite Art umfasst alle anderen Kryptowerte außer E-Geld-Token, deren Wert durch Vermögenswerte gedeckt ist, sodass eine Umgehung verhindert wird und diese Verordnung zukunftssicher gemacht wird. Bei der dritten Art handelt es sich schließlich um andere Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token. Darunter fällt eine große Bandbreite an Kryptowerten, einschließlich Utility-Token.⁷²⁹ Ein Utility Token stellt gemäß Art 3 Abs 1 Z 1 MiCAR einen Kryptowert dar, der ausschließlich dazu bestimmt ist, Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, die vom Emittenten bereitgestellt wird.⁷³⁰

Nach Art 2 Abs 1 Z 3 MiCAR fallen NFTs nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung. Nach ErwGr 10 MiCAR betrifft dies solche Kryptowerte, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind, einschließlich digitale Kunst und Sammlerstücke. Der Wert dieser einzigartigen und nicht fungiblen Kryptowerte ist den einzigartigen Merkmalen des jeweiligen Kryptowerts und dem Nutzen, den er dem Inhaber des Token bietet, zuschreibbar. Desgleichen ist die MiCAR nicht auf Kryptowerte anwendbar, die einmalige und nicht fungible Dienstleistungen oder materielle Vermögenswerte darstellen, wie beispielsweise Produktgarantien oder Immobilien. Einmalige und nicht fungible Kryptowerte können zwar auf Marktplätzen gehandelt und spekulativ angesammelt werden, sie sind jedoch nicht ohne Weiteres austauschbar, und der relative Wert eines solchen Kryptowerts

⁷²⁹ ErwGr 18 MiCAR.

⁷³⁰ Art 2 Abs 3 MiCAR; ErwGr 10 MiCAR; *Wutscher in Kalss/ Krönke / Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 4.

im Verhältnis zu einem anderen kann nicht durch den Vergleich mit einem bestehenden Markt oder einem gleichwertigen Vermögenswert bestimmt werden, da jeder dieser Kryptowerte einmalig ist. Solche Merkmale begrenzen das Maß, in dem diese Kryptowerte eine finanzielle Verwendung aufweisen können, und verringern so die Risiken für die Inhaber und das Finanzsystem, was ihren Ausschluss aus dem Anwendungsbereich dieser Verordnung rechtfertigt. Bei der aufsichtsrechtlichen Beurteilung eines NFT in der Praxis ist insbesondere zu prüfen, ob die mit dem NFT verbundenen Vermögenswerte oder Rechte ebenfalls einzigartig und nicht fungibel sind. Nach ErwGr 11 sollten Teilanteile an einem einmaligen und nicht fungiblen Kryptowert nicht als einmalig und nicht fungibel gelten. Demnach kann die Ausgabe von Kryptowerten in einer großen Serie oder Sammlung einen Indikator für ihre Fungibilität darstellen. Die bloße Zuweisung einer eindeutigen Kennung (Unique Identifier) ist nicht ausreichend, um einen Kryptowert als einmalig und nicht fungibel einzustufen.⁷³¹ Die Ausnahme von einmaligen und nicht fungiblen Kryptowerten vom Anwendungsbereich der MiCAR bedeutet nicht, dass derartige Kryptowerte keinen anderen aufsichtsrechtlichen Anforderungen unterliegen können. So stellt ErwGr 11 ausdrücklich klar, dass solche Kryptowerte dennoch als Finanzinstrumente gelten können.

Weist ein Kryptowert Eigenschaften eines Finanzinstruments iSd MiFID II bzw. dem WAG 2018 auf, dann unterliegt er gemäß Art 2 Abs 4 lit a nicht dem Anwendungsbereich der MiCAR. Für Kryptowerte, die als Finanzinstrumente qualifiziert werden können, kommt im Bereich des Marktmissbrauchs die MAR zur Anwendung.⁷³²

9.4.1.2 Zum Handel zugelassen

Gemäß Art 86 MiCAR gelten die Regelungen zum Marktmissbrauch nur für Kryptowerte, die zum Handel zugelassen sind oder deren Zulassung zum Handel beantragt wurde, wodurch die Vorschrift an Art 2 Abs 1 MAR anknüpft, der einen geregelten Markt iSd MiFID II voraussetzt.⁷³³ Demnach unterliegen nur Handlungen in Zusammenhang mit einem „auf einer Handelsplattform gelisteten“ Kryptowert dem Anwendungsbereich des Titel VI. Abs 1 des Art 86 MiCAR orientiert sich an Art 2 Abs 1 lit b MAR, indem der Anwendungsbereich auf *„von jedweden Personen vorgenommene Handlungen im Zusammenhang mit Kryptowerten, die zum Handel zugelassen sind oder deren Zulassung zum Handel beantragt wurde“* ausgestreckt wird. Unter „Zulassung zum Handel“ ist gem. Art 1 Abs 2 lit a MiCAR die *„Zulassung von Kryptowerten zum Handel auf einer*

⁷³¹ ESMA, Draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, ESMA75-453128700-52, Guideline 8, 36f; *Finanzmarktaufsicht*, Non-Fungible Tokens (NFTs) unter MiCAR, online abrufbar unter: <https://www.fma.gv.at/querschnittsthemen/markets-in-crypto-assets-regulation-micar/non-fungible-tokens-nfts/> (zuletzt abgerufen am: 30.11.2025).

⁷³² Wutscher in Kalss/ Krönke / Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 4.

⁷³³ Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 86 Rz 10.

Handelsplattform für Kryptowerte“ zu verstehen. Auch ErwGr 23 zur MiCAR stellt dies ausdrücklich klar.⁷³⁴ Art 2 Abs 1 lit b MAR weitet den Anwendungsbereich der MAR auf „Finanzinstrumente, die in einem multilateralen Handelssystem gehandelt werden, zum Handel in einem multilateralen Handelssystem zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel in einem multilateralen Handelssystem gestellt wurde“ aus.

Der Begriff der Handelbarkeit ist weder in der MiCAR, der MiFID II noch in den einschlägigen Level-2 oder Level-3 Rechtsakten definiert, allerdings ist für das Vorliegen des Tatbestandsmerkmals die Handelsmöglichkeit und ein hinreichender Marktbezug des konkreten Gegenstandes, erforderlich.⁷³⁵ Die Marktmissbrauchsbestimmungen nach der MiCAR gelten sohin, parallel zur Regelung nach der MAR, nur für gelistete oder zur Listung bestimmte Kryptowerte, während nicht zugelassene Kryptowerte mangels Marktbezuges und mangels regulatorischer Anknüpfungspunkte außerhalb des Anwendungsbereichs bleiben. Dies ergibt sich meines Erachtens aus dem zentralen Schutzzweck des Marktmissbrauchsrechts. Geschützt werden soll die Integrität der Preisbildungsmechanismen und die Funktionsfähigkeit organisierter Märkte. Wo kein organisierter Markt existiert, fehlt es grundsätzlich an dem erforderlichen Marktbezug, der eine potentielle Gefährdung der Preisbildung überhaupt erst denkbar macht. Eben weil bei nicht gelisteten Kryptowerten kein regulierter, beaufsichtigter oder öffentlich zugänglicher Handelsplatz adressiert ist, kann weder eine marktweite Signalwirkung entfaltet werden noch ein Vertrauenstatbestand entstehen, den das Marktmissbrauchsrecht zu schützen beabsichtigt. Darüber hinaus kann die Aufsicht ohne Listing keinen wirksamen Durchsetzungsmechanismus gewährleisten. Es besteht weder eine Transparenzpflicht des Emittenten noch eine institutionelle Marktinfrastruktur, die eine Beaufsichtigung oder Eingriffe der Behörde ermöglichen würde.

Handelsplattformen für Kryptowerte sind nach Legaldefinition gem. Art 3 Abs 1 Z 18 MiCAR multilaterale Handelssysteme, die die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Kryptowerten, im System und gemäß dessen Regeln, auf eine Weise zusammenführen oder deren Zusammenführung erleichtern, dass ein Vertrag über den Tausch von Kryptowerten entweder gegen einen Geldbetrag oder den Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte zustande kommt. Damit es zur Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsregelungen unter MiCAR kommt, muss daher jedenfalls ein Bezug zu

⁷³⁴ ErwGr 3 MiCAR: *"Um sicherzustellen, dass alle öffentlichen Angebote über andere Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token oder E-Geld-Token, die möglicherweise finanziell verwendet werden können, und alle Zulassungen von Kryptowerten zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte (in Folgenden: „Zulassung zum Handel“) in der Union von den zuständigen Behörden ordnungsgemäß überwacht und beaufsichtigt werden, sollten alle Anbieter oder alle Personen, die die Zulassung zum Handel beantragen, juristische Personen sein."*

⁷³⁵ Klöhn in Klöhn, MAR² (2023) Art 2 Rz 13, 14 ff.

einer Handelsplattform bestehen, da nur Kryptowerte, die zum Handel zugelassen sind oder eine Zulassung beantragt haben, Subjekt der Bestimmungen sein können.⁷³⁶ Nach Abs 2 muss das zugrundeliegende Geschäft aber nicht zwingend auf einer Handelsplattform stattgefunden haben, damit es unter die Bestimmungen fällt, die Voraussetzung bezieht sich dabei rein auf den Kryptowert. Art 86 Abs 2 MiCAR regelt dahingehend: *„Dieser Titel gilt auch für alle Geschäfte, Aufträge und Handlungen, die in Absatz 1 genannte Kryptowerte betreffen, unabhängig davon, ob ein solches Geschäft, ein solcher Auftrag oder eine solche Handlung auf einer Handelsplattform getätigt wurde.“* Sofern daher ein Bezug zu einem Kryptowert besteht, der zum Handel zugelassen ist bzw. dessen Zulassung beantragt wurde, sind auch Verhaltensweisen am Sekundärmarkt außerhalb von Handelsplattformen vom Anwendungsbereich umfasst, auch wenn diese nicht face-to-face, getätigt wurden. Die Bestimmung wurde fast wortgleich aus Art 2 Abs 3 der MAR übernommen, dessen Zweck es gem. ErwGr 8 MiCAR ist, den Handel mit Finanzinstrumenten so weit wie möglich zu erfassen.⁷³⁷ Der Begriff „Handlungen“ ist iSd englischen Ausgangsfassung auszulegen, wonach sich Abs 1 der englischen Fassung auf *„acts carried out by any person concerning crypto-assets“* bezieht, und sohin einen weiten Anwendungsbereich regelt. Abs 2 der englischen Ausgangsfassung bezieht sich hingegen nicht auf „acts“ sondern auf „any transaction, order or behaviour concerning crypto-assets“, wonach Handlungen iSd Abs 2 enger zu verstehen sind und bloß als Auffangtatbestand für alle Verhaltensweisen, die kein Geschäft oder Auftrag sind, anzusehen sind.⁷³⁸

9.4.2 Räumlicher Geltungsbereich

Art 86 Abs 3 Z 3 MiCAR regelt den räumlichen Anwendungsbereich und erstreckt diesen auf Handlungen und Unterlassungen innerhalb der Union und in Drittländern. Das Marktmissbrauchsregime der MiCAR entfaltet sohin eine extraterritoriale Wirkung und erfasst marktmanipulative Verhaltensweisen auch über die Grenzen der Europäischen Union hinaus. Diese extraterritoriale Anwendbarkeit erscheint vor dem Hintergrund der global vernetzten Struktur des Kryptomarkts sachgerecht und notwendig, um regulatorische Umgehungen zu verhindern und ein effektives aufsichtsrechtliches Eingreifen zu ermöglichen.⁷³⁹ Beispielhaft führt *Maume* an, dass die Verbreitung irreführender Gerüchte in Indien oder Südamerika unter den Anwendungsbereich der MiCAR fällt, wenn sich diese

⁷³⁶ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 6.

⁷³⁷ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 6; Guggenberger in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 2 Rz 16.

⁷³⁸ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 8.

⁷³⁹ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 9; Raschner, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 220.

auf einen Kryptowert beziehen, der innerhalb der EU zum Handel auf einer Handelsplattform zugelassen ist.⁷⁴⁰

9.4.3 Persönlicher Geltungsbereich

Art 86 Abs 1 MiCAR regelt, dass „jedwede Personen“ die „Handlungen im Zusammenhang mit Kryptowerten, die zum Handel zugelassen sind oder deren Zulassung zum Handel beantragt wurde“ unter die Bestimmungen des Titel VI fallen und grenzt insofern nicht weiter ein. Umfasst ist daher jede natürliche und juristische Person, die nicht unter den allgemeinen Ausnahmenkatalog nach Art 2 MiCAR fallen.⁷⁴¹

9.5 Das Verbot der Marktmanipulation

Art 91 MiCAR enthält das Verbot der Marktmanipulation und ist eine der zentralen Bestimmungen des Marktmissbrauchsregimes unter Titel VI der Verordnung. Regelungstechnisch hält Art 91 MiCAR die Legaldefinition der Marktmanipulation und den Verbotstatbestand in einer Bestimmung fest.⁷⁴² Als inhaltliches Vorbild dienten dem Gesetzgeber Art 12 und Art 15 der MAR. Zweck des Verbots ist gemäß ErwGr 95 zur MiCAR, die Gewährleistung des Vertrauens in die Kryptomärkte und die Sicherung ihrer Integrität⁷⁴³ durch einen Schutz der freien und unverfälschten Preisbildung an den Kryptomärkten.⁷⁴⁴

Art 91 Abs 1 enthält den Verbotstatbestand und bezieht dabei auch ausdrücklich den Versuch mit ein, wonach „niemand“ Marktmanipulation betreiben oder einen entsprechenden Versuch unternehmen darf. Das Marktmanipulationsverbot gilt sohin grundsätzlich für jedermann und umfasst sowohl natürliche wie auch juristische Personen (Art 2 Abs 2 MiCAR). Während mit Art 12 Abs 4 MAR die Verantwortlichkeit der Handlungen einer juristischen Person ausdrücklich auch auf die natürliche Person ausgedehnt wird, die nach den Bestimmungen des nationalen Rechts, Tätigkeiten auf Rechnung der juristischen Person beschließt, fehlt eine entsprechende Parallelbestimmung in der MiCAR. In der Literatur wird das Fehlen einer ausdrücklichen Regelung zur Verantwortlichkeit hinter den handelnden Personen als gesetzgeberische Lücke gewertet,

⁷⁴⁰ Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 6 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 9.

⁷⁴¹ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 10.

⁷⁴² Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 2; Raschner, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 220.

⁷⁴³ Raschner, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 218.

⁷⁴⁴ Maume/ Maute, Kryptowerte-HdB § 14 Rz 16; Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 2.

für die weder ein sachlich nachvollziehbarer Grund noch eine erkennbare gesetzgeberische Intention ersichtlich ist.⁷⁴⁵ Es bestehen somit keine überzeugenden Anhaltspunkte dafür, dass der Gesetzgeber, die hinter einer juristischen Person stehenden natürlichen Personen vom persönlichen Anwendungsbereich der Regelungen ausschließen wollte. Im österreichischen Recht kann in diesem Zusammenhang zumal auf § 9 VStG⁷⁴⁶ verwiesen werden, wonach organschaftliche Vertreter, wie etwa Geschäftsführer einer juristischen Person, verwaltungsstrafrechtlich zur Verantwortung gezogen werden können. Diese Verantwortlichkeit umfasst sämtliche Verwaltungsvorschriften und gilt daher auch für allfällige Verwaltungsübertretungen im Rahmen des österreichischen Umsetzungsgesetzes zur MiCAR, dem MiCAR-VVG.⁷⁴⁷ (siehe dazu genauer in Kapitel 9.10)

Wie bereits zuvor dargestellt, wird der Handel mit Kryptowerten häufig durch den Einsatz automatisierter Systeme, wie z.B. „Bots“, unterstützt. Sofern diese Systeme gezielt darauf programmiert sind, durch manipulative Maßnahmen, wie durch das Setzen künstlicher Preisimpulse, die Preisbildung bestimmter Kryptowerte zu verfälschen, ist ein derartiges Verhalten auch der verantwortlichen natürlichen oder juristischen Person zurechenbar.⁷⁴⁸ Nach der Rechtsprechung zum alten Börsegesetz (§ 48c BörseG 1989 aF) kann Marktmanipulation auch fahrlässig durch das Einsetzen einer fehlerhaften Software begangen werden. Hintergrund war ein Straferkenntnis der FMA, wonach sich der Täter beim Börsehandel einer Software bediente, die selbstständig entschied, welche Aktien zu welchem Kurs gekauft und verkauft werden. In diesem Zusammenhang kam es zu unzulässigen Crossing-Geschäften, die auf Fehler in der Programmierung und Nichtaktivierung des vorhandenen „Anti-Cross-Filters“ zurückzuführen waren. Der UVS hielt dazu fest, dass es sich beim Tatbild der Marktmanipulation um ein Ungehorsamsdelikt handelt, das auch in der Schuldform der Fahrlässigkeit begangen werden kann und lehnte das Vorbringen des Beschuldigten ab, wonach die Crossing-Geschäfte unbeabsichtigt aufgrund eines bis dahin unbekannten und nicht aufgetretenen Software-Fehlers erfolgten.⁷⁴⁹

Art 91 Abs 2 MiCAR definiert den Tatbestand der Marktmanipulation und orientiert sich dabei inhaltlich an der Systematik des Art 12 Abs 2 MAR, dessen Regelung weitgehend übernommen wird. Er übernimmt dabei auch die verschiedenen Begehungsformen und

⁷⁴⁵ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 4.

⁷⁴⁶ § 9 Abs 1 VStG, Verwaltungsstrafgesetz 1991, BGBl 52/1991 idF BGBl I 2023/148.

⁷⁴⁷ Bundesgesetz über das Wirksamwerden der Verordnung (EU) 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte (MiCA-Verordnung-Vollzugsgesetz – MiCA-VVG), BGBl 111/ 2024.

⁷⁴⁸ Wutscher in Kalss/ Krönke / Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 4; Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 20 in *European Company and Financial Law Review* 243-275, 17. Juli 2023, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4639010> (zuletzt abgerufen am 24.05.2025).

⁷⁴⁹ VwGH 29.04.2014, 2012/17/0148.

unterteilt diese in die handels- und handlungsbezogene Marktmanipulation (lit a und b) und die informationsbezogene Marktmanipulation (lit c). Art 12 Abs 2 lit d MAR, der die Referenzwert-Manipulation regelt, wurde hingegen nicht übernommen.⁷⁵⁰ In der Literatur ist die Frage strittig, ob der Durchschnittspreis von BTC als Referenzwert iSd MAR eingeordnet werden kann.⁷⁵¹ Einigkeit besteht hingegen in der Auffassung, dass der durch einzelne Kryptobörsen aus den dort getätigten Einzeltransaktionen ermittelte Preis eines Kryptowerts nicht erfasst ist.⁷⁵² Nach Ansicht *Raschner* und *Wutscher* könnte hingegen der von mehreren Kryptobörsen berechnete Index (etwa „BTC-USD markets“) bereits unter den Tatbestand nach Art 12 Abs 2 lit d MAR fallen.⁷⁵³ Meines Erachtens spricht vieles dafür, den auf mehreren Handelsplätzen basierenden Durchschnittspreis eines Kryptowerts als Referenzwert im Sinne des Art 12 Abs 2 lit d MAR anzuerkennen. Während der isolierte Preis einer einzelnen Kryptobörse mangels Marktbreite und Standardisierung keine hinreichende Aussagekraft besitzt, bildet ein aggregierter Index, der aus einer Vielzahl von Transaktionen verschiedener Handelsplätze berechnet wird, einen wesentlich robusteren und marktgerechteren Wert ab. Ein solcher Durchschnittspreis erfüllt mE die Funktion eines Marktindikators, der einen Basiswert für derivative Produkte bilden kann und dementsprechend auch hinsichtlich marktmanipulativer Handlungen von Relevanz sein kann.

9.5.1 Handelsgestützte Marktmanipulation

Art 91 Abs 2 lit a bezieht sich auf den Abschluss eines Geschäfts, die Erteilung eines Handelsauftrags oder „jede andere Handlung“ („any other behaviour“). Die Bestimmung knüpft an die in Art 86 Abs 2 MiCAR festgelegten Handlungsweisen an und umfasst Geschäfte, Aufträge und andere Handlungen („transaction, order or behaviour“). Die konkrete Ausführung des Geschäfts ist dabei nicht erforderlich, ausreichend für die Qualifikation unter den Tatbestand ist bereits der Geschäftsabschluss.⁷⁵⁴ Der Begriff des Handelsauftrags ist analog zur Vorbildbestimmung der MAR auch weit zu verstehen und umfasst iSd Art 86 Abs 3 MiCAR auch Unterlassungen („jede andere Handlung“). Zweites Tatbestandsmerkmal des Art 91 Abs 2 lit a MiCAR ist die Abgabe eines falschen oder irreführenden Signals in Hinblick auf Angebot oder Kurs von bzw. Nachfrage nach dem

⁷⁵⁰ *Wutscher* in *Kalss/ Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 6.

⁷⁵¹ *Raschner*, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 221; dagegen *Maume* in *Maume/Maute* Kryptowerte-HdB¹ (2020) § 14 Rz 22.

⁷⁵² *Raschner*, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 221; dagegen *Maume* in *Maume/Maute* Kryptowerte-HdB¹ (2020) § 14 Rz 22.

⁷⁵³ *Wutscher* in *Kalss/ Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 6; *Raschner*, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 221.

⁷⁵⁴ *Wutscher* in *Kalss/ Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 6; *Raschner*, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 221; *Kalss* in *Kalss/ Oppitz/ U. Torggler/ Winner*, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 9.

Kryptowert oder die Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus des betroffenen Kryptowerts. Relevant für die Qualifikation unter den Tatbestand ist nicht die tatsächliche Kursveränderung, sondern der objektiv zu beurteilende (potenzielle) Effekt des Verhaltens. Maßgeblich ist daher, ob das Verhalten geeignet ist, bei einem verständigen Anleger eine bestimmte Vorstellung über das Marktgeschehen, insbesondere über die Preisbildung oder das Handelsvolumen, hervorzurufen. Eine Marktmanipulation liegt demnach bereits dann vor, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon auszugehen ist, dass durch die betreffende Handlung falsche oder irreführende Signale gegeben bzw. ein anormales oder künstliches Kursniveau hergestellt wird.⁷⁵⁵ Die Informationsverbreitung muss sohin ausreichend (i) Markttäuschungseignung bzw. (ii) Kursmanipulationseignung aus Sicht des verständigen Anlegers, aufweisen. Nach überwiegender Auffassung gilt dieser als ein angemessen informierter, aufmerksamer, mit den Marktverhältnissen vertrauter Akteur an den Finanzmärkten, der rational und gewinnorientiert nach dem Leitbild des homo oeconomicus agiert.⁷⁵⁶ (siehe dazu genauer Kapitel 1.3). Wie bereits dargelegt, stellt sich bislang die unbeantwortete Frage, ob das derzeit im Kapitalmarktrecht verankerte Anlegerleitbild auch als geeigneter Maßstab für Investoren am Kryptomarkt herangezogen werden kann oder ob vielmehr anzunehmen ist, dass sich das Entscheidungs- und Verhaltensmuster des typischen Kryptoinvestors grundlegend von jenem herkömmlicher Kapitalmarktteilnehmer unterscheidet. (siehe dazu die Kapitel 1.39.3.1).

Ein anormales oder künstlich beeinflusstes Kursniveau ist anzunehmen, wenn der Preis eines Kryptowerts unter bewusster Stabilisierung von den tatsächlich vorherrschenden wirtschaftlichen Gegebenheiten am Markt abweicht. Ein marktgerechter Preis wird in einem solchen Fall nicht mehr im freien Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage innerhalb eines manipulationsfreien Marktumfelds gebildet. Bei der Beurteilung, ob eine solche Verzerrung vorliegt, ist das Handelsvolumen im Verhältnis zu den konkret durchgeführten Transaktionen mit zu berücksichtigen. Besonders in Märkten mit geringer Liquidität, was bei einer Vielzahl von Kryptowerten der Fall ist, kann bereits eine einzelne oder wenige Transaktionen genügen, um ein künstliches Kursniveau herbeizuführen. Obwohl Art 91 Abs 2 lit a MiCAR grundsätzlich keine subjektiven Tatbestandselemente voraussetzt, erscheint es im Rahmen der Anwendung auf illiquide Märkte sachgerecht, das Vorliegen einer zumindest vorsätzlichen Handlung als zusätzlichen Indikator für das Vorliegen einer Marktmanipulation heranzuziehen. Andernfalls würde jede marktbewegende Transaktion unabhängig von ihrer Zielrichtung potenziell dem Tatbestand strafbarer Marktmanipulation unterfallen. Da der Kurs und das Kursniveau letztlich durch Angebot und Nachfrage

⁷⁵⁵ Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 7.

⁷⁵⁶ Schmolke in Klöhn (Hrsg), MAR² (2023) Art 12 Rz 44; Kalss in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019), MAR, Art 12 Rz 13; Barth, Zwischenschritte (2018), 2.2.5.3.1 49, Fleischer, Stock-Spams - Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008 137, 142

bestimmt werden, ist bei der tatbestandlichen Würdigung stets auf die tatsächlichen Auswirkungen auf den Marktpreis auf dem jeweiligen MiCAR-regulierten Handelsplatz abzustellen.⁷⁵⁷

Im Gegensatz zur DeVO (EU) 2016/522 zur MAR, enthalten die RTS on Market Abuse keine Konkretisierungen zur Qualifikation marktmisbräuchlichen Verhaltens, sondern regeln die Anforderungen an bestimmte Kryptowerte-Dienstleister hinsichtlich organisationsinterner Vorkehrungen zur Verhinderung und Aufdeckung von Marktmisbrauch. Darüberhinaus gibt es derzeit keine weiteren Rechtsakte zu Marktmisbrauch unter MiCAR. Eine Indikatorenliste wie es sie in Anhang I zur MAR gibt fehlt in der MiCAR vorgeblich, kann nach Ansicht der Literatur aber *mutatis mutandis* auch auf den Anwendungsbereich der MiCAR übertragen werden.⁷⁵⁸ Da wie oben bereits ausführlicher beschrieben die typischen Begehungsformen in der Praxis ähnlich zu jenen am traditionellen Markt sind, erscheint es sachgerecht, auch im Anwendungsbereich der MiCAR auf bereits etablierte Indikatoren zur Identifikation marktmanipulativen Verhaltens zurückzugreifen. So können etwa der Umfang und die Art der Ordererteilung, der zeitliche Kontext der Transaktionen sowie die tatsächliche Übertragung des wirtschaftlichen Eigentums am betreffenden Kryptowert als Anhaltspunkte für das Vorliegen marktmanipulativer Praktiken herangezogen werden.

9.5.2 Legitime Gründe und gängige Marktpraxis am Kryptomarkt

Art 91 Abs 2 lit a enthält eine Ausnahme für Geschäfte, Aufträge und andere Handlungen, die falsche oder irreführende Signale aussenden oder ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen, sofern legitime Gründe dafür vorliegen. Der „legitime Grund“ wird gesetzlich nicht näher definiert. Im Gegensatz zur Vorbildbestimmung in der MAR hat der Gesetzgeber in der MiCAR auch keine dem Art 13 MAR ähnliche Bestimmung geschaffen, wonach der legitime Grund nicht ex ante iSe „Zulässigen Marktpraxis“ durch die zuständige Behörde anerkannt werden muss.⁷⁵⁹ Der Anwendungsbereich für das Vorliegen eines legitimen Grundes ist sohin deutlich breiter. Die Literatur führt als legitimen Grund iSd Art 91 MiCAR bzw. Art 12 MAR u.a. Geldnot an, wonach jemand aufgrund eines finanziellen Engpasses seine Vermögenswerte „unter Wert“ veräußert.⁷⁶⁰ Auch Äußerungen über einen Handelsgegenstand, die im Rahmen der Ausübung der Meinungsäußerungsfreiheit erfolgen, können einen legitimen Grund darstellen. *Maume* begründet dies u.a. mit Verweis

⁷⁵⁷ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 10 ff.

⁷⁵⁸ *Wutscher* in *Kalss/ Krönke / Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 7.

⁷⁵⁹ *Wutscher* in *Kalss/ Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 8; *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 20 ff.

⁷⁶⁰ *Klöhn* in *Klöhn (Hrsg)*, MAR² (2023) Art 12 Rz 47c; *Wutscher* in *Kalss/ Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 8.

auf ErwGr 19 MAR und das Journalistenprivileg gem. Art 21 MAR.⁷⁶¹ Zudem stellen auch Verhaltensweisen, die unter die gemäß Art 5 MAR geregelten Verbotsausnahmen fallen, einen legitimen Grund iSd MiCAR dar.⁷⁶² (siehe dazu genauer in Kapitel 7.4.3)

9.5.2.1 Market Making

Die Effizienz eines Marktes wird grundsätzlich unabhängig von der konkreten Anlageklasse durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage und sohin vom Vorhandensein ausreichender Marktliquidität bestimmt. Die Liquiditätsbereitstellung durch Market-Maker und sog. Liquidity Provider ist auch am Kryptomarkt eine gängige Marktpraxis und ist mE aufgrund des erheblichen Transaktionsvolumens am Kryptomarkt von zentraler Bedeutung für die Sicherstellung des reibungslosen Handels mit Kryptowerten. Für Betreiber einer Handelsplattform mit Kryptowerten wird die Einstufung des „Market-Making“ als „legitimer Grund“ iSd Art 91 MiCAR im Rahmen der Ausübung ihrer Dienstleistung sohin mE unerlässlich sein. Relevant ist daher unter welchen Voraussetzungen die Beauftragung eines Market-Makers mit dem Ziel stabile Preise aufrechtzuerhalten oder eine ausreichende Marktliquidität sicherzustellen, ein zulässiges legitimes Verhalten nach Art 91 MiCAR, darstellt.

Ein nützlicher Bezugspunkt ist ErwGr 29 der MAR, in dem Market Making ausdrücklich als „legitime Form von Finanzaktivität“ bezeichnet wird. Dort heißt es *„Damit legitime Formen von Finanzaktivitäten nicht ungewollt verboten werden, insbesondere solche, in denen kein Marktmissbrauch vorliegt, ist es erforderlich, bestimmte legitime Handlungen anzuerkennen. Dazu kann beispielsweise gehören, die Rolle der Market-Maker anzuerkennen, wenn sie in ihrer legitimen Eigenschaft als Bereitsteller von Marktliquidität tätig sind.“*

Art 4 Abs 1 Z 7 MIFID II⁷⁶³ definiert den Market-Maker als *„eine Person, die an den Finanzmärkten auf kontinuierlicher Basis ihre Bereitschaft anzeigt, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals Handel für eigene Rechnung zu von ihr gestellten Kursen zu betreiben.“*

Der Market Maker ist in seiner Funktion und seinen Aufgaben am Handelsplatz von anderen professionellen Marktteilnehmern, wie etwa Kundenhändlern und Eigenhändlern, abzugrenzen.

⁷⁶¹ Maume in Maume/Maute Kryptowerte-HdB¹ (2020) § 14 Rz 16.

⁷⁶² Wutscher in Kalss/ Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 8.

⁷⁶³ RL 2014/65 ABI L 2014/173, 349.

Aufgabe des Kundenhändlers ist es, Aufträge von Kunden entgegenzunehmen und diese auf deren Anweisungen auszuführen, während hingegen der Broker auf eigene Rechnung handelt und dabei primär eine gewinnorientierte Strategie verfolgt. Demgegenüber ist es die Aufgabe des Market Makers Handelsplatzbetreibern für bestimmte Titel Liquidität in Form von Kauf- und Verkaufsaufträgen dauerhaft zur Verfügung zu stellen. Zu seinen vertraglich geschuldeten Leistungen zählen daher die dauerhafte Platzierung von Kauf- und Verkaufsangeboten der betreuten Titel unter Einhaltung der quotierten Minimum Size (Mindestanzahl der Finanzinstrumente) und des Maximum Spreads (maximale Gewinnspanne des Market Makers) zwischen Bid (Kaufauftrag) und Ask (Verkaufsauftrag). Am traditionellen Finanzmarkt sind Market Maker stets klar von Handelsplätzen abzugrenzen. Sie zeichnen sich typischerweise durch bestimmte Merkmale aus, wie etwa eine breite Kundenbasis mit entsprechendem Orderfluss, eine hohe Risikotragfähigkeit, Zugang zu verschiedenen Märkten, ausgeprägtes Risikomanagement sowie fachliche Expertise, die es ihnen ermöglicht, auch in volatilen Marktphasen wettbewerbsfähige Kurse zu stellen.⁷⁶⁴

a) Fall FTX und Alameda Research

Im Gegensatz zum traditionellen Finanzmarkt fehlt es am Kryptomarkt häufig an einer klaren institutionellen Trennung zwischen Handelsplattformen und Market Makern. Zahlreiche zentralisierte Exchanges übernehmen, sei es unmittelbar oder mittelbar über ein Netzwerk verbundener Unternehmen mit privilegiertem Marktzugang, selbst Market-Making-Funktionen. Die Problematik und Gefahren dieses strukturellen Näheverhältnisses wurde exemplarisch im Fall FTX offenkundig. Ein Fall, der ein besonders prägnantes Beispiel für die fehlende funktionale Trennung zwischen Handelsplattform und Market Maker am Kryptomarkt, darstellt.⁷⁶⁵ Die mittlerweile insolvente Kryptobörse FTX und das mit ihr wirtschaftlich und personell eng verbundene Unternehmen Alameda Research verdeutlichen die mit einer solchen Vermischung von Rollen einhergehenden Interessenkonflikte. Alameda trat auf der Plattform FTX nicht nur als Nutzerin, sondern faktisch auch als bevorzugter Market Maker auf und verfügte Medienberichten sowie behördlichen Ermittlungen zufolge über privilegierten Zugang zu Handelsdaten und Risikoeinstellungen anderer Nutzer. Diese strukturelle Verflechtung ermöglichte es Alameda mutmaßlich, Handelsstrategien mit einem erheblichen Informationsvorsprung zu

⁷⁶⁴ Füßl/Taborsky, Der Wertpapierhändler als Täter - Besondere Problematiken iZm Marktmanipulation, ZFR 2018/54, 115.

⁷⁶⁵ Pantaleo/ Vianelli, Digital Asset Market Making and MiCAR: In or Out? SSRN Electronic Journal, 2024, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=4755453> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

verfolgen, was grundlegende Prinzipien eines fairen und transparenten Marktzugangs unterlief.

Im Zuge strafrechtlicher Ermittlungen prüfen US-amerikanische Bundesbehörden und die SEC, ob Sam Bankman-Fried im Frühjahr 2022 gezielt Marktmanipulationen vorgenommen hat, die zur Destabilisierung des sogenannten Terra-Ökosystems, bestehend aus den eng miteinander verknüpften Kryptowerten TerraUSD (UST) und Luna, führten. Im Zentrum der Ermittlungen steht der Verdacht, dass Bankman-Fried über Alameda Research in großem Umfang Verkaufsaufträge für TerraUSD platzierte, um dadurch einen Preisverfall auszulösen und von Short-Positionen auf Luna zu profitieren. Das algorithmisch gekoppelte Stabilitätsmechanismus-Modell zwischen TerraUSD und Luna verstärkte diesen Effekt: Ein Preisverfall von TerraUSD führte automatisch zu einer Ausweitung des Luna-Angebots und damit ebenfalls zu einem drastischen Preissturz. Laut marktinternen Informationen sollen die Verkaufsaufträge in kleiner Stückelung, aber mit hoher Frequenz erfolgt sein, was die Liquidität des Markts überforderte und eine Abwärtsspirale in Gang setzte. Zwar sind die genauen Ursachen des Kollapses noch nicht abschließend geklärt, doch deutet vieles darauf hin, dass ein erheblicher Teil der Verkaufsaufträge aus dem Umfeld von Alameda Research stammte. Der daraus resultierende Zusammenbruch des Terra/Luna-Ökosystems löste eine Kettenreaktion aus, die zum Wertverlust von mehreren hundert Milliarden US-Dollar im gesamten Kryptomarkt führte und letztlich auch den Zusammenbruch von FTX und Alameda beschleunigte. Laut Medienberichten wurden infolge der dadurch ausgelösten Liquiditätsengpässe Kundengelder von FTX unrechtmäßig verwendet, um Rückzahlungen auf rückgeforderte Kredite bei Alameda zu leisten.⁷⁶⁶ Der Fall FTX liefert sohin viele Indikationen dafür, dass das Ausmaß der Schäden auf fehlende beziehungsweise mangelnde Regulierungsstandards zurückzuführen ist. Im Vergleich zum traditionellen Finanzmärkten wären derartige Konstellationen, u.a. aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben zur Trennung von Handelsinfrastruktur und Handelstätigkeit, unzulässig. Neben dem Verdacht auf potentielle Marktmanipulation, gab es bei FTX viele weitere schwerwiegende Mängel, wobei die größten das Fehlen einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation, mangelhaftes Risikomanagement sowie die mangelhafte Segregation von Kundengeldern, waren.

Die regulatorische Herausforderung, diese Mängel am Kryptomarkt zu beseitigen griff der europäische Gesetzgeber mit der MiCAR auf. Nach Ansicht der BaFin hätte die MiCAR gar

⁷⁶⁶ Flitter/ Yaffe-Bellany/ Goldstein, FTX Founder Sam Bankman-Fried Is Said to Face Market Manipulation Inquiry, The New York Times am 07.12.2022, abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2022/12/07/business/ftx-sbf-crypto-market-investigation.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

die Insolvenz von FTX verhindern oder zumindest das Ausmaß an Schäden mittigeren können.⁷⁶⁷ Die MiCAR zielt unter anderem darauf ab, strukturelle Interessenkonflikte im Kryptomarkt zu adressieren, wie sie etwa durch die fehlende Trennung von Handelsplatzbetrieb und Eigenhandel beziehungsweise Market-Making-Funktionen entstehen. Mit Art 72 MiCAR werden CASPs dazu verpflichtet geeignete organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um potenzielle Interessenkonflikte zu identifizieren, zu minimieren und offenzulegen. Neben den allgemeinen Vorgaben und Einschränkungen im Bereich der Vermeidung von Interessenskonflikten und Marktmissbrauch, gibt es spezifische organisatorische und prudentielle Anforderungen an Betreiber von Handelsplattformen für Kryptowerte (Art 76 MiCAR). Dienstleister, die den Tausch von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder gegen andere Kryptowerte anbieten, sind vergleichbar mit Eigenhändlern iSd MiFID II. Art 77 MiCAR enthält auch für diese Dienstleister eigene Anforderungen an ihre Geschäftsorganisation und Preispolitik. Damit verfolgt die MiCAR das Ziel, die Marktintegrität zu stärken und das Vertrauen in den Handel mit Kryptowerten durch eine stärkere institutionelle Trennung und verbesserte Transparenz nachhaltig zu fördern.

b) Marktmanipulation und Market Making

Wie oben bereits festgehalten ist Marktmanipulation ein Jedermannsdelikt und kann daher auch von professionellen Marktteilnehmern begangen werden, unabhängig davon, ob es sich um natürliche oder juristische Personen handelt.

Unternehmen sind dazu verpflichtet, marktmanipulative Verhaltensweisen ihrer Mitarbeiter (d. h. aller für das Unternehmen tätigen Personen, einschließlich Market Maker) sowie die von ihnen eingesetzten automatisierten Handelssysteme, wie z.B. Systeme, die automatisierte Orders aufgeben (siehe genauer zur Fahrlässigkeit oben unter Punkt 7.4)⁷⁶⁸, durch die Einrichtung geeigneter Überwachungs- und Kontrollsysteme zu verhindern. Beim Einsatz eines Market Makers ist insbesondere die Frage relevant inwieweit dessen Handlungen einerseits dem eigenen Arbeitgeber, aber auch dem Handelsplatzbetreiber, in dessen Auftrag der Market Maker tätig ist, zugerechnet werden können. Haben juristische Personen alle angemessenen Maßnahmen getroffen, um Marktmissbrauch durch die von ihnen beschäftigten natürlichen Personen zu verhindern, und begehen diese in Ausübung ihrer Tätigkeit für die juristische Person bzw. im Namen der juristischen Person, eine

⁷⁶⁷ Ernst/Heucke/Deutsche Bundesbank, Von Kryptoverwahrern zu Crypto-Asset Service Providern, 23 in BaFinTech am 21.09.2023, abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/916200/e367fd4f3cae62394e1e69a43e6a6a60/mL/2023-09-19-bafintech-ernst-data.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁷⁶⁸ VwGH 29.04.2014, 2012/17/0148.

marktmisbräuchliche Handlung, wird dies der juristischen Person grundsätzlich nicht zugerechnet.⁷⁶⁹

Innerhalb der für sie festgelegten Parameter können Market Maker frei entscheiden, wann, wie und in welchem Umfang sie mit einem Instrument handeln. Infolgedessen kann es durch diese Marktteilnehmer zu konzentrierten Käufen oder Verkäufen an der Börse, überdurchschnittlichen Tagesvolumina oder einer hohen Anzahl von Transaktionen kommen, welche die Kursentwicklung eines Finanzinstruments stark beeinflussen können. Market Maker halten in der Regel einen hohen Anteil am Gesamtvolumen eines Instruments, das in einer faktisch beherrschenden Stellung in einzelnen Instrumenten am Markt gekennzeichnet ist. Dadurch kann der Market Maker Signale an den Markt senden, die sich beispielsweise durch erhebliche Kursveränderungen, kurzfristige Anstiege im Transaktionsvolumen oder einer erhöhten Volatilität äußern können. Ein Market Maker muss gleichzeitig eine Vielzahl an Anforderungen erfüllen. Neben der geschuldeten Bereitstellung von ausreichender Liquidität, hat der Market Maker möglichst dafür zu sorgen Verluste zu vermeiden und diese Risiken u.a. durch Hedging zu minimieren. Die Grenze zwischen „legitimen Marktverhalten“ und Marktmanipulation kann daher in der Praxis schwer festzustellen sein.⁷⁷⁰ Nach *Poelzig* könnte das Market Making eine zulässige Marktpraxis darstellen und unter die Ausnahmebestimmung des Art 13 MAR fallen.⁷⁷¹ Infolgedessen sind gerade die vollziehenden Aufsichtsbehörden zunehmend gefordert, den tatsächlichen Hintergrund bestimmter Anlageentscheidungen des Market Makers zu ermitteln. Dabei müssen sie beurteilen, ob die durch das Verhalten eines Market Makers ausgelösten Anomalien mit den auftragsbedingt geschuldeten Leistungen des Market Makers erklärt werden können und in welchen Fällen ein Verdacht auf Marktmisbrauch vorliegt. Bei der Beurteilung des konkreten Marktverhaltens sollte stets von den erteilten Handelsaufträgen durch den Market Maker ausgegangen werden. Insbesondere Stornierungen oder Änderungen der konkreten Order sowie die anschließend ausgeführten Transaktionen können als Indizien im Rahmen der Prüfung herangezogen werden. Unabhängig von den in Art 12 Abs 2 MAR genannten Fällen, sollten insbesondere die in Anhang I A MAR beispielhaft aufgeführten Indikatoren berücksichtigt werden. Sowohl das Volumen der erteilten Handelsaufträge als auch der Zeitpunkt der Erteilung bzw. Stornierung bereits erteilter Aufträge könnten Indikatoren für manipulatives Verhalten sein.

⁷⁶⁹ ErwGr 30 MAR.

⁷⁷⁰ *Füßl/Taborsky*, Der Wertpapierhändler als Täter - Besondere Problematiken iZm Marktmanipulation, ZFR 2018/54, 115.

⁷⁷¹ *Poelzig* in *Fuchs/Zimmermann*, WpHG³ (2024) Art 12 MAR Rz 71.

Anhaltspunkte für ein marktmanipulatives Motiv des Market Makers können sich etwa daraus ergeben, dass die getätigten Transaktionen auch zu einem günstigeren Preis möglich gewesen wären oder dass wiederholt gewählte geringe Aufträge für besonders illiquide Wertpapiere offensichtlich nicht der Befriedigung eines Kauf- oder Verkaufsinteresses diene. Manipulative Handlungen können auch dann vorliegen, wenn nachgewiesen werden kann, dass mehrere Handelsakteure in einer Weise zusammenwirken, um den Kurs in eine bestimmte Richtung zu bewegen.⁷⁷² Nach einer jüngeren Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichts kann ein abweichendes Motiv auch dann erkennbar sein, wenn etwa der Mitarbeiter einer Bank in seiner der Funktion als Market Maker über den Händlerzugang seines Arbeitgebers in zeitlicher Nähe Transaktionen auf dem privaten Konto durchführt, die dieses begünstigen. Die tatsächlichen wirtschaftlichen Interessen sind im Rahmen der Beweiswürdigung auf der Grundlage aller Umstände zu ermitteln, die Aufschluss über die Motive des Handelnden und damit letztlich über den wirtschaftlichen Hintergrund geben. Nach Ansicht des BVwG können bei der Beurteilung eines potenziell manipulativen Verhaltens eines Market Makers sohin auch Transaktionen auf einem privaten Wertpapierkonto, die wirtschaftlich dem Market Maker zuzurechnen sind und in einem zeitlichen Zusammenhang stehen, ein ausschlaggebender Indikator für das Vorliegen einer Marktmanipulation sein.⁷⁷³

Ob das Verhalten eines Händlers zu irreführenden oder falschen Signalen führt oder sogar ein abnormales Preisniveau schafft, muss im Rahmen der rechtlichen Beurteilung entschieden werden. Kann nachgewiesen werden, dass der Market Maker durch seine konkreten Handlungen ein vom Rechtssystem missbilligtes Ziel, wie die Täuschung anderer Marktteilnehmer, beabsichtigt oder zumindest in Kauf nimmt, ist es anschließend unerheblich, ob das beanstandete Verhalten den Vorgaben des Arbeitgebers, beispielsweise hinsichtlich maximaler Handelsvolumina, entspricht oder ob der Market Maker die Anforderungen hinsichtlich der Erfüllung seiner Verpflichtung als Market Maker erfüllt hat. Ebenso unerheblich ist, ob ein Marktmanipulator durch seine Handlungen einen wirtschaftlichen Vorteil erzielt hat, zumal die Erzielung eines Gewinns nicht exemplarisch ist.⁷⁷⁴

Nach der MAR sind Transaktionen eines Market Makers nur dann zulässig, wenn sie im Rahmen der normalen Ausübung seiner Funktion erfolgen. Der privilegierte Zugang zu

⁷⁷² *Füß/Taborsky*, Der Wertpapierhändler als Täter - Besondere Problematiken iZm Marktmanipulation, ZFR 2018/54.

⁷⁷³ BVwG 11.09.2017, W204 2142343/10001; *Füß/Taborsky*, Der Wertpapierhändler als Täter - Besondere Problematiken iZm Marktmanipulation, ZFR 2018/54.

⁷⁷⁴ *Füß/Taborsky*, Der Wertpapierhändler als Täter - Besondere Problematiken iZm Marktmanipulation, ZFR 2018/54, 117; VwGH 24.02.2014, 2012/17/0003.

handelsbezogenen Insiderinformationen darf auf Grundlage einer Vereinbarung mit dem Marktplatzbetreiber genutzt werden, sofern die Handlungen des Market Makers durch seine Rolle gerechtfertigt sind. Die bloße Ausführung legitimer Handelsaufträge, auch bei bestehendem Insiderwissen stellt keine grundsätzlich verbotene Informationsnutzung dar, sofern sie pflichtgemäß und im Rahmen der regulären Geschäftstätigkeit erfolgt. Art 9 MAR stellt klar, dass der bloße Besitz von Insiderinformationen nicht automatisch auf deren unzulässige Nutzung schließen lässt, sofern der Handel rechtmäßig im Rahmen der jeweiligen Funktion erfolgt. Der Schutz der MAR erstreckt sich jedoch nicht auf verbotene Praktiken wie etwa Front Running. Die Legitimität der Tätigkeit eines Market Maker setzt das Vorliegen einer Market-Making-Vereinbarung voraus, die bestimmte zentrale Elemente enthalten sollte, darunter die genaue Bezeichnung der betroffenen Finanzinstrumente bzw. Kryptowerts sowie Mindestverpflichtungen hinsichtlich Marktpräsenz, Ordergröße und Spread. Zudem sollten Überwachungs-, Compliance- und Prüfungsanforderungen geregelt werden. Die Vereinbarung muss mit den Vorgaben der MiCAR und MAR im Einklang stehen und erlaubt dem Market Maker, unter Nutzung seines privilegierten Marktzugangs im Rahmen seiner regulären Aufgaben tätig zu werden.⁷⁷⁵

9.5.2.2 Token Burn Programme

„*Token Burning*“ ist ein Prozess am Kryptomarkt, bei dem Kryptowerte absichtlich und dauerhaft aus dem Umlauf entfernt werden und gezielt unbrauchbar gemacht werden.⁷⁷⁶ Technisch betrachtet kann Token Burning automatisiert durch Smart Contracts oder manuell erfolgen. Die betreffenden Kryptowerte werden auf sogenannte „*Burn-Adressen*“ oder „*Burn Wallets*“ übertragen, bei denen der Zugang zu den privaten Schlüsseln dauerhaft ausgeschlossen ist. Da ein Zugriff auf diese Adressen unmöglich ist, gelten die übertragenen Kryptowerte als unwiederbringlich vernichtet. Ziel des Token Burnings ist die Verknappung des zirkulierenden Angebots des Kryptowerts, wodurch, gestützt auf klassische Angebots- und Nachfrage-Mechanismen, eine potenzielle Wertstabilisierung oder gar eine Wertsteigerung erzielt werden kann. Neben dieser ökonomischen Funktion dient das regelmäßige Burning von Kryptowerten in der Praxis häufig auch der Signalwirkung. Token Burns werden häufig angekündigt, um das Marktvertrauen zu stärken, Inflationstendenzen entgegenzuwirken oder das Commitment des Emittenten zur langfristigen Wertsteigerung des Kryptowerts zu unterstreichen. So soll das Vertrauen in

⁷⁷⁵ Winner in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2019) Art 9 MAR Rz 29 ff.

⁷⁷⁶ Fromberger/ Zimmermann in Maume/ Maute, Kryptowerte-HdB (2020) § 1 Rz 6.

den Kryptowert gestärkt und das langfristige Engagement des Emittenten in dessen Wertentwicklung unterstrichen werden.⁷⁷⁷

Token Burning kann daher grundsätzlich den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen. Insbesondere bei manueller Durchführung können die Voraussetzungen für eine handelsbasierte Marktmanipulation im Sinne des Art 91 Abs 2 lit a MiCAR vorliegen. Als handelsbasierte Marktmanipulation gilt „jede andere Handlung“, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses von Kryptowerten oder der Nachfrage danach gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist oder für einen oder mehrere Kryptowerte ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführt oder bei denen dies wahrscheinlich ist. Token Burning, also das gezielte Unbrauchbarmachen eines Kryptowerts, kann unter die Tatbestandsvoraussetzung „jede andere Handlung“ subsumiert werden. Indem der Kryptowert aus dem Verkehr gezogen wird, wird zugleich ein Signal an den Markt ausgesendet, weil damit das gesamte verfügbare Angebot an Kryptowerten gezielt verringert wird. Eine Signalwirkung liegt vor, wenn ein verständiger Marktteilnehmer die Handlung im Rahmen seiner Anlageentscheidung wahrscheinlich berücksichtigen würde, weil die Handlung (wahrscheinlich) das Angebots- und Nachfrageverhalten in Bezug auf den betroffenen Kryptowert oder dessen Preis beeinflusst, unabhängig in welche Richtung. Dies hängt im konkreten Fall sowohl von den Eigenschaften der Handlung, etwa den Orderspezifikationen (Größe, Limit, Zeitpunkt) als auch den Gegebenheiten des Marktes ab. Ob die Signalwirkung sohin letztlich als falsch oder irreführend eingestuft werden kann hängt davon ab, ob die Menge an Kryptowerten, die Teil des Token Burning Programms sind einen erheblichen Teil der Liquidität am Markt ausmachen und damit de facto der Preis gesteuert bzw. verändert werden kann.

Gemäß Art 91 MiCAR liegt keine Marktmanipulation vor, wenn es einen legitimen Grund gibt. Die MiCAR regelt jedoch nicht näher was darunter zu verstehen ist, weshalb zur Auslegung Art 13 der MAR herangezogen werden könnte. Art 13 MAR regelt die zulässige Marktpraxis, wonach das Verbot der Marktmanipulation nicht gilt, wenn die Person, die ein Geschäft abschließt, einen Handelsauftrag erteilt oder eine andere Handlung vornimmt, nachweisen kann, dass das Geschäft, der Auftrag oder die Handlung legitime Gründe hat und im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis steht (siehe dazu genauer oben unter Kapitel 5.4.4). ErwGr 42 zur MAR hält dazu fest: „*Unbeschadet des Zwecks dieser*

⁷⁷⁷ Loke Choon Khei, What Token Burns Are, Why Crypto Projects Do It and Why It Benefits Token Prices, CoinGecko am 21.11.2024, abrufbar unter <https://www.coingecko.com/learn/token-burn> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Reiff/Howard/Velasquez, What Does It Mean to Burn Crypto? Practical Applications am 12.02.2025, Investopedia, abrufbar unter <https://www.investopedia.com/tech/cryptocurrency-burning-can-it-manage-inflation/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Verordnung und ihrer unmittelbar anwendbaren Bestimmungen könnte eine Person, die Geschäfte abschließt oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge ausführt, die so betrachtet werden können, dass sie den Tatbestand einer Marktmanipulation erfüllen, geltend machen, dass sie legitime Gründe hatte, diese Geschäfte abzuschließen oder Aufträge auszuführen, und dass diese nicht gegen die zulässige Praxis auf dem betreffenden Markt verstoßen.“ Die Privilegierung nach Art 13 MAR setzt aber anders als die MiCAR, die verwaltungsrechtliche Feststellung einer zulässigen Marktpraxis voraus, zu der die legitimen Gründe hinzutreten müssen. Nach der einhelligen Literatur setzt das Vorliegen eines legitimen Grundes nach Art 13 MAR sohin voraus, dass mit dem Geschäft, Auftrag oder Handlung ein mit der anerkannten Marktpraxis verfolgter Zweck erreicht werden soll.⁷⁷⁸ Sohin ist zu prüfen, ob das Handeln des Marktteilnehmers nach seiner Zielsetzung und seinem Zweck kapitalmarktrechtlich anzuerkennen ist und den anerkannten Prinzipien, Strukturen, Mechanismen und Funktionsbedingungen des Marktes nicht zuwiderläuft. Die DelVO (EU) 2016/908⁷⁷⁹ legt gestützt auf Art 13 Abs 7 MAR, die technischen Regulierungsstandards für die Kriterien, das Verfahren und die Anforderungen für die Festlegung einer zulässigen Marktpraxis, fest. (siehe dazu Kapitel 5.4.4)

Nach Art 91 Abs 2 lit a MiCAR genügt, anders als im Rahmen der MAR, bereits das bloße Vorliegen eines legitimen Grundes, um einen Tatbestandsausschluss zu begründen. Nach Auffassung von *Maume* ist eine Übertragung der ohnehin unklaren Grundsätze zu den legitimen Gründen im Sinne des Art 13 MAR auf Art 91 Abs 2 lit a MiCAR aufgrund der strukturellen Unterschiede der jeweiligen Normen nicht sachgerecht. Gleichwohl sind unter legitimen Gründen im Sinne der MiCAR solche zu verstehen, die auch nach Art 13 MAR zur Annahme einer zulässigen Marktpraxis führen könnten, insbesondere die Bereitstellung von Marktliquidität. *Maume* zufolge spricht zudem die Formulierung „sofern keine legitimen Gründe vorliegen“ dafür, dass das Fehlen legitimer Gründe lediglich vermutet wird. Ein Tatbestandsausschluss setzt demnach eine positive Feststellung des Vorliegens legitimer Gründe im Streitfall voraus, ohne dass damit eine Beweislastverteilung im prozessualen Sinne verbunden wäre.⁷⁸⁰

ErwGr 12 MAR anerkennt die wirtschaftliche Bedeutung von Aktienrückkaufprogrammen und Kursstabilisierungsmaßnahmen als etablierte Instrumente am Kapitalmarkt, die von Emittenten insbesondere zur Einflussnahme auf den Marktpreis ihrer Finanzinstrumente

⁷⁷⁸ Kert/Wess in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR (2018) § 164 BörseG 2018 Rz 22.

⁷⁷⁹ Delegierte Verordnung (EU) 2016/908 der Kommission vom 26. Februar 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Kriterien, das Verfahren und die Anforderungen für die Festlegung einer zulässigen Marktpraxis und die Anforderungen an ihre Beibehaltung, Beendigung oder Änderung der Bedingungen für ihre Zulässigkeit.

⁷⁸⁰ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 21.

eingesetzt werden. Ziel eines Aktienrückkaufs ist regelmäßig die Reduktion des ausstehenden Aktienkapitals, was bei gleichbleibender Ertragslage zu einer Erhöhung des Gewinns je Aktie und in der Folge zu einem potenziell positiven Marktsignal führen kann. Darüber hinaus können Rückkäufe als Mittel zur Ausschüttung überschüssiger Liquidität eingesetzt werden. Kursstabilisierungsmaßnahmen dienen hingegen vorrangig der Stützung des Marktpreises von Wertpapieren in unmittelbarem zeitlichen Zusammenhang mit deren erstmaliger oder erneuter Platzierung.⁷⁸¹

Ein vergleichbarer Mechanismus findet sich bei Token Burn-Programmen. Der Emittent vernichtet gezielt einen Teil des im Umlauf befindlichen Tokenbestands mit dem Ziel, das verfügbare Angebot künstlich zu verknappen. In ökonomischer Hinsicht entspricht dies der Reduktion des „Free Float“ im Aktienmarkt und kann zu einem wertsteigernden Effekt auf den verbleibenden Tokenbestand führen. Für Aktienrückkaufprogramme von Emittenten enthält die MAR in Art 5 Abs 1 bis 3 eine Safe Harbour Bestimmung, wonach das Verbot von Insidergeschäften und Marktmanipulation nicht greift, wenn der Handel im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms oder einer Kursstabilisierungsmaßnahme erfolgt und die Voraussetzungen nach Art 5 erfüllt sind. Bei den Regelungen nach Art 5 Abs 1 MAR bzw. Art 5 Abs 4 MAR handelt es sich um Tatbestandsausschlussgründe. Nur die in Art 5 Abs 2 MAR genannten Zwecke können den Safe Harbour eröffnen. Gemäß Art 5 Abs 1 MAR gelten die Verbote des Art 14 MAR und des Art 15 MAR unter bestimmten Voraussetzungen nicht für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen. Zu diesen Voraussetzungen gehört unter anderem, dass die Einzelheiten des Programms vor dem Beginn des Handels vollständig offengelegt werden müssen. Darüber hinaus müssen Transaktionen im Zusammenhang mit dem Rückkaufprogramm der zuständigen Behörde des Handelsplatzes gemeldet und anschließend öffentlich bekanntgegeben werden. In Bezug auf Kurs und Volumen müssen angemessene Grenzen eingehalten werden. Die in den Artt 14 und 15 der MAR festgeschriebenen Verbote gelten gemäß Art 5 Abs 4 MAR außerdem nicht für den Handel mit Wertpapieren oder verbundenen Instrumenten zur Stabilisierung des Kurses von Wertpapieren, wenn die Dauer der Stabilisierungsmaßnahme begrenzt ist, relevante Informationen zur Stabilisierung offengelegt und der zuständigen Behörde des Handelsplatzes gemäß Abs 5 gemeldet werden und in Bezug auf den Kurs angemessene Grenzen eingehalten werden. Die Maßnahmen dürfen nur zu den gesetzlich erlaubten Zwecken erfolgen, wie etwa zur Reduktion des Kapitals des Emittenten, zur Umwandlung von Wandelschuldverschreibungen oder zur Umsetzung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Die bei den Aktienrückkaufprogrammen und

⁷⁸¹ Poelzig in Fuchs/Zimmermann, WpHG³ (2024), Art 5 MAR Rz 4 ff.

Stabilisierungsmaßnahmen nach Art 5 Abs 1 und Abs 4 MAR einzuhaltenden Bedingungen werden durch die DeIVO (EU) 2016/1052⁷⁸² weiter präzisiert. Wie bereits oben dargestellt regelt Art 91 MiCAR, dass bei Bestehen eines legitimen Grundes keine Marktmanipulation vorliegt. Fraglich ist daher, ob bei einem Token Burn, der die oben beschriebenen Voraussetzungen und Zwecke zur Legitimation einer Kursstabilisierungsmaßnahme gem. Art 5 MAR erfüllt, sohin auch das Vorliegen einer Marktmanipulation ausgeschlossen werden kann. Nach einem Teil der Literatur gelten die Verbotsausnahmen des Art 5 MAR auch als legitimer Grund iSd der MiCAR.⁷⁸³

Im Ergebnis zeigt sich, dass die Einordnung von Token Burns im Lichte des unionsrechtlichen Marktmissbrauchsrahmens ein noch weitgehend ungeklärtes Spannungsfeld zwischen marktstabilisierender Maßnahme und manipulativem Eingriff in die Preisbildung darstellt. Nach Art 91 MiCAR liegt eine Marktmanipulation nicht vor, wenn für das betreffende Verhalten ein legitimer Grund besteht. Fraglich ist jedoch, ob ein Token Burn, der funktional den Voraussetzungen einer Kursstabilisierungsmaßnahme im Sinne des Art 5 MAR entspricht, unter diese Ausnahme subsumiert werden kann und somit nicht als Marktmanipulation zu werten ist. Der Umstand, dass die MiCAR, anders als die MAR, keine ausdrückliche Bestimmung über Kursstabilisierungsmaßnahmen enthält, lässt unterschiedliche Interpretationen zu. Einerseits könnte dies darauf hindeuten, dass der europäische Gesetzgeber bewusst eine strengere Regelung geschaffen hat und die Ausnahme des Art 5 MAR nicht auf den Kryptomarkt übertragen wollte. Dies würde bedeuten, dass die Schwelle zur Marktmanipulation bei Kryptowerten niedriger anzusetzen ist als im traditionellen Finanzmarkt. Andererseits lässt sich vertreten, dass die in Art 5 MAR kodifizierten Verbotsausnahmen als allgemeine Rechtfertigungsgründe auch im Rahmen der MiCAR herangezogen werden können, soweit die Maßnahme einem legitimen wirtschaftlichen Zweck dient, transparent erfolgt und keine Irreführung der Marktteilnehmer bezweckt.

Dogmatisch spricht meines Erachtens vieles für letztere Auslegung. Der Schutzzweck der MiCAR, insbesondere die Wahrung der Marktintegrität und des Anlegerschutzes, deckt sich weitgehend mit jenem der MAR. Ein funktionaler Gleichlauf der Rechtfertigungsgründe erscheint daher systematisch richtig, um inkonsistente Auslegungsergebnisse zwischen regulierten Finanzinstrumenten und Kryptowerten zu vermeiden. In diesem Sinne kann ein Token Burn, der nachweislich der Marktstabilisierung dient, transparent kommuniziert wird

⁷⁸² Delegierte Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die auf Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen anwendbaren Bedingungen.

⁷⁸³ *Wutscher in Kalss/Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 8 ff.; *Raschner*, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 220.

und keine irreführende Signalwirkung entfaltet, als legitimer Grund im Sinne des Art 91 MiCAR gewertet werden und damit vom Tatbestand der Marktmanipulation ausgenommen sein.

9.5.3 Handlungsgestützte Marktmanipulation

Nach Art 91 Abs 2 lit b MiCAR liegt eine handlungsgestützte Marktmanipulation vor, wenn ein Geschäft, ein Handelsauftrag oder eine andere Tätigkeit oder Handlung unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung den Kurs eines oder mehrerer Kryptowerte (potentiell) beeinflusst. Die handlungsgestützte Marktmanipulation (lit b) setzt sohin teilweise die gleichen Tatelemente wie die handelsgestützte Marktmanipulation (lit a) voraus, als es sich dabei um einen Auffangtatbestand zu lit a handelt, mit dem sonstige handels- und handlungsgestützte Manipulationen mit einer Kursbeeinflussungseignung umfasst werden sollen. Hinzutritt das Tatbestandselement der Täuschung, wonach die Tathandlung unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung vorgenommen werden muss. Zur Erfüllung des Tatbestandes erfordert es ein ziel bzw. zweckgerichtetes Verhalten des Täters, der sohin vorsätzlich handeln muss. Im Vergleich zur handelsgestützten Marktmanipulation nach lit a kann es daher auch keinen legitimen Grund geben, der zum Tatbestandsausschluss führt. Die Täuschungshandlung muss objektiv geeignet sein einen verständigen Anleger zu täuschen, wobei ausreichend ist, dass die Handlung wahrscheinlich ist, zu einer Täuschung des Anlegers zu führen, ein tatsächlicher Täuschungserfolg ist nicht notwendig. Weiters muss die Täuschung den Kurs eines oder mehrerer Kryptowerte beeinflussen oder hierzu geeignet sein.⁷⁸⁴

9.5.4 Informationsgestützte Marktmanipulation

Art 91 Abs 2 lit c MiCAR regelt die informationsgestützte Marktmanipulation, wonach die Verbreitung von Informationen oder Gerüchten, die (potentiell) falsche oder irreführende Signale aussenden oder ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen (könnten) unter das Marktmanipulationsverbot fallen, wenn die verbreitende Person „wusste oder hätte wissen müssen“, dass die Informationen bzw. Gerüchte falsch oder irreführend waren.⁷⁸⁵ Der betroffene Empfängerkreis muss die Informationen nicht tatsächlich zur Kenntnis nehmen, die bloße Möglichkeit der Kenntnisnahme genügt. Bei der informationsgestützten Manipulation werden die Märkte sohin durch kommunikatives

⁷⁸⁴ Wutscher in Kalss/Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 9; Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 23 ff.

⁷⁸⁵ Wutscher in Kalss/Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 10 ff.

Verhalten des Täters beeinflusst, der gezielt Informationen über die Medien, das Internet oder auf anderem Wege verbreitet.⁷⁸⁶ Das dabei verwendete Medium ist irrelevant für die Erfüllung des Tatbestands, wonach es keine Rolle spielt, ob Informationen schriftlich, elektronisch, mündlich oder in einer sonstigen Kommunikationsform verbreitet werden. Diese Tatbestandsvariante ist sohin insbesondere im Social Media Bereich oder bei Blog Postings einflussreicher Personen oder Influencer relevant, die gerade am Kryptomarkt besonders aktiv sind. Eine „Verbreitung“ liegt nach der Literatur bei einem Zugänglichmachen von Informationen für die Öffentlichkeit bzw. einer nicht ganz kleinen Anzahl an Einzelpersonen, vor, weshalb eine rein individuelle Kenntnissgabe grundsätzlich nicht ausreicht.⁷⁸⁷ Nach allgemeiner Ansicht versteht man darunter die normativ zurechenbare Kundgabe mitsamt der Möglichkeit der Kenntnisnahme durch den Empfänger, welches die tatsächliche Kontrolle des Täters über die Verbreitung voraussetzt. So wie in der MAR kann die Mitteilung an nur eine Person allerdings schon den Tatbestand erfüllen, wenn diese als Multiplikator zur Weiterverbreitung dient („Einflüsterung“). Erfasst wäre damit z.B. die Kommunikation einer falschen Information an einen Influencer, der diese dann vorsatzlos an einen öffentlichen Empfängerkreis, weiterkommuniziert. Der Tatbestand erfasst jedwede Information, womit auch Gerüchte, also unverbürgte Nachrichten mit ungewissem Wahrheitsgehalt, sowie Werturteile ohne Tatsachenkern, erfasst sind. Auch kurze, scheinbar harmlose Äußerungen können eine verbotene informationsgestützte Marktmanipulation darstellen. So könnte bereits ein kurzer Tweet mit dem Inhalt *„Keine Sorge – alles wird gut“* oder *„Viele gute Nachrichten heute“* den Tatbestand erfüllen.⁷⁸⁸ Die Tatbestandsvariante kann gem. ErwGr 47 MAR zudem im „Erfinden offensichtlich falscher Informationen, aber auch in der Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte sowie in der wissentlichen Angabe unrichtiger Informationen bestehen“.⁷⁸⁹

Voraussetzung ist, dass die Informationsverbreitung geeignet ist, falsche oder irreführende Signale am Markt herbeizuführen. Wann eine Information als falsch oder irreführend einzustufen ist, muss vor dem Hintergrund der Meinungs- und Kommunikationsfreiheit betrachtet werden, weshalb der Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation jedenfalls ein subjektives Tatelement voraussetzt. Art 91 Abs 2 lit c MiCAR sieht zwar iSe subjektiven Erfordernisses das Wissen bzw. Wissen-Müssen um den falschen oder

⁷⁸⁶ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 26 ff.

⁷⁸⁷ *Wutscher* in *Kalss/Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 10 ff.

⁷⁸⁸ *Möllers/Schauer*, Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021, 1333 (1337).

⁷⁸⁹ *Wutscher* in *Kalss/Krönke/ Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 9; *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 23 ff; *Zimmer/Bator* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 MAR Rz 89 ff.

irreführenden Charakter der Informationen vor, zur Erfüllung des Tatbestandes reicht allerdings bereits einfache Fahrlässigkeit.⁷⁹⁰ Sowohl evident unvertretbare Bewertungen als auch inhaltlich zutreffende Angaben können als irreführend qualifiziert werden, sofern sie aus ex-ante-Perspektive eines verständigen Durchschnittsanlegers geeignet sind, zu Fehlvorstellungen über die tatsächlichen Verhältnisse zu führen. Auch die reißerische oder selektiv verkürzte Präsentation objektiv richtiger Informationen kann durch ihren Gesamteindruck eine irreführende Wirkung entfalten. Demgegenüber liegt keine Marktmanipulation vor, wenn die verbreiteten Informationen inhaltlich zutreffend, vollständig und nicht irreführend sind oder eine nachvollziehbare Bewertung bzw. Prognose darstellen.⁷⁹¹

Ein Signal ist als falsch zu qualifizieren, wenn die zugrunde liegende Information nicht der objektiven Wahrheit entspricht. Bei tatsachenbasierten Angaben ist die Unrichtigkeit grundsätzlich durch objektive Kriterien überprüfbar. Eine Falschheit liegt dann vor, wenn bei verständiger Würdigung kein Raum mehr für eine abweichende Interpretation besteht. Demgegenüber entziehen sich Werturteile einer objektiven Wahrheitskontrolle, da sie nicht im selben Sinne als „richtig“ oder „falsch“ klassifizierbar sind. Stützt sich ein Werturteil jedoch auf eine unzutreffende Tatsachengrundlage, so gilt es als falsch im Sinne der maßgeblichen Vorschrift. Irreführend ist ein Signal, wenn es geeignet ist, bei einem durchschnittlich informierten, verständigen Marktteilnehmer eine unzutreffende Vorstellung über marktrelevante Umstände hervorzurufen. Das Tatbestandsmerkmal umfasst damit auch sachlich richtige Informationen, sofern diese, in ihrem konkreten Kontext, ein insgesamt verzerrtes oder unvollständiges Bild der tatsächlichen Situation vermitteln. Dies ist etwa dann der Fall, wenn zutreffende Angaben in einer Vielzahl an Informationen derart eingebettet sind, dass ihre Aussagekraft relativiert oder verschleiert wird. Ebenso können Informationen als irreführend qualifiziert werden, wenn sie relevante Aspekte auslassen, obwohl nach der Verkehrserwartung eine vollständige und transparente Darstellung zu erwarten gewesen wäre.⁷⁹²

Da bereits die fahrlässige Verbreitung unrichtiger Informationen als Marktmanipulation im Sinne des Art 91 Abs 2 lit c MiCAR qualifiziert werden kann, ergibt sich daraus eine allgemeine Sorgfaltspflicht hinsichtlich der Prüfung des Inhalts, Charakters und der Herkunft der betroffenen Information. Diese Sorgfaltspflicht tritt insbesondere dann in den Vordergrund, wenn Informationen Dritter weitergegeben oder erstmals einer breiten

⁷⁹⁰ Wutscher in Kalss/Krönke/ Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 10; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 MAR Rz 87 ff.

⁷⁹¹ Link, Shareholder und Investor Activism– Rechtsfragen der aktuellen Praxis, ZGR 2021, 925 ff; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020), Art 12 MAR Rz 87 ff.

⁷⁹² Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 32 ff.

Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, etwa durch Influencer. Der konkret anzuwendende Sorgfaltsmaßstab ist gesetzlich nicht abschließend geregelt und wurde auch in der rechtswissenschaftlichen Literatur bislang nur in Ansätzen umrissen. Gleichwohl ist bei erkennbaren Zweifeln an der Verlässlichkeit einer Quelle grundsätzlich eine eigenständige Überprüfung geboten. Sofern eine solche Überprüfung im konkreten Fall nicht zumutbar ist, etwa aufgrund fehlender technischer oder organisatorischer Möglichkeiten, ist jedenfalls eine transparente Einordnung der Information erforderlich. In solchen Fällen ist klarzustellen, dass es sich um nicht verifizierte Angaben handelt, etwa um ein Gerücht oder eine bloße Marktspekulation.⁷⁹³

Im Gegensatz zu Art 21 MAR enthält die MiCAR kein ausdrückliches Journalistenprivileg. Eine spezifische Berücksichtigung journalistischer Berufsethik, standesrechtlicher Schutzmechanismen oder der grundrechtlich garantierten Meinungs- und Pressefreiheit ist somit im Verordnungstext nicht vorgesehen. Vor dem Hintergrund der in Art 11 Abs 2 der Charta der Grundrechte der Europäischen Union verankerten Medienfreiheit und Pluralität erscheint jedoch eine grundrechtskonforme Auslegung des Art 91 Abs 2 lit c MiCAR erforderlich. Insbesondere ist zu vermeiden, dass eine übermäßig weite Auslegung des Tatbestands die legitime Ausübung journalistischer oder meinungsbildender Tätigkeit unverhältnismäßig beschränkt.⁷⁹⁴

9.5.5 Beispielkatalog

Art 91 Abs 3 MiCAR enthält eine zwingende, demonstrative Aufzählung von Handlungen, die jedenfalls das Delikt der Marktmanipulation erfüllen. Strukturell ist die Bestimmung dem Art 12 Abs 2 MAR nachgebildet, wonach drei Verhaltensweisen gemäß Art 12 Abs 2 lit a bis c mutatis mutandis in die MiCAR übernommen werden. Die Tatbestände sind allgemeine dem Kapitalmarktrecht bekannte Manipulationspraktiken, wie z.B. Scalping, und gelten als Konkretisierungen der Grundtatbestände. Nicht übernommen wurden Praktiken wie etwa die Emissionszertifikatemanipulation oder „*Marking the Close*“ gemäß Art 12 Abs 2 lit b MAR also ein mit Irreführung(-seignung) getätigter (Ver-)Kauf von Handelsgegenständen bei Handelsbeginn oder -schluss. (siehe dazu Kapitel 5.4.3.5) Letzterer vor dem Hintergrund, dass Kryptomärkte grundsätzlich keine Schließzeiten kennen und der Tatbestand sohin keine Anwendbarkeit hat.⁷⁹⁵ Die Auslegung der in Art 91

⁷⁹³ Link, Shareholder und Investor Activism– Rechtsfragen der aktuellen Praxis, ZGR 2021, 926.

⁷⁹⁴ Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 35 ff; Wutscher in Kalss/Krönke/Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 10; Link, Shareholder und Investor Activism– Rechtsfragen der aktuellen Praxis, ZGR 2021, 925 ff.

⁷⁹⁵ Wutscher in Kalss/Krönke/Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 11; Raschner, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 222; Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 38.

Abs 3 MiCAR angeführten Fallbeispiele sollte sich an der Systematik und den Grundsätzen des Art 12 MAR orientieren. Daraus lässt sich ableiten, dass die im Anhang der MAR enthaltenen Indikatoren sowie deren Konkretisierung durch die Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 grundsätzlich keine Anwendung finden, sofern einer der zwingenden Tatbestände des Art 91 Abs 3 MiCAR erfüllt ist.⁷⁹⁶

9.5.5.1 Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung (Abs 3 lit a)

Bei der Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf das Angebot oder die Nachfrage eines Kryptowerts, handelt es sich um eine handelsgestützte Marktmanipulation (Art 91 Abs 2 lit a), bei welcher der Marktmechanismus durch die Ausnutzung einer Marktbeherrschung eines marktmächtigen Marktteilnehmers mit einer Monopolstellung, außer Kraft gesetzt wird. Das verbotene Vorgehen wird in den Märkten auch als *Cornering* oder *Abusive Squeeze* bezeichnet. (siehe dazu Kapitel 5.4.3.2) Besonders anfällig für derartige manipulative Praktiken sind illiquide Märkte, da bereits mit vergleichsweise geringem Mitteleinsatz eine marktbeeinflussende Wirkung erzielt werden kann. Dort können vor allem sogenannte „*Whales*“ ins Gewicht fallen, also Personen oder Unternehmen, die große Mengen eines bestimmten Kryptowerts halten und nur gelegentlich am Markt aktiv werden, deren Handlungen aber umso stärkere Effekte auslösen können. Die tatsächliche Praxisrelevanz dieses Phänomens wird in der Literatur jedoch teilweise in Frage gestellt.⁷⁹⁷

Der Tatbestand ist so wie auch Art 12 Abs 2 lit a MAR eine kartellrechtliche Norm, weshalb bei der Auslegung auf die entwickelten Grundsätze des Kartellrechts zurückzugreifen ist. (siehe dazu auch oben in Kapitel 7.3.1)⁷⁹⁸

Tathandlung ist die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, die sowohl dessen Herbeiführung („sich etwas sichern“) wie auch deren Beibehaltung umfasst und die dem Marktteilnehmer zurechenbar sein muss. Dabei ist darauf abzustellen, ob der Marktteilnehmer diese in zumutbarer Weise hätte verhindern können. Die Sicherung muss tatsächlich oder wahrscheinlich zu einer unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kaufs- oder Verkaufspreises führen oder zu anderen unlauteren Handelsbedingungen führen oder hierzu geeignet sein. Der Marktteilnehmer muss durch die inkriminierte Tathandlung einen Vorteil erzielen, d.h. nur wenn der betreffende Teilnehmer eine Gegenleistung erhält, die er ohne die Marktmacht nicht erzielt hätte, liegt ein untersagtes

⁷⁹⁶ Wutscher in Kalss/Krönke/Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 11.

⁷⁹⁷ Raschner, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 222; Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 39 ff.

⁷⁹⁸ Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 41.

Verhalten iSd Tatbestandes vor. Die einseitige Einwirkungsmöglichkeit außerhalb des regulären Marktmechanismus wird durch den Begriff der „Festsetzung“ zum Ausdruck gebracht. Die alternative Formulierung „oder anderen unlauteren Handelsbedingungen“ erfasst darüber hinaus auch nicht preisbezogene Verhaltensweisen. Im kartellrechtlichen Kontext fallen darunter etwa weitere Vertragselemente wie Liefermengen, Exklusivitätsvereinbarungen oder diskriminierende Bedingungen (vgl. Art 102 Satz 2 AEUV). Für die Annahme einer manipulativen Handlung ist nicht erforderlich, dass tatsächlich eine marktbeherrschende Stellung erlangt wurde, vielmehr genügt bereits die Wahrscheinlichkeit ihrer Herbeiführung. Im Einklang mit Art 91 Abs 2 lit a MiCAR ist hierfür das Überschreiten der Schwelle von 50 % als maßgeblich anzusehen.⁷⁹⁹

Art 91 Abs 3 lit a regelt wie folgt:

„die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf das Angebot an einem Kryptowert oder die Nachfrage danach, die eine unmittelbare oder mittelbare Festsetzung des Kauf- oder Verkaufskurses oder andere unlautere Handelsbedingungen bewirkt oder hierzu geeignet ist;“

Im Vergleich zur Vorbildbestimmung nach Art 12 Abs 2 lit a MAR fällt auf, dass das Tatbestandsmerkmal *„durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen“* nicht in die MiCAR übernommen wurde. Nach *Maume* könnte dies den Eigenheiten des Kryptomarktes geschuldet sein als der Tatbestand bewusst offener formuliert wurde, um auch Cornering-Strategien, die automatisch über ein DeFi-Protokoll ausgeführt werden können, nicht auszuschließen. Dies würde auch dem ErwGr 96 MiCAR entsprechen, wonach Smart Contracts bei der Ausführung von Aufträgen zu berücksichtigen sind. *Maume* führt noch eine zweite Vermutung ins Treffen, wonach die Streichung in der MiCAR auf die Causa Gamestop zurückgeführt werden könnte, bei der sich User dazu verabredet hatten Aktienkäufe zu tätigen um einen vermeintlichen Angriff durch einen „short selling“ Hedgefonds abzuwehren. Nach hM in der Literatur war Art 12 Abs 2 lit a MAR letztlich deshalb nicht anwendbar, weil die Handlungen privater Anleger nicht konkret vorhersehbar war und der daraus resultierende Schwarm nicht steuerbar ist (siehe dazu genau in Kapitel 7). Indem die konkrete Tatbestandsvoraussetzung in der MiCAR nicht mehr enthalten ist, würde dies zu einer gänzlich anderen Beurteilung führen.⁸⁰⁰

Die von *Maume* aufgezeigten potentiellen Motive des Gesetzgebers für die Streichung des Tatbestandsmerkmals *„durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde*

⁷⁹⁹ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 43 ff.

⁸⁰⁰ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 42.

Personen“ in Art 91 Abs 2 MiCAR, erscheinen mir inhaltlich überzeugend. Zum einen trägt der offenere Wortlaut den Besonderheiten des Kryptomarktes Rechnung, auf dem Cornering-Strategien nicht zwingend das Ergebnis menschlicher Handlungen sein müssen, sondern auch automatisiert über Smart Contracts, DeFi-Protokolle oder hostile Bots ausgelöst werden können. (siehe zu den „*hostile bots*“ u.a. Kapitel 9.1) Zum anderen halte ich auch den Bezug zur Causa GameStop für plausibel. Die dortige Schwarmdynamik hat aufgezeigt, dass eine Subsumtion unter das Element der Koordinierung nach Art 12 Abs 2 lit a MAR regelmäßig an praktischen Beweisproblemen scheitert. Die Feststellung einer Absprache ist mE gerade bei über soziale Medien agierenden, oft anonymen oder pseudonymen Tätern in der Praxis kaum möglich. (siehe dazu genau in Kapitel 7)

Vor diesem Hintergrund erscheint es mE folgerichtig, dass der MiCAR-Gesetzgeber auf das Tatbestandsmerkmal der Absprache verzichtet hat. Dies eröffnet eine flexiblere und praxisnähere Anwendung des Marktmanipulationstatbestands im Kryptokontext und verhindert, dass gerade Verhaltensweisen, die auf weniger regulierten und liquiden Märkten besonders relevant sind, strukturbedingt von der Sanktionierung ausgenommen bleiben.

9.5.5.2 Marktstörung durch Auftragserteilungen (Abs 3 lit b)

Art 91 Abs 3 lit b MiCAR ist ein Sonderfall der handelsgestützten Marktmanipulation und betrifft den algorithmischen und den Hochfrequenzhandel, wonach „die Erteilung von Aufträgen an eine Handelsplattform für Kryptowerte, einschließlich deren Stornierung oder Änderung, mittels aller zur Verfügung stehenden Handelsmethoden, die falsche oder irreführende Signale geben oder ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist, als Marktmanipulation gelten. Die Z (i) bis (iii) konkretisieren die inkriminierten Verhaltensweisen, die ihrem Wesen nach typischerweise den Einsatz von Algorithmen erfordern und beinhalten die (i) Störung oder Verzögerung des Betriebs der Handelsplattform für Kryptowerte oder Ausübung von Tätigkeiten, die wahrscheinlich eine solche Wirkung haben, (ii) Erschwerung der Ermittlung echter Aufträge auf der Handelsplattform für Kryptowerte durch Dritte oder Ausübung von Tätigkeiten, die wahrscheinlich eine solche Wirkung haben, einschließlich der Erteilung von Aufträgen, die zur Destabilisierung des normalen Betriebs der Handelsplattform für Kryptowerte führen und (iii) das Setzen falscher oder irreführender Signale hinsichtlich des Angebots oder des Preises eines Kryptowerts oder der Nachfrage danach, insbesondere durch Erteilung von Aufträgen zur Einleitung oder Verschärfung eines Trends oder durch Ausübung von Tätigkeiten, die wahrscheinlich eine solche Wirkung haben.

Schutzzweck der Z (i) ist die Sicherstellung eines technisch einwandfreien Handelsablaufes auf der Plattform und die Vermeidung der Überforderung der Infrastruktur, weshalb damit Handlungen erfasst werden, die das reibungslose Funktionieren des Handelssystems tatsächlich oder wahrscheinlich stören oder verzögern. Z (ii) schützt hingegen nicht die Handelsplattform, sondern Dritte vor einer Beeinträchtigung durch den Täter, indem Handlungen erfasst sind, durch die Dritten die Ermittlung echter Kauf- oder Verkaufsaufträge auf der Handelsplattform tatsächlich oder wahrscheinlich erschwert wird. Z (iii) erfasst Handlungen, durch die tatsächlich oder wahrscheinlich ein falsches oder irreführendes Signal hinsichtlich des Angebots eines Kryptowertes oder der Nachfrage danach oder seines Preises gesetzt wird. Dies erfolgt insbesondere durch die Einstellung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen zur Auslösung oder Verstärkung eines Trends. Mit der Formulierung „mittels aller zur Verfügung stehenden Handelsmethoden“ wird deutlich gemacht, dass damit alle denkbaren Formen des Handels umfasst sein sollen, wodurch auch der Einsatz von KI-Systemen abgedeckt sein sollte. In der Praxis deckt der Tatbestand Verhaltensweisen, wie etwa das massive Einstellen von Orders, Stornos oder Änderungen im Rahmen von Hochfrequenzhandelsstrategien, ab, welche in der Praxis auch als Layering, Spoofing und Quote Stuffing bekannt sind.⁸⁰¹ (siehe dazu Kapitel 5.4.3.4 und 5.4.3.5)

9.5.5.3 Scalping (Abs 3 lit c)

Art 91 Abs 3 lit c MiCAR umfasst das sog. Scalping als eine Sonderform der informationsgestützten Marktmanipulation. Darunter fällt die gezielte Ausnutzung eines bestehenden Medienzugangs zur öffentlichen Abgabe einer Stellungnahme über einen bestimmten Kryptowert, nachdem zuvor entsprechende Marktpositionen in diesem Kryptowert aufgebaut wurden. Die Stellungnahme erfolgt mit dem Ziel, eine Kursbeeinflussung herbeizuführen, um daraus einen persönlichen Vorteil zu erzielen. Der dabei bestehende Interessenkonflikt wird gegenüber der Öffentlichkeit bewusst nicht offengelegt. Wie bereits mehrfach dargelegt, kommt diesem Sonderfall insbesondere im Kryptobereich eine gesteigerte Relevanz zu. Gerade Influencer und andere öffentlichkeitswirksame Personen sind in der Vergangenheit wiederholt durch Aussagen zu bestimmten Kryptowerten aufgefallen, indem sie diese entweder ausdrücklich empfohlen oder vor ihnen gewarnt haben. In vielen Fällen bestanden jedoch mutmaßlich eigene Investments, etwa in Bitcoin oder lagen Zuwendungen Dritter vor, ohne dass entsprechende Interessenkonflikte offengelegt wurden.⁸⁰²

⁸⁰¹ *Maume in Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 46 ff; *Wutscher in Kalss/ Krönke / Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 11.

⁸⁰² *Maume in Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 51.

Scalping ist ein Jedermannsdelikt und setzt lediglich den Zugang zu einem Medium voraus. Der Täter muss dabei keinen bestimmten Bekanntheitsgrad oder eine konkrete Form von Meinungsführerschaft aufweisen, weiters ist auch keine besondere Sachkenntnis erforderlich, wobei die praktische Relevanz des Delikts in der Regel bei Personen wie etwa Analysten, Börsenjournalisten oder Investmentgurus schlagend wird. Die Stellungnahme umfasst Anlageempfehlungen positiver oder negativer Natur und hat darüber hinaus einen breiten Anwendungsbereich. Die Äußerung selbst muss weder wahr noch begründet sein und kann sowohl den Kryptowert selbst, als auch den dahinterstehenden Emittenten betreffen. Auf die konkrete Form kommt es nicht an, weshalb auch Postings auf sozialen Medien oder in Blogs als Stellungnahme iSd Art 91 MiCAR qualifiziert, werden können. Auf eine konkrete Täuschungs- oder Irreführungseignung der Stellungnahme selbst kommt es dabei nicht an, vielmehr stellt das Gesetz auf den aus der Stellungnahme generierten Vorteil ab, die Täuschung ergibt sich bereits aus dem Verschweigen des Interessenskonfliktes. Voraussetzung ist, dass der Täter vor Abgabe der Stellungnahme eine Position in dem gegenständlichen Kryptowert eingegangen ist. Nach *Maume* und *Zimmer/Bator* grundsätzlich nicht erfasst ist die Abgabe einer negativen Stellungnahme, um sich danach zu einem besonders niedrigen Kurs mit dem Kryptowert einzudecken.⁸⁰³

Hinsichtlich des Vorliegens des Interessenskonflikts bezieht sich die MiCAR bloß auf den Umstand, dass der Täter vor Abgabe der Stellungnahme eine Position in einem Kryptowert eingegangen ist. Weitere darüber hinausgehende Umstände, wie etwa eine Zuwendung durch einen Dritten, der Interesse an einer Kursbewegung hat (z.B. der Emittent des Kryptowerts) und so einen Interessenkonflikt begründet, werden nicht berücksichtigt. Scalping setzt das gezielte Verschweigen des Interessenskonflikts voraus, wonach der Tatbestand dann als nicht erfüllt gilt, wenn der durch die vorab eingegangene Position geschaffene Interessenkonflikt der Öffentlichkeit gleichzeitig, ausdrücklich und verständlich mitgeteilt wird. Das Erfordernis der Gleichzeitigkeit setzt sohin voraus, dass der Interessenkonflikt gemeinsam mit der Stellungnahme veröffentlicht wird und vom Empfänger auch als „innerhalb eines einheitlichen Lebenssachverhalts“ erfasst wird. Dabei muss auch der konkrete Grund des Interessenskonfliktes dargelegt werden.⁸⁰⁴

⁸⁰³ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 54; *Zimmer/Bator* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵ (2020) Art 12 Rz 130.

⁸⁰⁴ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 56 ff; *Wutscher* in *Kalss/ Krönke / Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 91 Rz 14.

9.6 Marktmanipulation auf der Krypto-Exchange

9.6.1 Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte

Gemäß Art 3 Abs 1 Z 16 lit b MiCAR ist der Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte eine Dienstleistung, welche die Verwaltung eines oder mehrerer multilateraler Systeme umfasst, die die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Kryptowerten, im System und gemäß dessen Regeln, auf eine Weise zusammenführen oder deren Zusammenführung erleichtern, dass ein Vertrag über den Tausch von Kryptowerten entweder gegen einen Geldbetrag oder den Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte zustande kommt (Art 3 Abs 1 Z 18 MiCAR). Zweck der Handelsplattform ist es innerhalb eines multilateralen Systems, die Interessen einer Vielzahl Dritter zusammenzuführen und zu erleichtern, der Dienstleister handelt hierbei auf Auftrag der Kunden.⁸⁰⁵

Die MiCAR selbst enthält keine Definition des „multilateralen Systems“. Allerdings verweist Art 60 Abs 3 lit b MiCAR auf die Gleichwertigkeit der Dienstleistung „Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte“ mit der in der MiFID II (bzw. WAG 2018) geregelten Dienstleistung des „Betriebs einer Multilateralen Handelsplattform“ („MTF“) bzw. „Betrieb eines Organisierten Handelssystems“ („OTF“) im Sinne des § 1 Z 3 lit h bzw. lit i WAG 2018 bzw. Art 4 Abs 1 Z 22, 23 iVm Anhang I Abschnitt A Nummer 8, 9 MiFID II. In Umsetzung der MiFID II definiert das WAG 2018 das „multilaterale System“ als „ein System oder Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt“ (vgl § 1 Z 23 WAG 2018). Multilateral bedeutet sohin in Abgrenzung zu bilateralen Kontrahentensystemen, dass der Betreiber des Handelssystems nur die Parteien eines potenziellen Geschäfts über Finanzinstrumente zusammenbringt und nicht selbst Vertragspartner wird, andernfalls wäre der Tatbestand des Eigenhandels erfüllt (§ 1 Z 3 lit c WAG 2018 bzw. Art 4 Abs 1 Z 6 iVm Anhang I Abschnitt A Z 3 MiFID II). Der Betrieb eines MTF iSd WAG 2018 bzw. MiFID II, setzt als zwingendes Tatbestandsmerkmal voraus, dass eine Zusammenführung der Parteien innerhalb des Systems nach festgelegten, nicht durch den Betreiber im Einzelfall abwandelbaren Bestimmungen (i.e. „nicht diskretionär“) erfolgt. Multilateral sind sohin Handelssysteme, bei denen der Betreiber die risikolose Rolle des Zusammenbringens von potenziellen Käufern und Verkäufern von Finanzinstrumenten übernimmt. Das System muss eine Vielzahl von Personen nach gleichen Regeln zum Vertragsabschluss bringen,

⁸⁰⁵ Patz in Maume, MiCAR-Kommentar Art 3 Rz 117.

ohne dass den Parteien ein Entscheidungsspielraum darüber bleibt, ob sie im Einzelfall ein Geschäft mit einer bestimmten Gegenpartei abschließen wollen oder nicht.⁸⁰⁶

Auch die MiCAR setzt als zwingendes Tatbestandsmerkmal voraus, dass es zu einem Vertragsabschluss innerhalb des Systems zwischen den Plattformnutzern kommt (vgl. *„dass ein Vertrag über den Tausch von Kryptowerten (...) zustande kommt“*), welcher nach den Regeln der Plattform erfolgt, ohne dass den beteiligten Parteien dabei ein Entscheidungsspielraum bleibt (vgl. *„im System und nach dessen Regeln“*). Gegenpartei des Plattformnutzers ist sohin nicht der Betreiber der Handelsplattform, da die wesentliche Eigenschaft der Dienstleistung die Zusammenführung Dritter ist, in dessen Folge ein Vertragsschluss zwischen den dritten Handelsteilnehmern zustande kommt. Dies ist das wohl bedeutendste Abgrenzungsmerkmal der Handelsplattform von der Dienstleistung des „Tausches von Kryptowerten gegen einen Kryptowert bzw. Geldbetrag“ iSd Art 3 Abs 1 Z 19 und 20 MiCAR. Ferner muss der Vertrag auf der Handelsplattform selbst geschlossen werden und nicht außerhalb, andernfalls die Dienstleistung der „Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte“ gem. Art 3 Abs 1 Z 23 MiCAR vorliegen könnte.⁸⁰⁷

9.6.2 Tausch von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder gegen andere Kryptowerte

Vom Betrieb einer Handelsplattform zu unterscheiden ist die Dienstleistung des „Tausches von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag bzw. gegen andere Kryptowerte“ iSd Art 3 Abs 1 Z 16 lit c und d MiCAR, welche den Abschluss von Verträgen mit Kunden über den Kauf oder Verkauf von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder anderen Kryptowert unter Einsatz eigenen Kapitals, umfasst (Art 3 Abs 1 Z 19 und 20). Der Begriff Tausch ist nicht wortwörtlich bzw. eng iSd zugrundeliegenden schuldrechtlichen Vertragsverhältnisses zu verstehen, sondern steht stellvertretend für sämtliche Verträge über den Erwerb oder Verkauf von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder andere Kryptowerte. „Unter Einsatz des eigenen Kapitals“ bedeutet, dass der Dienstleister sohin auf eigene Rechnung handelt („Eigenhandel“). Gemäß Art 60 Abs 3 lit c MiCAR gilt die gegenständliche Dienstleistung als gleichwertig zum „Handel für eigene Rechnung“ nach Anhang I Abschnitt A Nummer 3 MiFID II. Der Eigenhandel ist in § 1 Abs 3 lit c WAG 2018 als

⁸⁰⁶ Brandl in Temmel, Praxiskommentar Börsegesetz § 48a Rz 205; BaFin Merkblatt: Tatbestand des Betriebs eines multilateralen Handelssystems gemäß § 1 Abs 1a Satz 2 Nr. 1b KWG (Stand 27.04.2023), Abschnitt 1.d, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilateral_es_handelssystem.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁰⁷ Patz in Maume, MiCAR-Kommentar Art 3 Rz 120 ff; aA Völkel in Kalss/Krönke/Völkel, Crypto-Assets Kommentar Art 76 Rz 6, wonach Kunden einer Handelsplattform selbst keine Verträge untereinander schließen, sondern diese jeweils mit dem Plattformbetreiber als zentrale Gegenpartei kontrahieren.

Wertpapierdienstleistung für den „Handel unter Einsatz des eigenen Kapitals zum Abschluss von Geschäften mit Finanzinstrumenten, sofern der Handel nicht für das Privatvermögen erfolgt“, definiert.⁸⁰⁸ In der Praxis haben sich verschiedene Formen des Eigenhandels entwickelt, bei der Krypto-Dienstleister als Intermediäre für Personen auftreten, die Kryptowerte kaufen bzw. verkaufen wollen bzw. gegen andere Kryptowerte tauschen wollen (sog. „Broker“).

Broker bieten verschiedene Services am Markt an, die von ihrer Ausgestaltung an die bereits bestehenden Modelle am traditionellen Markt anknüpfen. Beim Proprietary Trading agiert der Krypto-Broker als einzige Gegenpartei des Kunden und schließt das jeweilige Geschäft zu einem vorab vom Broker festgelegten Fixpreis auf eigene Rechnung und auf eigenes Risiko ab. Im Rahmen des Proprietary Tradings tritt der Krypto-Broker als alleinige Vertragspartei des Kunden auf und führt das Geschäft auf eigene Rechnung und eigenes Risiko aus. Der Handel erfolgt zu einem vom Broker vorab festgelegten Fixpreis, ohne dass eine unmittelbare Weitergabe des Risikos an Dritte erfolgt.⁸⁰⁹ Demgegenüber stellt das Matched Principal Trading iSd Art 4 Abs 1 Z 38 MiFID II eine weitverbreitete hybride Struktur dar, bei der der Broker zwar ebenfalls als ausschließliche Gegenpartei des Kunden auftritt, jedoch zwei spiegelbildliche, wirtschaftlich gekoppelte Transaktionen abschließt: eine gegenüber dem Kunden und eine gegenüber einer Drittpartei zum Zwecke der Absicherung und Liquiditätssteuerung. Diese Transaktionen erfolgen regelmäßig nahezu simultan. Der Broker überträgt dabei das Marktrisiko unmittelbar auf die externe Gegenpartei.

Das Matched Principal Trading ist nicht in der MiCAR definiert, allerdings in der Vorbildregulierung MiFID II in Art 4 Abs 1 Z 38 als „Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge“ definiert, worunter *„ein Geschäft, bei dem der betreffende Vermittler zwischen den mit dem Geschäft im Zusammenhang stehenden Käufer und Verkäufer in einer Weise zwischengeschaltet ist, dass er während der gesamten Ausführung des Geschäfts zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist, und bei dem beide Vorgänge gleichzeitig ausgeführt werden und das Geschäft zu einem Preis abgeschlossen wird, bei dem der Vermittler abgesehen von einer vorab offengelegten Provision, Gebühr oder sonstigen Vergütung weder Gewinn noch Verlust macht“*, zu verstehen ist. Zudem hält ErwGr 24 zur MiFID II fest, dass Personen, die bei Ausführung von Kundenaufträgen für eigene Rechnung Handel treiben, auch Firmen zählen sollten, die Aufträge verschiedener

⁸⁰⁸ Tillmann in Maume, MiCAR-Kommentar Art 3 Rz 126 ff.

⁸⁰⁹ Art 3 Abs 1 Z 19, 20 MiCAR, Art 4 Abs 1 Z 6 MiFID II; ESMA, Questions and Answers (ESMA_QA_2293), Proprietary trading under MiCA, 06.06.2025, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/2293> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Kunden ausführen, indem sie sich deckende Kundenaufträge zusammenführen (Back-to-Back-Trading).⁸¹⁰

Durch die hybride Ausgestaltung des Geschäftsmodells ähnelt das Matched Principal Trading, der Handelsplattform, unterscheidet sich allerdings insbesondere durch die damit verbundenen Risiken, wie etwa das Gegenparteienrisiko. Die Abgrenzung zwischen Eigenhändler und Handelsplattform ist im Marktmissbrauchsrecht von besonderer Relevanz als die Ausgestaltung der jeweiligen Dienstleistung auch die individuellen Missbrauchsmöglichkeiten beeinflusst. ErwGr 2 der anwendbaren RTS on Market Abuse⁸¹¹ betont daher ausdrücklich, dass eine wirksame Prävention und Aufdeckung von Marktmissbrauch zu gewährleisten, die Einrichtung geeigneter Systeme voraussetzt, die dem Umfang, der Größe und der Art der Geschäftstätigkeit der Person, entsprechen. Die ESMA Leitlinien halten Aufsichtsbehörden dazu an, bei der Festlegung eines risikobasierten Ansatzes u.a. die Art der Geschäftstätigkeit zu berücksichtigen und beispielsweise zwischen Anbietern, die eine Handelsplattform betreiben, und Anbietern, die nur Aufträge im Namen von Kunden entgegennehmen, übermitteln oder ausführen, zu unterscheiden. Die größten Risiken und Möglichkeiten für Marktmissbrauch eröffnet der Betrieb der Handelsplattform (siehe hierzu Kapitel 9.6.1), weshalb die RTS on Market Abuse besonders auf dieses Geschäftsmodell ausgerichtet sind. Demgegenüber erscheint die Dienstleistung des „Tauschs von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder gegen andere Kryptowerte“ auf den ersten Blick weniger anfällig für marktmissbräuchliche Verhaltensweisen. Gleichwohl sind auch in diesem Kontext bestimmte Risikoszenarien nicht auszuschließen.

Ein denkbares Missbrauchsrisiko könnte mE etwa das Vorliegen und die Nutzung von Insiderinformationen durch Mitarbeitende des Anbieters sein. So könnte ein Angestellter eines Krypto-Brokers, der Zugang zu nicht-öffentlichen Informationen über Kundenaufträge, Markttrends oder geplante Ausführungszeitpunkte hat, diese Kenntnisse gezielt ausnutzen, um durch eigene Transaktionen oder über nahestehende Dritte einen persönlichen Vorteil zu erlangen. Dieses Verhalten ließe sich mE insbesondere unter den Tatbestand des Front Runnings subsumieren. Ein weiteres potenzielles Missbrauchsrisiko könnte im Zugang zu Insiderinformationen über Kryptowerte selbst bestehen, etwa im Zusammenhang mit zukünftigen gesetzgeberischen Maßnahmen (z. B. Überlegungen der EU oder der USA, bestimmte Kryptowerte wie Bitcoin zu verbieten) oder mit geplanten

⁸¹⁰ Vgl Art 4 MiFID II.

⁸¹¹ Delegierte Verordnung (EU) 2025/885.

marktbewegenden Entscheidungen institutioneller Investoren („High Net Worth Individuals“) zum An- oder Verkauf großer, kursrelevanter Positionen.

Nach Art 87 Abs 1 lit a sind Insiderinformationen iSd MiCAR „*nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten, Anbieter oder Personen, die die Zulassung zum Handel beantragen, oder einen oder mehrere Kryptowerte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Kryptowerte oder den Kurs eines damit verbundenen Kryptowerts erheblich zu beeinflussen.*“ Die Definition folgt jener nach Art 7 MAR und weist keine strukturellen Unterschiede zur Insiderinformation über Finanzinstrumente, auf. Wie bereits in der Vorbildregelung des Art 7 MAR vorgesehen, ist der Emittent als Objekt der Information zu qualifizieren. Die Information bezieht sich demnach auf Umstände in der Sphäre des Emittenten, die geeignet sind, eine Auswirkung auf den Kryptowert zu entfalten. Das schränkt den Anwendungsbereich bei Kryptowerten ohne Emittenten, wie etwa BTC, erheblich ein. Neben emittentenbezogenen Informationen, führt die MiCAR aber weiters die „kryptowertebezogene Insiderinformation“ ein. Diese Insiderinformationen beziehen sich auf die rechtlichen, wirtschaftlichen und technischen Verhältnisse in Zusammenhang mit dem Kryptowert. Wie auch in der MAR, kann dies handelsbezogene Daten betreffen, wie etwa Informationen über die zukünftige Entwicklung der Liquidität. Insiderinformationen auf technischer Ebene könnten etwa Informationen über Schwächen in der Programmierung des Kryptowerts oder Probleme in der zugrundeliegenden Blockchain, wie etwa eine eingeschränkte Funktionalität, Sicherheitsrisiken oder Probleme beim Mining, betreffen.⁸¹²

9.7 Marktmanipulation und Meme Coins

9.7.1 Definition Meme

Memes stellen ein weitverbreitetes Kommunikationsmedium im digitalen Raum dar und werden typischerweise als mit Text versehene Bilder beschrieben, die in Sozialen Medien und Online-Communities zirkulieren. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur werden als zentrale Eigenschaften hervorgehoben, dass es sich bei Memes um kulturelle Informationen handelt, die von Individuen weitergegeben werden und sich schrittweise zu einem kollektiven sozialen Phänomen entwickeln. Darüber hinaus sind Memes durch ihre leichte Reproduzierbarkeit und Möglichkeit der Nachahmung gekennzeichnet. Diese Merkmale verdeutlichen, dass die Verbreitung von Memes als soziologisches Phänomen

⁸¹² Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 87 Rz 2 ff.

zu begreifen ist, das eine aktive Teilnahme von Nutzerinnen und Nutzer voraussetzt und zur Herausbildung und Stärkung von Online Communities beiträgt.⁸¹³

9.7.2 Entwicklung Meme Coins

Meme Coins haben sich in den vergangenen Jahren von einem Internetphänomen, das primär Unterhaltungszwecke und Trends verfolgt hin zu einer bedeutungsvollen Anlageklasse am Markt für Kryptowerte etabliert.⁸¹⁴

Insbesondere unter jungen Kleinanlegern entwickelten sich Meme Coins zu einem beliebten Spekulationsobjekt, was in erster Linie auf ihre rasche Verbreitung und die durch Social-Media-Communities intensiv betriebene Vermarktung sowie ihrer starken Verknüpfung mit dem Zeitgeist der digitalen Kultur zurückgeführt werden kann. Die kollektive Dynamik innerhalb Social Media Communities gilt in der Literatur als wesentlicher Treiber für die virale Popularisierung oder sog. „Hypekultur“ rund um Meme Coins. Anders als etablierte Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum, deren Wertschöpfung auf technologischen Innovationen, Netzwerksicherheit oder Anwendungsfällen im Bereich der dezentralen Finanzmärkte beruht, fehlt Meme Coins oftmals eine fundamentale Basis. Ihre Kursentwicklung wird primär durch mediale Aufmerksamkeit und spekulativen Handel bestimmt, was Parallelen zu Theorien der „Hype-Ökonomie“ und zu Konzepten spekulativer Blasen aufweist (siehe dazu oben Kapitel 1). Dieses spekulative Umfeld eröffnet zwar Chancen auf hohe Renditen, geht jedoch zugleich mit erheblichen Risiken einher, darunter extreme Kursschwankungen, Anfälligkeit für Marktmanipulationen sowie eine teilweise starke Konzentration von Einfluss und Kontrolle bei frühen Investoren oder emittierenden Akteuren. Meme Coins sind aufgrund ihrer geringen Liquidität und des spekulationsgetriebenen Anlageverhaltens vieler Kleinanleger besonders anfällig für Marktmanipulationen. Häufige manipulative Praktiken umfassen unter anderem die gezielte Einflussnahme durch Verwendung sozialer Medien, bei der Influencer, anonyme Konten und Bots die Nachfrage künstlich erhöhen, etwa durch koordinierte Kampagnen innerhalb von Social Media-Plattformen (siehe dazu im Detail Kapitel 6). Ein weiteres Phänomen in diesem Zusammenhang stellen durch Prominente unterstützte Meme Coins dar, wobei es

⁸¹³ Lennart Ante, How Elon Musk's Twitter activity moves cryptocurrency markets *Technological Forecasting and Social Change*, Volume 186, Part A, 2023, S. 1723, abrufbar unter <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.122112> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Limor Shifman, Memes in Digital Culture (2013) 18, abrufbar unter <https://doi.org/10.7551/mitpress/9429.001.0001> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸¹⁴ Krause, The \$TRUMP Meme Coin: Genius, Greed, or Grift? *SSRN Electronic Journals* (2025) 2, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=5104413> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

sowohl zu gefälschten Unterstützungsbekundungen als auch zu tatsächlicher Prominentenbeteiligung kommen kann.⁸¹⁵

Kleinanleger sind aufgrund struktureller Ungleichheiten eine besonders vulnerable Gruppe auf dem Markt für Meme Coins. Statistische Analysen zeigen, dass eine kleine Gruppe frühzeitiger, erfahrener Investoren in der Regel Gewinne erzielt, während die Mehrheit der Kleinanleger nur geringe oder gar keine Renditen verzeichnet.⁸¹⁶ Darüber hinaus verfügen Kleinanleger häufig nur über eingeschränkten Zugang zu den Informationen, die für fundierte Investitionsentscheidungen erforderlich wären.⁸¹⁷

9.7.3 \$TRUMP Meme Coin

Eine besondere Weiterentwicklung von Meme Coins stellt das Aufkommen politischer Meme Coins dar, die finanzielle Spekulation mit ideologischer Markenbildung und fanbasiertem Investitionsverhalten verknüpfen. Dieses Phänomen kann im Kontext der Behavioral Finance als Ausdruck „sozialer Präferenzen“ und identitätsbasierter Investitionsentscheidungen interpretiert werden (siehe hierzu im Detail Kapitel 1.3).⁸¹⁸

Als exemplarisches Beispiel gilt der im Jänner 2025 emittierte \$TRUMP Meme Coin, der als digitale Repräsentation der politischen Bewegung des ehemaligen US-Präsidenten Donald J. Trump vermarktet wurde.⁸¹⁹ Am Wochenende vor seiner zweiten Amtseinführung veröffentlichte der damalige Präsident-elect Donald Trump auf Truth Social sowie auf X einen Aufruf zum Kauf seines neuen Meme Coins mit den Worten „GET YOUR \$TRUMP NOW“.⁸²⁰ Der \$TRUMP Meme Coin verzeichnete bereits wenige Stunden nach seiner

⁸¹⁵ Chow, Time am 22.01.2025, Why Trump's meme coins have alarmed both crypto insiders and legal experts, abrufbar unter: <https://time.com/7209169/trump-meme-coins> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Krause, Risks of Investing in Meme Coins: A Case Study of the \$TRUMP Coin, 2, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=5126056> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5126056> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸¹⁶ Nicoletti/Shen, Trump Memecoin shows limits of Crypto's Democratization Pitch, Bloomberg am 02.02.2025, abrufbar unter [Trump Memecoin Highlights Information Gaps in Crypto, Finance](#) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸¹⁷ Krause, Risks of Investing in Meme Coins: A Case Study of the \$TRUMP Coin, SSRN Electronic Journals (2025) 14, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=5126056> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5126056> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸¹⁸ Johnson/Co/Sun/C W Lim Stjepanović/ Leung/Saunders /C K Chan, Cryptocurrency trading and its associations with gambling and mental health: A scoping review, Addictive Behaviors (Volume 136) (2023), abrufbar unter <https://doi.org/10.1016/j.addbeh.2022.107504> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸¹⁹ The Economic Times, Trump's meme coin made nearly \$100 million in trading fees, as small traders lost money am 03.02.2025, abrufbar unter <https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/trumps-meme-coin-made-nearly-100-million-in-trading-fees-as-small-traders-lost-money/articleshow/117887417.cms> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸²⁰ Lipton/Yaffe-Bellany, The New York Times am 19.01.2025, Trump's Cryptocurrency Surges to Become One of the World's Most Valuable, abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2025/01/19/us/politics/trump-cryptocurrency-surges.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Sorkin/Mattu/Warner/Kessler/de la Merced/Hirsch, The deal maker in chief is back, The New York Times am 20.01.2025, abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2025/01/20/business/dealbook/trump-president-inauguration-business.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Einführung einen massiven Anstieg in seiner Marktkapitalisierung und stieg zeitweise zu den zwanzig größten Kryptowerten weltweit auf.⁸²¹ Das Beispiel macht deutlich, dass die öffentliche Unterstützung und Assoziation mit prominenten Figuren ein wesentlicher Treiber für die virale Verbreitung von Meme Coins über soziale Netzwerke ist, wodurch ein entscheidender Einfluss auf die Marktdynamik ausgeübt werden kann. Bereits in den ersten Handelswochen zeigten sich typische Merkmale spekulativer Meme Coins, wie etwa ein rapider Kursanstieg, eine hohe Konzentration von Token-Beständen bei wenigen Investoren sowie erhebliche Gebühreneinnahmen zugunsten der Emittenten. Schätzungen von drei auf Blockchain-Analysen spezialisierten Unternehmen legen nahe, dass der \$TRUMP Meme Coin innerhalb von nur zwei Wochen erhebliche Kursschwankungen und generierte Handelsgebühren von über 100 Mio US-Dollar verzeichnete, wobei insbesondere frühe Investoren und große Marktteilnehmer überproportional profitierten. Für die Analyse herangezogen wurden die öffentlich zugänglichen Transaktionsdaten der Blockchain, auf der sämtliche Bewegungen des \$TRUMP Meme Coins dokumentiert sind. Die untersuchenden Unternehmen, darunter Merkle Science und Chainalysis, schätzten, dass bis zum 30. Januar 2025 Handelsgebühren in einer Größenordnung von 86 bis 100 Mio US-Dollar angefallen waren.⁸²²

CIC Digital, ein Tochterunternehmen der Trump Organization und die Fight Fight Fight LLC, Betreiberin der offiziellen Website gettrumpmemes.com, hielten zum Zeitpunkt der Token Emission gemeinsam rund 80 % des Gesamtausgabevolumens an Token. Diese erhebliche Konzentration verlieh ihnen eine substantielle Kontrolle über die Preisbildung und Liquidität des \$TRUMP Meme Coins. Eine derart ausgeprägte Eigentumskonzentration impliziert für Kleinanleger erhebliche Risiken. So eröffnet eine signifikante Token-Allokation bei ein paar wenigen Investoren das Risiko potentieller Preismanipulationen, indem Großinvestoren durch die gezielte Steuerung von Angebot und Nachfrage zu ihrem Vorteil Einfluss auf den Markt ausüben könnten. Darüber hinaus besteht die Gefahr eines signifikanten Preisverfalls, sofern die Großinvestoren ihre Bestände in größerem Umfang veräußern. Besonders der \$TRUMP Meme Coin bzw. dessen Wertentwicklung ist angesichts seines spekulativen Charakters und politisch aufgeladener Symbolik langfristig

⁸²¹ Siehe hierzu *CoinMarketCap*, abrufbar unter <https://coinmarketcap.com/currencies/official-trump/historical-data/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Krause*, The \$TRUMP Meme Coin: Genius, Greed, or Grift? SSRN Electronic Journals (2025) 2, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=5104413> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸²² *The Economic Times*, Trump's meme coin made nearly \$100 million in trading fees, as small traders lost money am 03.02.2025, abrufbar unter <https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/trumps-meme-coin-made-nearly-100-million-in-trading-fees-as-small-traders-lost-money/articleshow/117887417.cms> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Krause*, Risks of Investing in Meme Coins: A Case Study of the \$TRUMP Coin, SSRN Electronic Journals (2025) 2, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=5126056> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5126056> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

in besonders hohem Maße von äußeren Faktoren abhängig, wie etwa Trumps politischem Status oder regulatorischer Maßnahmen.⁸²³

Am Morgen des 9. April 2025 (GMT), kurz nach der Eröffnung der US-Börsen, veröffentlichte Donald J. Trump auf seiner Social-Media-Plattform „Truth Social“ den Post: „JETZT IST EIN GUTER ZEITPUNKT ZUM KAUFEN!!! DJT“. Noch am selben Tag folgte die überraschende Ankündigung einer 90-tägigen Aussetzung zusätzlicher Handelszölle. Mit der Veröffentlichung dieser beiden Mitteilungen löste der US-Präsident signifikante Marktreaktionen aus. Die US-Aktienmärkte verzeichneten starke Kursanstiege, der S&P 500 legte um über 9 % zu, der Nasdaq-Index stieg sogar um mehr als 12 %. Auch die internationalen Märkte reagierten: Der Nikkei 225 gewann rund 9 %, während der FTSE 100 im frühen Handel bis zu 4 % zulegte. Besonderes Augenmerk gilt dabei dem Umstand, dass Trump den Beitrag mit seinen Initialen („DJT“) unterzeichnet hat, welches auch für die Trump Media & Technology Group steht, das Unternehmen, welches die Plattform „Truth Social“ betreibt. Der Aktienkurs der Gesellschaft stieg am selben Tag um 22 %. Diese zeitliche Korrelation zwischen öffentlicher Kommunikation, konkreten politischen Entscheidungen und außergewöhnlichen Kursentwicklungen löste in den USA öffentliche Diskussionen und mediale Spekulationen über eine mögliche marktmanipulative Wirkung der Aussagen aus.⁸²⁴

9.7.4 DOGE Coin

Die jüngsten Entwicklungen im Zusammenhang mit Elon Musk verdeutlichen die internationale Relevanz regulatorischer Fragen im Bereich der Marktmanipulation mit Kryptowerten. Der Fall *Gorog et al. v. Musk et al.*⁸²⁵, vor dem U.S. District Court for the

⁸²³ Nicoletti/Shen, Trump Memecoin shows limits of Crypto's Democratization Pitch, Bloomberg am 02.02.2025, abrufbar unter [Trump Memecoin Highlights Information Gaps in Crypto, Finance](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-02-trump-memecoin-highlights-information-gaps-in-crypto-finance) (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *The Economic Times*, Trump's meme coin made nearly \$100 million in trading fees, as small traders lost money am 03.02.2025, abrufbar unter <https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/trumps-meme-coin-made-nearly-100-million-in-trading-fees-as-small-traders-lost-money/articleshow/117887417.cms> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Krause, Risks of Investing in Meme Coins: A Case Study of the \$TRUMP Coin, SSRN Electronic Journals (2025) 6, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=5126056> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5126056> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸²⁴ Almeida, „Donald Trump ignites insider trading accusations after global tariffs U-turn“ in *The Guardian* am 10.04.2025, abrufbar unter <https://www.theguardian.com/us-news/2025/apr/10/donald-trump-ignites-insider-trading-accusations-after-global-tariffs-u-turn> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Von Winand von Petersdorff-Campen// Jung, „Trump wirbt kurz vor der Zollwende für Aktien – durfte er das?“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* am 11.04.2025, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/trump-wirbt-kurz-vor-der-zollwende-fuer-aktien-durfte-er-das-110412310.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); Toman/Hieslmayr, „Kursmanipulation – wann Trump in Österreich strafbar wäre“ in *Die Presse* am 12.04.2025, abrufbar unter: <https://www.diepresse.com/19577917/kursmanipulation-wann-trump-in-oesterreich-strafbar-waere> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸²⁵ *Gorog et al v. Musk et al*, U.S. District Court, Southern District of New York, No. 22-05037.

Southern District of New York, behandelt eine Investorenklage gegen Musk und Tesla, in der diesem vorgeworfen wird, durch die öffentliche Bewerbung des Kryptowerts Dogecoin auf der von ihm kontrollierten Plattform X sowie durch den gleichzeitigen Eigenhandel Investoren getäuscht und Insiderhandel betrieben zu haben. Demnach habe dieses Verhalten zu erheblichen Marktverzerrungen geführt und bei den Investoren Verluste in Milliardenhöhe verursacht. Die Klage wurde im August 2024 jedoch abgewiesen. Der zuständige Richter führte aus, Musks Aussagen, wie etwa, „Dogecoin könne die zukünftige Weltwährung darstellen“, „sei als Zahlungsmittel für Tesla-Fahrzeuge nutzbar“ oder „werde von SpaceX buchstäblich zum Mond geflogen“, seien als „aspirational and puffery“ zu qualifizieren. Seine Aussagen seien übertriebene und unverbindliche Anpreisungen, die weder als Tatsachenbehauptungen überprüfbar noch geeignet seien, das Vertrauen eines „reasonable investor“ im Sinne des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts zu begründen (siehe dazu genauer oben in den Kapiteln 1.3, 7.9.4 und 9.3.1). Auch die Vorwürfe der Marktmanipulation und des Insiderhandels bewertete das Gericht als nicht nachvollziehbar substantiiert. Zudem verwies die Verteidigung darauf, dass Musks Mitteilungen in sozialen Medien überwiegend harmlos und oftmals satirisch oder verspielt gewesen seien, wie etwa sein Auftritt in der Comedy-Sendung *Saturday Night Live*, in der er Dogecoin als „hustle“ bezeichnete. Vor diesem Hintergrund erkannte das Gericht keinen Ansatzpunkt für das Vorliegen einer Marktmanipulation.⁸²⁶

Auch auf europäischer Ebene wird die Problematik marktbeeinflussender Äußerungen prominenter Akteure wahrgenommen. Im Rahmen einer parlamentarischen Anfrage an die Europäische Kommission⁸²⁷ wurde hervorgehoben, dass Musks wiederholte positive Stellungnahmen zu Dogecoin und Bitcoin auf X in der Vergangenheit zu signifikanten Preiseffekten geführt haben und auch EU-Investoren somit einem direkten Risiko der Marktmanipulation ausgesetzt sind. Ferner soll Musk den Algorithmus auf X manipuliert haben um seine eigenen Postings gezielt hervorzuheben. Zur Stützung der Annahme, dass die Äußerungen Elon Musks auf der Plattform X potentiell marktmanipulativen Charakter haben, verweist die parlamentarische Anfrage auf eine empirische Untersuchung, die 47 Twitter-Ereignisse Musks im Hinblick auf deren Auswirkungen auf Renditen und Handelsvolumina von Kryptowährungen analysiert. Die Studie gelangt zu dem Ergebnis, dass Musks Tweets signifikante Markteffekte auslösen. Besonders deutlich traten die Effekte bei Dogecoin hervor, wonach innerhalb von zwei Minuten nach Absetzen eines

⁸²⁶ Stempel, Elon Musk, Tesla win dismissal of lawsuit claiming they rigged dogecoin in Reuters am 30.08.2024, abrufbar unter <https://www.reuters.com/legal/elon-musk-tesla-win-dismissal-lawsuit-claiming-they-rigged-dogecoin-2024-08-29/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸²⁷ Parliamentary question E-000057/2025 to the Commission from 09.01.2025, abrufbar unter: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/E-10-2025-000057_EN.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Postings Kursanstiege von 5,11 % und innerhalb einer Stunde von 6,33 % verzeichnet wurden. Dabei lösten einzelne Tweets sogar teilweise Kursbewegungen von bis zu +12,5 % (2 Minuten) bzw. +26,5 % (1 Stunde) aus.⁸²⁸ Angesichts dessen wurde die Frage aufgeworfen, ob derartige Praktiken unter Art 91 Abs 2 lit c MiCAR zu subsumieren seien. Diese Bestimmung untersagt ausdrücklich jede Form von Marktmanipulation, einschließlich der Verbreitung manipulativer Informationen über die Medien. Gemäß Art 140 MiCAR ist die Europäische Kommission dazu verpflichtet, die Verordnung in regelmäßigen Abständen zu evaluieren. Dabei sollen insbesondere die Funktionsweise der Märkte für Kryptowerte in der Union, Markttrends sowie potenzielle internationale Einflüsse berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang wurde ferner thematisiert, ob die Kommission vergleichbare Fälle prüfen wird, um sicherzustellen, dass Kryptowerte nicht zu einer Quelle von Verlusten und Betrugsfällen für EU-Investoren werden sowie ob eine Analyse systemischer Risiken beabsichtigt sei, die sich aus einer zunehmenden Verbreitung von Kryptowerten bei gleichzeitig geringerer Regulierung in den Vereinigten Staaten ergeben könnten.⁸²⁹

Im Antwortschreiben der Europäischen Kommission⁸³⁰ wird klargestellt, dass Art 91 Abs 2 lit c MiCAR grundsätzlich auch auf Handlungen von Elon Musk Anwendung finden könnte, sofern sich diese auf Kryptowerte beziehen, die in der EU zum Handel zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag gestellt wurde. (zum räumlichen Anwendungsbereich siehe Kapitel 9.4.2) Die Norm untersagt jede Form der Marktmanipulation, einschließlich der Verbreitung manipulativer Informationen über die Medien. Für die Überwachung und Durchsetzung der Bestimmungen sind jedoch die jeweils zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden verantwortlich. Diese verfügen über die Befugnis, Ermittlungen einzuleiten und geeignete Sanktionen gegen Verstöße zu verhängen, einschließlich solcher, die den Missbrauch von Märkten verhindern sollen.

Neben dem Risiko der Marktmanipulation ist MiCAR wird die zentrale Frage aufgeworfen, ob Manipulationen des Algorithmus auch einen Verstoß gegen den DSA darstellen können, als dies ein systemisches Risiko für den öffentlichen Diskurs und die Integrität von Wahlen darstellen kann.⁸³¹ Während die MiCAR auf die Integrität der Finanzmärkte und den

⁸²⁸ Lennart Ante, How Elon Musk's Twitter activity moves cryptocurrency markets Technological Forecasting and Social Change, Volume 186, Part A, 2023, abrufbar unter <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.122112> (zuletzt abgerufen am 30.08.2025).

⁸²⁹ Parliamentary question E-000057/2025 to the Commission from 09.01.2025, abrufbar unter: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/E-10-2025-000057_EN.html (zuletzt abgerufen am 30.08.2025).

⁸³⁰ Parliamentary question- E-000057/2025(ASW), Answer given by Ms Albuquerque on behalf of the European Commission, from 08.04.2025, abrufbar unter: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/E-10-2025-000057-ASW_EN.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸³¹ Parliamentary question E-000057/2025 to the Commission from 09.01.2025, abrufbar unter: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/E-10-2025-000057_EN.html (zuletzt abgerufen am

Anlegerschutz im Bereich der Kryptowerte abzielt, adressiert der DSA die systemischen Risiken großer Online-Plattformen für den öffentlichen Diskurs, die demokratische Willensbildung und die gesellschaftliche Stabilität. Zusammen verdeutlichen beide Rechtsakte den umfassenden Ansatz der Europäischen Union, manipulativen Praktiken in digitalen Räumen, sei es durch marktbeeinflussende Äußerungen oder durch algorithmische Reichweitenverstärkung, entgegenzuwirken und sowohl ökonomische als auch politische Gefahren präventiv einzudämmen. (siehe dazu Kapitel 8)

Vor diesem Hintergrund soll nachstehend analysiert werden, inwieweit eine rechtliche Einordnung als Marktmanipulation nach dem geltenden europäischen Marktmissbrauchsrecht im Bereich der Kryptowerte, insbesondere auf Grundlage des Titels VI der MiCAR, in Betracht kommt.

9.8 Häufige Erscheinungsformen der Marktmanipulation mit Kryptowerten in der Praxis

Wie bereits einleitend angeführt ist gerade der Kryptomarkt besonders anfällig auf Preismanipulationen und andere Formen des Marktmissbrauchs. Das nachstehende Kapitel soll die verschiedenen Erscheinungsformen marktmanipulativer Techniken sowie deren Parallelen zum traditionellen Finanzmarkt aufzeigen. Darüber hinausgehend soll untersucht werden, wie die MiCAR diese aufgeworfenen Rechtsfragen adressiert.

9.8.1 Pump-and-Dump

Bereits im Impact Assessment der Europäischen Kommission zur Vorbereitung der MiCAR stellte die Europäische Kommission fest, dass bestimmte Verhaltensweisen auf Kryptomärkten deutliche Parallelen zu marktmissbräuchlichen Praktiken, die bereits auf traditionellen Finanzmärkten bekannt sind, aufweisen. Insbesondere wurde dabei eine Form der Marktmanipulation, etwa das sog. „Pump-and-Dump“-Scheme, hervorgehoben.⁸³²

Pump-and-Dump Manipulationen existieren am traditionellen Finanzmarkt bereits seit Jahrzehnten. Typischerweise tritt Pump-and-Dump als Mischform aus informationsbasierter und handelsbasierter Marktmanipulation auf. Erstere beruht auf der gezielten Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über den Wert eines Vermögenswerts mit dem Ziel, eine künstliche Nachfrage zu erzeugen. Diese Form der

30.08.2025); Hack, Musk's self-promotion on X needs probing, EU lawmakers say in Politico am 22.11.2024, abrufbar unter <https://www.politico.eu/article/eu-lawmakers-call-upon-commission-to-look-into-musk-favoring-own-posts/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸³² Europäische Kommission, Commission Staff Working Document Impact Assessment SWD (2020) 380 final, 18 ff.

Manipulation beruht im Wesentlichen auf dem Vorliegen einer Informationsasymmetrie zwischen Anleger und Manipulator, der das Unwissen bzw. die Unsicherheit des Anlegers über den tatsächlichen Wert des Vermögenswerts bewusst ausnützt. Bei der handelsbasierten Manipulation hingegen tätigt der Manipulator gezielte Kauf- oder Verkaufstransaktionen. Am traditionellen Kapitalmarkt findet diese Form der Marktmanipulation häufig mit weniger liquiden Wertpapieren, die auf MTFs gehandelt werden, statt. Da das börsennotierte Aktienvolumen hier relativ klein und die ordnungsgemäße Handelsaktivität gering ist, bedarf es nur weniger neuer Investoren, um den Preis und das gehandelte Volumen nach oben zu treiben.⁸³³ Der Erfolg dieser Manipulation beruht dabei typischerweise auf Asymmetrien im liquiditätsmotivierten Handelsverhalten oder dem Vorliegen bestehender Preistrends am Markt.⁸³⁴ In der Praxis verlaufen Pump-and-Dump-Schemes auch am Kryptomarkt in zwei Phasen. Zunächst erwerben die Initiatoren größere Mengen des Kryptowerts. Anschließend verbreiten sie gezielte, oftmals irreführende Informationen zu dem Kryptowert, um den Preis künstlich in die Höhe zu treiben („*Pump*“). Sobald ein Preismaximum erreicht ist, liquidieren die Manipulatoren ihre Bestände mit erheblichen Gewinnen, während die nachgelagerten Investoren nach dem Preisverfall („*Dump*“) Verluste realisieren. (siehe genauer Kapitel 4.2.8)

Während klassische Pump-and-Dump-Modelle vorwiegend auf gering kapitalisierte, wenig regulierte Finanzinstrumente, sog. „Penny-Stocks“, abzielen, hat sich der Kryptomarkt als besonders anfällig für vergleichbare Praktiken erwiesen. Insbesondere kleinere und illiquide Kryptowerte sind laut einer empirischer Studie des Indian Institute of Management Bangalore in Kooperation mit der University of Technology Sydney signifikant häufiger Ziel solcher Manipulationen.⁸³⁵ Die Studie stellte in ihren Untersuchungen von Pump-and-Dump Formen am Kryptomarkt aber einen wesentlichen Unterschied im Vergleich zum traditionellen Finanzmarkt fest. Am traditionellen Finanzmarkt kommt es typischerweise zur Verbreitung von Anlageempfehlungen über Social-Media-Kanäle, Cold Calling, Spam-Mails und Empfehlungen in Börsenbriefen. Anleger werden dabei zum Kauf der Vermögenswerte verleitet. Die Verbraucherinformation der FMA weist darauf hin, dass diese Kaufempfehlungen oftmals in marktschreierischer Weise erfolgen. Besonders häufig

⁸³³ *Finanzmarktaufsicht*, Pump and Dump in Reden wir über Geld, Ausgabe August 2021, abrufbar unter <https://redenwiruebergeld.fma.gv.at/wp-content/uploads/2021/08/08-Pump-and-Dump.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸³⁴ Lee/Schu, Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes? (2025), A Research Agenda for Financial Law and Regulation, 157 ff; Dhawan/Putniņš, 'A New Wolf in Town? Pump-and-Dump Manipulation in Cryptocurrency Markets' (2021) 27 Review of Finance (forthcoming), 2 abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3670714> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸³⁵ Dhawan/Putniņš, 'A New Wolf in Town? Pump-and-Dump Manipulation in Cryptocurrency Markets' (2021) 27 Review of Finance (forthcoming) 2, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3670714> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

werden dabei reißerische Formulierungen wie „ein Geheimitipp“ oder „die Veranlagungschance des Jahrhunderts“ verwendet, um einen Eindruck besonderer Exklusivität und Dringlichkeit zu erwecken.⁸³⁶ (siehe Kapitel 4.2.8)

Anders als bei dieser Form des Pump-and-Dump, der auf dem bewussten Ausnützen von Informationsasymmetrien bzw. der Täuschung von Anlegern beruht, erfolgen die in der Studie beobachteten Manipulationen am Kryptomarkt über gezielte Absprachen der Anleger. Die Autoren der Studie konnten herausfinden, dass die Anleger über digitale Kommunikationsplattformen wie Telegram oder Discord Preismanipulationen von Kryptowerten offen diskutieren und organisieren. In sogenannten „Pump-Gruppen“ koordinieren diese kollektive Kaufaktionen und geben öffentlich Pump-Signale bekannt, um kurzfristige Preisanstiege zu provozieren. Man kann sohin davon ausgehen, dass ein erheblicher Teil der Teilnehmenden sich der manipulativen Absicht dieser Aktionen durchaus bewusst ist. Die ökonomische Funktionsweise dieser Pump-and-Dump-Gruppen unterscheidet sich damit wesentlich von klassischen Modellen, da sie nicht auf Täuschung durch Informationsvorsprung, sondern auf das bewusste Mitwirken spekulativer Teilnehmer setzen. Gleichwohl resultiert daraus eine erhebliche Marktvolatilität, bei der vor allem unerfahrene oder nachgelagerte Investoren das Risiko tragen, durch plötzliche Preisrückgänge erhebliche Verluste zu erleiden.⁸³⁷

9.8.2 Swarm Trading

Wenn sich Kryptoinvestoren, wie oben beschrieben, in sog. Pump Gruppen koordinieren, um ihr Handelsverhalten kollektiv abzustimmen (auch als Swarm Trading bezeichnet), könnte dies neben Pump and Dump auch die Manipulationsform der Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, darstellen.

Wie bereits in Kapitel 7.2 ausführlich dargelegt könnte Swarm Trading in Bezug auf Finanzinstrumente unter Art 12 Abs 2 lit a MAR subsumiert werden, welcher Handlungen, die zur Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf das Angebot des Handelsinstruments oder die Nachfrage danach, durch mehrere in Absprache handelnde Personen getätigt werden und die mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge einer

⁸³⁶ *Finanzmarktaufsicht*, Pump and Dump in Reden wir über Geld, Ausgabe August 2021, abrufbar unter <https://redenwiruebergeld.fma.gv.at/wp-content/uploads/2021/08/08-Pump-and-Dump.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸³⁷ *Lee/Schu*, Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes? (2025), A Research Agenda for Financial Law and Regulation, 157 ff; *Dhawan/Putniņš*, 'A New Wolf in Town? Pump-and-Dump Manipulation in Cryptocurrency Markets' (2021) 27 Review of Finance (forthcoming) 2, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3670714> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kauf- oder Verkaufspreises oder anderer unlauterer Handelsbedingungen verbunden sind.

Art 91 Abs 3 lit a MiCAR regelt die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf Kryptowerte. Auffallend ist, dass im Gegensatz zum Tatbestand nach Art 12 Abs 2 lit a MAR, das Erfordernis einer Absprache der handelnden Personen nicht vorgesehen ist. Unklar ist, ob es sich dabei um eine vom Gesetzgeber beabsichtigte Differenzierung handelt. So meinen Stimmen in der Literatur, dass der Tatbestand vor dem Hintergrund der GameStop Causa bewusst offener formuliert wurde, um den Besonderheiten des Kryptomarktes Rechnung zu tragen.⁸³⁸

Dieses Argument überzeugt insbesondere mit Blick auf Pump-and-Dump-Gruppen, die sich auf Telegram oder anderen Chat-Foren zusammenschließen, um gezielt Kursbewegungen auszulösen und dadurch Gewinne erzielen.

In solchen Konstellationen würden die in der Praxis schwer nachweisbaren Fragen hinsichtlich der erforderlichen Abstimmung von vornherein entfallen. Durch den Verzicht auf dieses Tatbestandsmerkmal genügt es bereits, dass faktisch eine marktbeherrschende Stellung erzielt wird, was gerade bei illiquiden Kryptowerten, die zumeist Ziel derartiger Pump-and-Dump Strategien sind, rasch eintreten kann. (Zur rechtlichen Einordnung des Tatbestands der Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung unter der MiCAR gemäß Art 91 Abs 3 lit a, siehe bitte genauer oben in Kapitel 9.5.5.1)

9.8.3 Stopp-loss hunting

Die Marktmanipulationsform bekannt unter der Bezeichnung „Stop-Loss Hunting“ ist am traditionellen Finanzmarkt vor allem im Handel mit Fremdwährungen („*Forex Trading*“) bekannt. Dabei treten große, zumeist institutionelle Anleger, wie etwa Banken, Broker oder Hedgefonds, am Markt auf, die einen substantiellen Anteil an einem bestimmten Vermögenswert halten. Daher werden sie mitunter auch als Whales bezeichnet. (siehe dazu auch Kapitel 9.5.5.1)

Ein Whale nützt dabei seine Marktmacht bewusst aus, um durch das Platzieren umfangreicher Handelsvolumina Preisbewegungen zu seinen Gunsten zu beeinflussen. Ziel dieses Vorgehens ist es, den Preis auf ein Niveau zu treiben, das eine Kaskade von Stop-Loss-Orders auslöst. Dadurch wird es den Marktmanipulatoren ermöglicht, den Vermögenswert zu einem niedrigeren Preis zurückzukaufen und so ihre Positionen auf

⁸³⁸ *Maume in Maume*, MiCAR-Kommentar Art 91 Rz 42.

Kosten kleinerer Anleger, die zwangsweise aus dem Markt gedrängt werden, auszubauen. Durch vorangehende Analyse der bereits getätigten Orders und der noch offenen Limit-Orders im Orderbuch, kann der Manipulator jene Kursbereiche feststellen, in denen voraussichtlich eine erhebliche Anzahl an Stop-Loss-Orders platziert ist. Indem gezielt Preisniveaus angesteuert werden, bei denen zahlreiche Stop-Loss-Orders platziert sind, kommt es zu einer Welle automatischer Verkaufsaufträge. Dies verstärkt den Abwärtsdruck auf den Preis des Vermögenswerts. Infolge dieses künstlich erzeugten Preisrückgangs entsteht auf einem niedrigeren Kursniveau zusätzliche Liquidität, da viele Marktteilnehmer gezwungen sind, ihre Positionen zu verkaufen. Diese Liquidität nutzen die Marktmanipulatoren aus, indem sie den Vermögenswert zu den nun günstigeren Preisen zurückkaufen und dadurch ihre Positionen kostengünstig ausbauen.⁸³⁹

Der Einsatz algorithmischer Handelssysteme auf Trading Plattformen ist sowohl am traditionellen Finanzmarkt, wie auch am Kryptomarkt eine gängige Form des Tradings. In der Vergangenheit kam es in diesem Zusammenhang jedoch mehrfach zu sog. Flash Crashes, die durch den Einsatz algorithmischer Handelssysteme hervorgerufen wurden. Plötzliche, künstlich herbeigeführte Preisrückgänge, die Stop-Loss-Orders auslösen, aktivierten dabei gleichzeitig die Verkaufsmechanismen solcher Algorithmen. In der Wechselwirkung dieser Systeme kam es sodann zu massenhaften Abverkäufen, wodurch unbeabsichtigt ein Crash am Markt ausgelöst wurde. Insbesondere am Kryptomarkt ist der Einsatz algorithmischer Handelssysteme keine Seltenheit, eine Vielzahl an Tradingplattformen ermöglicht es zum Teil auch unerfahrenen Marktteilnehmern automatisierte Handelsalgorithmen auf Kryptobörsen zu betreiben, was den Effekt im Vergleich zum traditionellen Handel verstärkt. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass eine erhebliche Anzahl algorithmischer Systeme auf Kryptobörsen aktiv ist. Hinzu kommt, dass viele Kryptowährungen typischerweise eine vergleichsweise geringe Liquidität aufweisen. Dies hat zur Folge, dass auch kleinere Akteure oder Einzelpersonen mit umfangreichen Beständen in der Lage sind, Marktpreise signifikant zu beeinflussen. Der Kryptomarkt eröffnet daher ein breiteres Betätigungsfeld für potenzielle Whales.⁸⁴⁰ Einen der wohl bedeutendsten und bekanntesten Flash Crashes am Kryptomarkt hatte Ether im Jahr 2017, dessen Preis binnen Sekunden von 319 US-Dollar auf etwa 10 Cent abstürzte,

⁸³⁹ Zieschang in Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶ (2024) § 263 StGB Rz 160; Schmolke in Klöhn (Hrsg.), MAR² (2023) Art 12 Rz 147 ff.

⁸⁴⁰ Lee/Schu, Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes? (2025), A Research Agenda for Financial Law and Regulation, 162 ff.

nachdem wohl eine einzelne große Verkaufsoorder eine Kettenreaktion von algorithmischen Handelssystemen auslöste.⁸⁴¹

In der Financial Stability Review der EZB warnt diese mE zurecht vor potentiellen systemischen Risiken, die sich aus der zunehmenden Verflechtung des Kryptomarkts mit dem traditionellen Finanzsystem, ergeben können. So zeigt sich gegenwärtig ein steigendes Interesse von Großinvestoren, wie etwa Banken, Asset Manager und Family Offices, am Kryptomarkt, die mit erheblichen Handelsvolumina im Markt einsteigen. Eine hohe Konzentration an Vermögenswerten bei einzelnen großen Marktplayern kann wie bereits oben dargestellt, zu signifikanten Marktverwerfungen führen und ein potentielles Risiko für die gesamte Finanzstabilität darstellen.⁸⁴²

9.8.4 Front Running

Wie bereits oben ausführlich dargelegt (siehe u.a. Kapitel 4.2.5), nützt der Manipulator beim Front Running Insiderinformationen über ein bevorstehendes Ereignis aus (z.B. eine bevorstehende große Transaktion), die den Kurs des betreffenden Vermögenswerts potentiell beeinflussen, um noch vor allen anderen Marktteilnehmern einen Vorteil zu generieren. Am traditionellen Finanzmarkt beobachtet man solche Praktiken z.B. bei Börsenhändlern, die Kundenorders erst ausführen, nachdem sie selbst Wertpapiere auf eigene Rechnung gekauft oder verkauft haben oder bei Anlageberatern und Analysten, die selbst auf eigene Rechnung Wertpapiere kaufen, bevor sie diese ihren Kunden zum Kauf empfehlen. Front Running kann sohin als eine Unterform des Insiderhandels qualifiziert werden, bei dem Geschäfte auf Basis nicht veröffentlichter Informationen, also Insiderinformationen iSd anwendbaren Rechtsgrundlage, getätigt werden.⁸⁴³

Im Vergleich zu traditionellen Finanzmärkten ist es bei Kryptowerten aufgrund der ihnen inhärenten Publizität von Transaktionsdaten und der öffentlichen Zugänglichkeit zur Blockchain wesentlich einfacher, Informationen über bevorstehende Transaktionen zu erlangen. Insbesondere in dezentral organisierten Netzwerken, in denen sämtliche Transaktionsdaten in Echtzeit auf öffentlich einsehbaren Ledgern gespeichert werden,

⁸⁴¹ *Kharpal*, Ethereum briefly crashed from \$319 to 10 cents in seconds on one exchange after 'multimillion dollar' trade, 22. Juni 2017, CNBC Online, abrufbar unter <https://www.cnbc.com/2017/06/22/ethereum-price-crash-10-cents-gdax-exchange-after-multimillion-dollar-trade.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁴² *Hermans/Ianiri/Kochanska/Törmälehto/van der Kraaij/Simón*, Decrypting Financial Stability Risks in Crypto-Asset Markets in May 2022 Financial Stability Review (FSR), European Central Bank (2022), abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart202205_02~1cc6b111b4.en.html (zuletzt abgerufen am 30.11.2025); *Lee/Schu*, Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes? (2025), A Research Agenda for Financial Law and Regulation, 162 ff.

⁸⁴³ *Börse Frankfurt*, Front Running in Börsenlexikon, abrufbar unter <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/lexikon/front-running> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

eröffnet dies neue Angriffspunkte für marktmissbräuchliches Verhalten. Eine gängige Form des Front Running am Kryptomarkt besteht darin, die Blockchain gezielt nach ausstehenden Transaktionen bzw. Orders zu durchsuchen und sich mit einer eigenen, strategisch platzierten Order unmittelbar davor zu positionieren. Dies wird auf technischer Ebene durch smarte automatisierte Algorithmen ermöglicht, die darauf programmiert sind ausstehende Orders zu identifizieren. Im Falle, dass eine bevorstehende Transaktion preisrelevant ist, kann der Manipulator sofort eine eigene Order mit einer höheren Transaktionsgebühr („Gas Fee“) aufgeben, um so von dem zugrundeliegenden Konsensmechanismus bevorzugt behandelt zu werden, der die Order des Manipulators sodann noch vor der ursprünglichen Order ausführt. Auf diese Weise kann der Manipulator von der Kursbewegung profitieren, die die ursprüngliche Order, der er zuvorgekommen ist, verursacht.⁸⁴⁴

Front Running kann das Vertrauen in die Integrität des Marktes sohin in erheblichem Ausmaß untergraben, da Anleger befürchten müssen, bereits bei der Orderaufgabe strukturell benachteiligt zu werden. Letztlich kann dies zu einer allgemeinen Verunsicherung führen und die Marktteilnahme nachhaltig hemmen. Während im traditionellen Finanzsystem Informationen über bevorstehende Orders in der Regel nur einem eng begrenzten Kreis, etwa über interne Handelssysteme oder aufgrund einer speziellen beruflichen Situation, zugänglich sind, ermöglicht die öffentliche Einsehbarkeit der Blockchain einer Breite an beliebigen Marktteilnehmern, ausstehende Transaktionen systematisch zu analysieren und zu antizipieren. Der Einsatz automatisierter Algorithmen sowie die Möglichkeit, durch höhere Transaktionsgebühren die Reihenfolge der Ausführung gezielt zu beeinflussen, können die technischen und finanziellen Hemmnisse für manipulatives Verhalten mE erheblich senken. Dadurch könnte es selbst für nicht-institutionelle Akteure attraktiv werden, sich durch Front Running strukturelle Vorteile zu verschaffen. Dies unterscheidet den Kryptomarkt mE grundlegend von traditionellen Märkten und schafft ein erhöhtes Risiko für die Marktintegrität sowie das Vertrauen der Anleger.

9.9 Prävention und Aufdeckung von Marktmissbrauch

Art 92 MiCAR enthält Bestimmungen für alle Personen, die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen („PPAET“)⁸⁴⁵, und verpflichtet sie, über wirksame

⁸⁴⁴ Lee/Schu, Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes? (2025), A Research Agenda for Financial Law and Regulation, 163.

⁸⁴⁵ Wird in der Begleitgesetzgebung und den Gesetzesmaterialien uniform mit „PPAET“ abgekürzt als Kurzform der Definition der englischen Fassung „Persons professionally arranging or executing transactions“, siehe dazu u.a. ESMA75-453128700-1039.

Vorkehrungen, Systeme und Verfahren zur Verhinderung und Aufdeckung von Marktmissbrauch zu verfügen (siehe dazu bereits oben unter Kapitel 9.2). PPAETs unterliegen den Meldevorschriften des Mitgliedstaats, in dem sie registriert sind oder ihren Hauptsitz haben, oder, im Falle einer Zweigniederlassung, dem Mitgliedstaat, in dem sich die Zweigniederlassung befindet. Sie haben der zuständigen Behörde dieses Mitgliedstaats unverzüglich jeden begründeten Verdacht in Bezug auf einen Auftrag oder eine Transaktion, einschließlich einer Stornierung oder Änderung, und andere Aspekte der Funktionsweise der Distributed-Ledger-Technologie wie den Konsensmechanismus zu melden, wenn Umstände vorliegen, die darauf hindeuten, dass Marktmissbrauch begangen wurde, wird oder wahrscheinlich begangen wird.⁸⁴⁶

Auffallend ist, dass Art 92 MiCAR sich nicht allgemein an CASPs richtet, sondern eine neue Definition aufnimmt und PPAETs, also „Personen, die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen“ in den Adressatenkreis der Bestimmung einbezieht. Nicht erfasst sein, sollen sohin sonstige Personen, die nur punktuell Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen, dies aber nicht regelmäßig und professionell iSe beruflichen Tätigkeit ausüben. Hintergrund ist es, sämtliche Gatekeeper, also Dienstleister, über die ein Kunde eine Transaktion mit einem Kryptowert auslösen kann, in den Anwendungsbereich der Bestimmung aufzunehmen.⁸⁴⁷ Betreiber von Handelsplattformen sind jedenfalls erfasst.⁸⁴⁸ Dies ergibt sich insbesondere auch in Zusammenschau mit Titel V MiCAR, der eine Reihe spezifischer Pflichten für Betreiber von Handelsplattformen, insbesondere im Hinblick auf die Verhinderung und Aufdeckung von Marktmissbrauch, enthält. Nach Art 76 Abs 7 lit g MiCAR sind Handelsplattformbetreiber verpflichtet, über wirksame Systeme, Verfahren und Vorkehrungen zu verfügen, die gewährleisten, dass ihre Handelssysteme geeignet sind, Marktmissbrauch zu verhindern oder aufzudecken. Darüber hinaus normiert Art 76 Abs 8 MiCAR eine Meldepflicht gegenüber der zuständigen Behörde, sofern ein Fall von Marktmissbrauch oder ein entsprechender Versuch über das jeweilige Handelssystem festgestellt wird. Diese Vorschriften führen dazu, dass die in Art 92 Abs 1 MiCAR enthaltene allgemeine Pflicht zur Aufdeckung und Meldung von Marktmissbrauch für Betreiber von Handelsplattformen de facto gedoppelt wird.⁸⁴⁹ Darüber

⁸⁴⁶ Art 92 Abs 1 MiCAR.

⁸⁴⁷ Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 92 Rz 5.

⁸⁴⁸ „Given the broad scope of the reference “person professionally arranging and executing transactions”, ESMA is of the view that while CASPs operating a trading platform are not mentioned in Article 92(1) of MiCA, they should nevertheless be considered PPAETs and should therefore be subject to the regime foreseen in Article 92 of MiCA.(...)”, ESMA, Third Consultation Paper, ESMA75-453128700-1002, 25.03.2023, 9 Rz 16, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-1002_MiCA_Consultation_Paper_-_RTS_market_abuse_and_GIs_on_investor_protection_and_operational_resilience.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁴⁹ Maume in Maume, MiCAR-Kommentar Art 92 Rz 3.

hinaus gelten Dienstleister, die den Tausch von Kryptowerten gegen Geld oder andere Kryptowerte iSd Art 3 Abs 1 Z 19 und 20 MiCAR anbieten, Dienstleister, die die Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Kunden gemäß Art 3 Abs 1 Z 23 MiCAR anbieten sowie Dienstleister die die Portfolioverwaltung von Kryptowerten, anbieten, als sog. PPAET.⁸⁵⁰ Unklar ist, ob auch Anbieter, die die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten iSd Art 3 Abs 1 Z 17 MiCAR anbieten (auch bezeichnet als „Wallet Anbieter“ oder „Custody Provider“) in den Anwendungsbereich des Art 92 MiCAR fallen. So sind Verwahrer von Kryptowerten zwar bereits der Natur des Geschäftsmodells geschuldet, in die Ausführung einer Transaktion eingebunden, allerdings fungieren sie hierbei lediglich in passiver Rolle als sie bloß für die Verwahrung des respektiven Kryptowerts zuständig sind und sohin weder in die konkrete Transaktionsentscheidung selbst eingebunden sind noch diese anderweitig beeinflussen können. Verglichen mit der Logik der Parallelbestimmung nach Art 16 Abs 2 MAR, welche die äquivalente Dienstleistung nach Anhang 1 Abschnitt B Z 1 MiFID II („*Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten*“) auch nicht beinhaltet, ist nach *Maume* davon auszugehen, dass auch Wallet Anbieter nicht zum Kreis der Verpflichteten der PPAETs zählen. Diese Ansicht wird damit gestützt, dass auch die ESMA in den Konsultationspapieren die Verwahrdienstleistung in dem Zusammenhang nicht erwähnt. Meistens bieten Verwahrdienstleister allerdings auch weitere Dienstleistungen mit Kryptowerten an, die unter Art 92 MiCAR fallen, weshalb sich diese Problematik in der Praxis kaum bemerkbar machen sollte.⁸⁵¹

Gemäß Art 92 Abs 1 haben PPAET wirksame Vorkehrungen, Systeme und Verfahren für die Aufdeckung von Marktmissbrauch einzurichten. Die Vorschrift knüpft auf einen Verdacht in Bezug auf einen Auftrag oder ein Geschäft, einschließlich der Stornierung oder Änderung, an. Da sohin jedenfalls eine Transaktion vorliegen muss, wird die informationsbezogene Marktmanipulation bereits von vornherein vom Anwendungsbereich ausgeschlossen. PPAET sind dazu verpflichtet sämtliche Mitarbeiter ausreichend zu schulen, insbesondere jene die für die Überwachung und Meldungen von auffälligen Transaktionen zuständig sind. Darüber hinaus haben PPAET automatisierte Überwachungs-, und Warnmeldesysteme einzurichten und so zu skalieren, dass eine systematische Auswertung und Beurteilung der Transaktionen möglich ist. Dabei sollten die typischen Marktmissbrauchsformen wie Wash Trades, Pump & Dump, Layering etc.

⁸⁵⁰ ESMA, Third Consultation Paper, ESMA75-453128700-1002, 25.03.2023,13 Rz 37, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-1002_MiCA_Consultation_Paper_-_RTS_market_abuse_and_GIs_on_investor_protection_and_operational_resilience.pdf (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

⁸⁵¹ *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 92 Rz 6.

jedenfalls erfasst sein.⁸⁵² Hinsichtlich der konkreten Maßnahmen können die bereits entwickelten Grundsätze und Vorgaben des Art 16 MAR sowie die DelVO 2016/957⁸⁵³ als Maßgabe herangezogen werden. Wie bereits oben dargelegt, sind die in der Praxis zu treffenden Maßnahmen stets an der Art und dem Umfang der Geschäftstätigkeit des Verpflichteten auszurichten. ESMA und der EU-Gesetzgeber tragen diesem Umstand insofern Rechnung, als sie anerkennen, dass die Wahrscheinlichkeit marktmissbräuchlicher Konstellationen maßgeblich auch von der konkret erbrachten Dienstleistung abhängt. So lässt sich grundsätzlich feststellen, dass das Risiko von Marktmissbrauch bei Handelsplattformen mit einer großen Anzahl an Kunden, einem hohen täglichen Handelsvolumen oder einer Vielzahl gehandelter Kryptowerte, deutlich höher zu bewerten ist als bei einem Dienstleister, der den Tausch von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag oder anderen Kryptowert anbietet und dabei lediglich eine limitierte Auswahl an Kryptowerten anbietet.

Während daher von einer Handelsplattform die Implementierung eines vollautomatisierten 24/7-Echtszeitmonitoring- und Alarmsystems im Sinne der regulatorischen Anforderungen verlangt werden kann, wäre eine solche Anforderung gegenüber einem kleinen Anbieter im Lichte des Proportionalitätsprinzips potenziell als unangemessen einzustufen. Es bedarf somit stets einer einzelfallbezogenen Beurteilung unter Berücksichtigung der konkreten Geschäftsstruktur sowie der sich daraus ergebenden Gefährdungslage im Hinblick auf Marktmissbrauch. Bei Vorliegen eines begründeten Verdachts, dass Umstände vorliegen könnten, die darauf hindeuten, dass Marktmissbrauch begangen wurde, begangen wird oder wahrscheinlich begangen wird, haben die PPAETs diese Informationen unverzüglich an die zuständigen Behörden zu melden und einen sog. „Suspicious Transaction or Order (STOR)“-Report einzubringen. Dabei unterliegen die PPAETs den Meldepflichten des Mitgliedsstaats, in dem sie ihre Hauptniederlassung haben bzw. ihre Konzession erhalten haben.

9.10 Nationale Umsetzung im MiCAR-VVG

Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, das unionsrechtlich normierte Verbot der Marktmanipulation wirksam durchzusetzen. Zu diesem Zweck haben sie sicherzustellen, dass die zuständigen nationalen Behörden über geeignete verwaltungsrechtliche Sanktions- und Abhilfebefugnisse verfügen. Die MiCAR sieht dabei unter anderem Mindestvorgaben für die Höhe der zu verhängenden Geldbußen vor. Die MiCAR verpflichtet

⁸⁵² *Maume* in *Maume*, MiCAR-Kommentar Art 92 Rz 9 ff.

⁸⁵³ DelVO (EU) vom 09.03.2016 im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die geeigneten Regelungen, Systeme und Verfahren sowie Mitteilungsmuster zur Vorbeugung, Aufdeckung und Meldung von Missbrauchspraktiken oder verdächtigen Aufträgen oder Geschäften.

die Mitgliedstaaten nicht, entsprechende strafrechtliche Sanktionen für Verstöße gegen ihre Marktmissbrauchsbestimmungen zu erlassen. Vielmehr liegt der Erlass solcher Bestimmungen im Ermessen der Mitgliedstaaten. Dies steht im Gegensatz zu den Marktmissbrauchsbestimmungen der MAR, wo die Marktmissbrauchsrichtlinie den Mitgliedstaaten vorschreibt, entsprechende strafrechtliche Bestimmungen zu erlassen.⁸⁵⁴ Die konkreten Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse der zuständigen Behörden ergeben sich aus Art 94 MiCAR. Abs 3 räumt den Behörden besondere Kompetenzen im Bereich der Verhinderung und Sanktionierung von Marktmissbrauch ein, darunter insbesondere das Recht, bei begründetem Verdacht auf Marktmanipulation, Räumlichkeiten natürlicher und juristischer Personen zu betreten und Unterlagen sowie Daten in jedweder Form sicherzustellen. Zivilrechtliche Konsequenzen aufgrund marktmissbräuchlichen Verhaltens sind hingegen nicht Gegenstand der MiCAR, sondern verbleiben im Regelungsbereich der jeweiligen nationalen Rechtsordnungen.⁸⁵⁵ Nach Art 111 Abs 1 und 5 MiCAR sind die Mitgliedstaaten jedoch verpflichtet, den kompetenten Behörden die Befugnis einzuräumen bei Verstößen gegen Art 88-92 MiCAR entsprechende Verwaltungssanktionen und andere Verwaltungsmaßnahmen zu erlassen. Abs 5 legt Mindesthöhen für Verwaltungsgeldbußen fest und macht nähere Vorgaben für die Ausgestaltung der konkreten Sanktionen. Alternativ zum Verwaltungsstrafrecht, können Mitgliedsstaaten gem. Art 111 Abs 1 lit e MiCAR auch justizstrafrechtliche Sanktionen erlassen.

Mit dem nationalen Umsetzungsgesetz, dem MiCA-Verordnungs-Vollzugsgesetz (MiCA-VVG)⁸⁵⁶ wurde die FMA zur Verhängung von Verwaltungsmaßnahmen und Sanktionen ermächtigt. Das MiCA-VVG wurde am 19. Juli 2024 im österreichischen Bundesgesetzblatt kundgemacht, nachdem das Begutachtungsverfahren am 2. Mai 2024 eingeleitet worden war. Die Bestimmungen traten bereits am folgenden Tag, dem 20. Juli 2024, in Kraft. Aus Sicht der betroffenen Marktteilnehmer war ein rasches Inkrafttreten von zentraler Bedeutung, um potenzielle Wettbewerbsnachteile und einen Attraktivitätsverlust des Wirtschaftsstandorts Österreich zu vermeiden.⁸⁵⁷ Die §§ 13 und 14 MiCA-VVG regeln die Verwaltungsstrafbestimmungen gegen Marktmissbrauch und legen Höchststrafen für Delikte fest, die als Marktmissbrauch gemäß MiCAR zu qualifizieren sind. Im Gegensatz zum traditionellen Marktmissbrauchsregime in Bezug auf Finanzinstrumente, sieht das österreichische Umsetzungsgesetz derzeit keine Haftstrafen vor. Gemäß § 14 MiCA-VVG

⁸⁵⁴ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen für Marktmissbrauch (CSMAD).

⁸⁵⁵ *Wutscher in Kalss/ Krönke / Völkel*, Crypto-Assets Kommentar Art 86 Rz 3.

⁸⁵⁶ Bundesgesetz über das Wirksamwerden der Verordnung (EU) 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte (MiCA-Verordnung-Vollzugsgesetz – MiCA-VVG), BGBl 111/ 2024.

⁸⁵⁷ *Aubrunner/Linardatos*, MiCA-VVG und KMAg: Ein rechtsvergleichender Überblick über die Begleitgesetzgebung zur MiCAR in Österreich und Deutschland, RD 2025 118.

liegt zudem ein Verwaltungsverstoß vor, wenn Verpflichtete die organisatorischen Anforderungen oder Meldeverpflichtungen zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch gemäß Art 92 Abs 1 MiCAR und den damit zusammenhängenden technischen Regulierungsstandards, verstoßen. Wer gem. § 13 Abs 1 Z 6 MiCA-VVG mittels Marktmanipulation gegen Art 91 Abs 1 MiCAR verstößt, indem er Handlungen gemäß Art 91 Abs 2 oder Abs 3 MiCAR setzt, begeht eine Verwaltungsübertretung und ist von der FMA mit Geldstrafe bis zu 5 Mio EUR oder bis zu dem Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, zu bestrafen. Bei juristischen Personen kann die FMA gemäß § 15 MiCAR-VVG, eine Geldstrafe bis zu 15 Mio EUR (Abs 3 Z 3) oder bis zu 15 % des jährlichen Gesamtumsatzes (Abs 3 Z 8) oder bis zum Dreifachen des jeweils aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, sofern sich dieser beziffern lässt (Abs 3 Z 9), verhängen.

Nicht nur die tatsächliche Begehung einer Straftat, sondern auch das Fehlen angemessener Überwachungs- und Kontrollsysteme in einem Unternehmen, wodurch es einer für das Unternehmen tätigen Person ermöglicht wird, eine Straftat zu begehen, kann als Verstoß gegen das Gesetz gewertet werden. Juristische Personen können nach § 15 Abs 2 MiCA-VVG auch dann strafrechtlich verantwortlich sein, wenn eine unzureichende Überwachung oder Kontrolle durch ihre Organe, die Begehung eines Verstoßes durch Mitarbeiter ermöglicht hat. Dies betrifft etwa Fälle, in denen ein Geschäftsführer seine Pflicht zur Überwachung, Schulung oder Implementierung geeigneter Compliance-Systeme vernachlässigt. Sollte ein Mitarbeiter aufgrund dieser Unterlassung die Möglichkeit haben eine Marktmanipulation zu begehen, kann auch die juristische Person belangt werden. Dies bedeutet, dass ein Unternehmen sicherstellen muss, dass ausreichende Präventionsmaßnahmen ergriffen werden, um marktmissbräuchliches Verhalten von vornherein zu verhindern. Neben Geldstrafen ist die FMA nach § 16 MiCAR-VVG befugt weitere verwaltungsrechtliche Maßnahmen zu setzen, dazu zählt u.a. die Veröffentlichung des Verstoßes („*naming and shaming*“ gem. § 16 Z 1 MiCA-VVG iVm Art 111 Abs 5 lit a MiCAR), die Herausgabe der durch den Verstoß erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste (§ 16 Z 6 MiCA-VVG iVm Art 111 Abs 5 lit c) und der Widerruf der Konzession (§ 16 Z 7 MiCA-VVG iVm Art 111 Abs 5 lit d).

VI. Conclusio

Ziel dieser Dissertation war es, die zentralen Herausforderungen marktbeeinflussender Aktivitäten in sozialen Medien aus unterschiedlichen Perspektiven zu analysieren und sie anhand der zugrunde liegenden Forschungsfragen systematisch zu untersuchen. Die abschließenden Überlegungen fassen die gewonnenen Erkenntnisse zusammen und geben einen strukturierten Überblick über die Beantwortung der leitenden Forschungsfragen.

1. Inwieweit können über soziale Medien tatsächlich marktmanipulative Handlungen bewirkt werden und welche Tatbestände der Marktmissbrauchsverordnung kommen durch derartige Kommunikationsformen in Betracht?

Die vorliegende Arbeit hat gezeigt, dass digitale Kommunikationsräume, besonders soziale Medien, ein erhebliches Potenzial zur Beeinflussung von Marktpreisen besitzen. Die in dieser Dissertation untersuchten Ereignisse rund um die Causa GameStop veranschaulichen eindrucksvoll, wie sich das Verhalten vieler Privatanleger im digitalen Zeitalter gewandelt hat. Anstatt sich primär auf traditionelle Informationsquellen wie etwa Prospekte, Researchberichte oder professionelle Beratung zu stützen, orientieren sich viele Anleger zunehmend an Inhalten, die in sozialen Medien und Online-Foren verbreitet werden. Im Fall GameStop agierte ein erheblicher Teil der beteiligten Kleinanleger emotionalisiert und oftmals ohne Bewusstsein für die Risiken oder möglichen marktverzerrenden Effekte ihres Handelns.

Die Untersuchungen haben ferner gezeigt, dass marktmanipulative Verhaltensweisen in sozialen Medien keineswegs außerhalb des geltenden Rechtsrahmens zur Verhinderung von Marktmissbrauch stehen. Die unionsrechtlichen Bestimmungen bieten bereits heute einen grundsätzlich hinreichend flexiblen Ansatz, der im Einklang mit der Intention des EU-Gesetzgebers darauf ausgelegt ist, Marktentwicklungen und digitale Kommunikationsformen weitgehend zu erfassen.⁸⁵⁸ Marktrelevante Aktivitäten auf sozialen Plattformen können daher, abhängig von Kontext, Reichweite und Marktbezug, unter eine Vielzahl der in der MAR und MiCAR vorgesehenen Tatbestände subsumiert werden.

Für die Verbreitung von Informationen, Meinungen und Empfehlungen auf sozialen Medien ist insbesondere der Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation sowie dessen Ausprägungen gemäß der Indikatorenliste der MAR einschlägig. Bei Finfluencern

⁸⁵⁸ ErwGr 38, 39 und 48 MAR; *Europäische Kommission*, Zusammenfassung Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, EUR-Lex, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/DE/legal-content/summary/preventing-market-abuse-in-financial-markets.html> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

kommt zudem dem Tatbestand des Scalping besondere Bedeutung zu, also der Nutzung medialer Reichweite zur Empfehlung von Instrumenten, an denen der Influencer selbst Positionen hält, ohne den zugrunde liegenden Interessenkonflikt offenzulegen.

Soziale Medien werfen zugleich komplexe Abgrenzungsfragen hinsichtlich der Verlässlichkeit und Vertrauenswürdigkeit der dort verbreiteten Inhalte auf. So stellt sich beispielsweise bei potentiell kursrelevanten Memes oder anonymen Postings regelmäßig die Frage, inwieweit ein verständiger Marktteilnehmer im Sinne des Anlegerleitbilds auf solche Informationen vertrauen durfte bzw. ob diese Inhalte als geeignete Grundlage einer sachgerechten Anlageentscheidung anzusehen sind.

Über die informationsbasierten Konstellationen hinaus, treten auf sozialen Medien weitere manipulative Praktiken zutage, darunter insbesondere Pump-and-Dump-Strategien, bei denen sich Anleger über Internetforen zu koordinierten Käufen verabreden. Die Analyse dieser Phänomene hat deutlich gemacht, dass virale Kommunikationsprozesse und die Dynamiken digital vernetzter Schwärme, regulatorische Schwächen offenlegen, die weder durch das traditionelle Marktmissbrauchsrecht noch durch die neuen Vorgaben der MiCAR vollständig erfasst werden.

Hierzu offenbarte gerade der Fall GameStop das erhebliche Marktbeeinflussungspotenzial, das durch den losen Zusammenschluss zahlreicher Privatanleger entstehen kann, insbesondere in Kombination mit den niedrighwelligen Zugangsmöglichkeiten zu Wertpapier- und Derivategeschäften über Neobroker. Die in den Diskussionsforen ausgelösten, kollektiv verstärkten Kaufentscheidungen innerhalb der Social Media-Communities führten zu massiven Kursausschlägen und kurzfristigen Marktverwerfungen, die vom geltenden europäischen Marktmissbrauchsrecht nur unzureichend erfasst werden. Das bestehende Regelungsregime stößt erkennbar an seine Grenzen, wenn Marktbewegungen nicht auf individuell zielgerichtete Einflussnahme, sondern auf das schwer greifbare Zusammenwirken einer Vielzahl voneinander unabhängiger Kleinanleger, wie etwa in Form des Swarm Tradings, zurückzuführen sind.

Vor diesem Hintergrund stellt sich zwingend die Frage, ob der bestehende Marktmanipulationstatbestand, insbesondere hinsichtlich der handelsgestützten und informationsgestützten Tatbegehungsform, an die aktuellen Realitäten digital vernetzter Märkte angepasst werden muss. Ebenso drängt sich die Überlegung auf, ob das im europäischen Kapitalmarktrecht verankerte Leitbild des rational handelnden, sorgfältig informierten Durchschnittsanlegers im Lichte des GameStop-Falles noch der tatsächlichen Anlegerrealität entspricht. Die Ereignisse zeigen meines Erachtens deutlich auf, dass viele

Privatanleger emotional, impulsgetrieben und durch soziale Interaktionen wesentlich beeinflusst handeln und damit in einem Spannungsverhältnis zum „*rationalen Durchschnittsanleger*“ stehen.

2. Ist die derzeitige Gesetzgebung, insbesondere der unionsrechtliche Rechtsrahmen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch, auf die spezifischen Wirkungsmechanismen und Reichweiten sozialer Medien ausgerichtet, bzw. an welchen Stellen stoßen bestehende Regelungsstrukturen an ihre Grenzen?

Obwohl das Marktmissbrauchsrecht koordiniertes Verhalten grundsätzlich abdeckt, erweist sich eine straf- oder verwaltungsrechtliche Verfolgung in Fällen wie GameStop als kaum praktikabel. Die Vielzahl der beteiligten Personen, die fehlende oder jedenfalls schwer nachweisbare Abstimmung zwischen ihnen sowie die oftmals anonyme Interaktion in sozialen Medien erschweren es erheblich, individuelle Tatbeiträge festzustellen oder einen gemeinsamen Willen zur Marktbeeinflussung nachzuweisen.

Auch in Fällen in denen einzelne Akteure, wie etwa der Finfluencer *TheRoaringKitty*, eine zentrale Rolle in der Verbreitung von Informationen und Meinungsbildung von Investoren, einnehmen, lässt sich regelmäßig nicht klar abgrenzen, ob ihre Äußerungen bereits als marktmanipulative Empfehlungen zu qualifizieren sind oder sich noch im Rahmen der von der Meinungsfreiheit gedeckten Kommunikation bewegen. Praktisch durchsetzbare Sanktionen erscheinen daher häufig unrealistisch.

So hat der Fall GameStop exemplarisch dargelegt, dass sich die Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes insbesondere durch die Auswirkungen sozialer Medien erheblich verändert haben. Die damit einhergehenden technischen Möglichkeiten haben zur Entstehung „neuartiger“ bzw. zur Fortbildung bereits existenter Verhaltensweisen der Marktteilnehmer geführt, die Phänomene wie etwa Swarm Trading oder Herd Behaviour „auf eine neue Ebene heben“. Diese Effekte und Gefahren werden durch Mechanismen auf sozialen Medien, wie etwa personalisierte Algorithmen, Communities, Filterkammern und Echoblasen sowie Social Bots besonders verstärkt bzw. potenziert. Nicht zuletzt auch durch die globale Vernetzung und die immense Geschwindigkeit der Verbreitung von Informationen und Fake News in Echtzeit. Ferner ist zu erwarten, dass Innovationen und technische Entwicklungen ermöglicht durch Künstliche Intelligenz gänzlich neue, noch unbekannte Formen schaffen. Vor diesem Hintergrund stößt sowohl der Gesetzgeber als auch die Aufsicht auf ihre Grenzen. Die oben aufgezeigte Problematik könnte mE zwar auf eine bestehende Regulierungslücke hinweisen, vor allem im Hinblick auf die effektive Verfolgung einzelner Personen, die durch koordiniertes Verhalten oder durch das

Verbreiten von Anlageempfehlungen unter Ausnutzung ihres Bekanntheitsgrades gezielt Einfluss auf das Marktgeschehen nehmen.

Dennoch erscheint eine Ausweitung bzw. Anpassung der Marktmanipulationstatbestände unter dem geltenden Marktmissbrauchsregime derzeit nicht erforderlich. Das Marktmanipulationsverbot ist bewusst abstrakt gehalten und durch zahlreiche Indikatoren und Beispielsfälle konkretisiert (siehe oben in Kapitel 5). In ErwGr 38 stellte der EU-Gesetzgeber ausdrücklich klar, dass die in der MAR enthaltenen Maßnahmen in Bezug auf Marktmissbrauch an neue Formen des Handels oder missbräuchliche neue Strategien angepasst werden können. Dabei soll insbesondere dem Umstand Rechnung getragen werden, dass der Handel mit Finanzinstrumenten zunehmend automatisiert erfolgt. Dies unterstreicht mE die Flexibilität des Tatbestands, wodurch auch neue Kommunikations- und Handelsformen tatbestandlich erfasst werden, sofern sie tatsächlich manipulative Zielsetzungen verfolgen oder falsche Signale an den Markt senden. Dabei sind die reale Auswirkung auf das Marktgeschehen bzw. auf die Preisfestsetzung und Kursentwicklung, sowie der individuelle Vorsatz des Einzelnen, entscheidende Beurteilungskriterien. Die Bedeutung der Flexibilität der Marktmanipulationstatbestände vor dem Hintergrund technischer Innovationen und gesellschaftlicher Entwicklungen, wird auch mehrfach in den Erwägungsgründen zur MAR durch den Unionsgesetzgeber betont. Zum aktuellen Zeitpunkt bestehen auch keine systemischen Gefahren für die Finanzmarktstabilität als extreme Marktverwerfungen eher bei kleineren, volatileren Titeln zu beobachten sind. Dies lässt sich auch mit der Struktur europäischer Märkte begründen, die deutlich niedrigere Short-Quoten im Vergleich zu den USA aufweisen, welche Hauptschauplatz der GameStop Spekulationen war.

Auch vor dem Hintergrund der unionsrechtlichen Bestrebungen zur Deregulierung im Rahmen der Kapitalmarktunion sehe ich keinen Anlass für die Ausweitung des Marktmanipulationsverbots. Eine zielgerichtete Deregulierung kann den Zugang zum Kapitalmarkt mE deutlich attraktiver machen. Dennoch bleibt anzuerkennen, dass eine stärkere Harmonisierung ein ebenfalls zentraler Pfeiler für die Weiterentwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts bleibt. Entscheidend ist mE allerdings weniger die Erweiterung des materiellen Rechts als vielmehr die Stärkung der Überwachungspraxis sowohl mitgliedstaatsübergreifend als auch auf individueller Aufsichtsebene.

Im Hinblick auf die Schaffung des Listing Acts wies die Kommission etwa auf die derzeit unterschiedliche Auslegung der MAR in den einzelnen Mitgliedstaaten, z.B. im Hinblick auf Ad-Hoc Meldungen, als problematisch hin. Der tatsächliche Mehrwert von Reformen und

zusätzlicher Regulierung hängt in der Praxis jedoch letztlich wesentlich von der Rechtsanwendung durch die Behörden und Gerichte ab.

Auf individueller Ebene wird es daher vor allem darauf ankommen, dass Aufsichtsbehörden ihre Überwachungsmechanismen modernisieren und frühzeitig erkennen, wenn sich in sozialen Medien kollektive Dynamiken herausbilden. Dazu gehört insbesondere die Fähigkeit, Muster massenhafter Informationsverbreitung, plötzlich auftretende Nachfragewellen und Trends frühzeitig zu erkennen und einzuordnen. So haben sich mittlerweile spezialisierte Dienstleister etabliert, die technische Lösungen zur frühzeitigen Erkennung von Hypes, wie im Fall GameStop, anbieten. Diese reichen von Datenanbietern, die ihren Kunden aggregierte Datensätze zu den auf Plattformen wie *r/wallstreetbets* am häufigsten diskutierten Aktien bereitstellen, bis hin zu Analysewerkzeugen, die Stimmungs- und Trendbewegungen in sozialen Medien systematisch auswerten. Vor diesem Hintergrund sollten die durch künstliche Intelligenz ermöglichten technischen Innovationen nicht ausschließlich als potenzielle Gefahr für neue Manipulationsrisiken betrachtet werden, sondern auch als wertvolles Instrument für eine zeitgemäße und effiziente Aufsicht. Hier kann Künstliche Intelligenz vor allem beim Monitoring großer Datenmengen unterstützen, Trends in sozialen Medien frühzeitig sichtbar machen und Handelsdaten automatisiert überwachen. Handelsdaten lassen sich dabei durch Zuhilfenahme von KI-Tools nicht nur nach Größen, Volumina oder Volatilität filtern, sondern in Echtzeit mit Nachrichtenströmen und Social-Media-Signalen verknüpfen, sodass potenzielle Unregelmäßigkeiten wesentlich schneller erkannt werden können.

Ergänzend können auch klassische operative Eingriffsinstrumente, wie etwa Handelsaussetzungen im Einzelfall ein wirkungsvolleres Mittel sein als eine Ausweitung straf- oder verwaltungsrechtlicher Verbote.

Die Aufsichtsbehörden haben diesen Veränderungsbedarf mE durchaus erkannt und sind auf die Gefahren und Einflusspotentiale sozialer Medien und Influencer sensibilisiert. Dies kommt u.a. in diversen ESMA-Leitlinien und Briefings zum Ausdruck, in denen die zuständigen Aufsichtsbehörden u.a. dazu angehalten werden, Kommunikation über soziale Medien und Blogs, Newsletter und Podcasts, in ihre Marktüberwachung und -beobachtung einzubeziehen, und dabei Faktoren wie etwa, der Zahl der Nutzer und Follower sowie die Zugänglichkeit der Informationen zu berücksichtigen. Ferner sollen die zuständigen Behörden bei ihrer laufenden Medienüberwachung auf eine automatisierte Überwachung zurückgreifen, die Muster, Schlüsselwörter und Trends erkennt und durch menschliche Analysen ergänzt wird. Initiativen nationaler Behörden, wie etwa der Influencer-

Praxisdialog der FMA, zeigen, dass die Aufsicht bestrebt ist, technologische und soziale Entwicklungen aktiv zu begleiten und zu steuern anstatt nachträglich auf diese zu reagieren.

3. Führen die Entwicklungen im Bereich sozialer Medien zu der Notwendigkeit einer grundlegenden Neukonzeption des Leitbilds des durchschnittlichen Anlegers am Kapitalmarkt? Ist das im Kapitalmarktrecht ursprünglich entwickelte Anlegerleitbild, das vom Ideal des rational und verständig handelnden Anlegers ausgeht, im Zeitalter sozialer Medien und vor dem Hintergrund jüngerer, verhaltensökonomischer Erkenntnisse noch zeitgemäß?

Gerade unter Anbetracht der GameStop Ereignisse erscheint die traditionelle Vorstellung des „rationalen und verständigen Anlegers“, der seine Entscheidungen auf Basis aller ihm verfügbaren Informationen trifft, mE zunehmend realitätsfern. Sie beruht auf dem Idealbild eines Marktteilnehmers, der Informationen objektiv verarbeitet, Chancen und Risiken nüchtern abwägt und rational im eigenen Interesse handelt. Die Erkenntnisse der Verhaltensökonomik sowie die Beobachtungen der jüngeren Praxis lassen jedoch ein anderes Bild entstehen. Psychologische Phänomene wie etwa das gegenständliche Swarm Trading, Herd Behaviour, FOMO oder der sog. availability bias (siehe dazu oben in Kapitel 1) zeigen auf, dass Anleger nicht alle verfügbaren Informationen gleichermaßen berücksichtigen. Sie reagieren hingegen vor allem auf leicht zugängliche oder emotional ansprechende Inhalte. Diese Verzerrung wird im digitalen Zeitalter durch soziale Medien in besonderem Maße verstärkt. Dort verbreiten sich sowohl Informationen als auch Fake News mit hoher Geschwindigkeit, emotionaler Aufladung und algorithmisch gesteuerter Sichtbarkeit. Dies führt zu einer weiters verstärkten Verzerrung der Anlegerwahrnehmung. Die zunehmende Relevanz von Influencern und viralen Trends verdeutlicht, dass Anlageentscheidungen heute nicht mehr primär auf Grundlage klassischer Informationsdokumente, sondern beeinflusst durch psychologische Faktoren, Gruppendynamik und medialer Berichterstattung, getroffen werden.

Daraus folgt mE, dass das gegenwärtige Anlegerleitbild, so wie es den bestehenden kapitalmarktrechtlichen Normen derzeit zugrunde liegt, einer kritischen Neubewertung bedarf. Dies insbesondere vor dem Hintergrund einer durch neuartige Technologien und Sozialer Medien bedingten veränderten Realität und eines neuen Zeitgeists. Eine zeitgemäße Konzeption sollte daher stärker die tatsächlichen Verhaltensmuster von Anlegern berücksichtigen und die psychologischen Erkenntnisse über Entscheidungsprozesse, Informationsaufnahme und soziale Beeinflussung einbeziehen. Ferner sollten die enormen Einflussmöglichkeiten sozialer Medien ausreichend

berücksichtigt werden, als diese ein erheblicher Verstärkungsfaktor für selektive Wahrnehmung und emotionale Reizverarbeitung sind.

Eine weitere Problematik, die der GameStop Fall aufzeigte, ist die zunehmende Einbettung von Gamification Elementen in Trading-Apps, welche wesentliche Einflussfaktoren im Anlegerverhalten und Treiber für irrationale Entscheidungen sein können. Insofern ist zu prüfen, ob die aktuelle Rechtslage die aufgeworfenen Risiken ausreichend adressiert oder ob ergänzende Regulierungsmaßnahmen notwendig sind, um den Anlegerschutz in diesem Umfeld zu erhöhen.

Aus meiner Sicht besteht derzeit kein unmittelbarer Bedarf, die materiell-rechtlichen Vorgaben speziell auf Gamification-Elemente im Wertpapierhandel auszuweiten. Zwar werden spielerische Funktionen in Handels-Apps bislang nicht ausdrücklich reguliert, sie fallen aber bereits jetzt in mehrfacher Hinsicht in den Anwendungsbereich der geltenden europäischen Kapitalmarktregulierung. So weist die ESMA in jüngeren Leitlinien darauf hin, dass einzelne App-Funktionen, wie etwa Push-Benachrichtigungen, die Kunden zu bestimmten Transaktionen anregen, durchaus als Form der Anlageempfehlung qualifiziert werden können. Dies hätte für Anbieter weitreichende Folgen, etwa im Hinblick auf Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen sowie die Einhaltung strenger Kommunikationsstandards nach Art 24 MiFID II. Gleiches gilt für Funktionen, die Kundinnen und Kunden implizit zu risikoreichen Produkten lenken.⁸⁵⁹

Vor diesem Hintergrund kommt dem Product-Governance-Regime besondere Bedeutung zu. Gamification wird dort als Bestandteil der gesamten Vermarktungsstrategie bereits jetzt aufgefangen, indem Hersteller und Vertriebsstellen verpflichtet sind zu prüfen, ob der Einsatz bestimmter App-Features mit dem Zielmarkt, den Eigenschaften des Produkts und den Interessen der Anleger vereinbar ist.⁸⁶⁰

Die mit Gamification verbundenen Risiken, wie etwa erhöhtes Risikoverhalten, mögliche Suchtmechanismen oder impulsive Transaktionsmuster, werden damit schon im aktuellen Regulierungsrahmen adressiert. Für besonders problematische Konstellationen bestehen mE sohin ausreichend aufsichtsrechtliche Eingriffsmöglichkeiten. In der Praxis wird ein

⁸⁵⁹ ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29.4.2022, ESMA35-42-1227, S.42 Rz 139; dazu auch *Sajnovits*, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in *Korch/Köhler*, Schwärme im Recht (2022), 209.

⁸⁶⁰ ESMA, Final Report: On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29.4.2022, ESMA35-42-1227, S.43 Rz 144; dazu auch *Sajnovits*, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in *Korch/Köhler*, Schwärme im Recht (2022), 210.

Großteil der gängigen, „spielerischen“ Elemente keine individuelle Empfehlung iSd gesetzlichen Vorgaben, sein.

Aus heutiger Sicht erscheint es mE daher nicht sachgerecht, vorschnell durch neue Verbote oder starre Vorschriften auf die Ausgestaltung von Trading-Apps oder Anlageempfehlungen in sozialen Medien einzuwirken. Ein solches Vorgehen könnte Innovation und die grundsätzlich begrüßenswerte Öffnung des Kapitalmarktes für breitere Bevölkerungsgruppen ausbremsen, ohne dass dadurch ein spürbarer Zugewinn an Anlegerschutz erzielt würde. Stattdessen sollte auch hier der Fokus auf einer Weiterentwicklung der Aufsichtspraxis liegen. Für die Behörden wird es entscheidend sein, ihr Marktüberwachungsinstrumentarium an die Dynamik digitaler Interaktionsräume anzupassen. Eine engmaschige Beobachtung sozialer Medien, der Einsatz datengetriebener Analysewerkzeuge und ein zeitgemäßes technisches Monitoring erscheinen mir sohin wesentlich geeigneter, um Risiken für die Marktintegrität und den Anlegerschutz realistisch einzuschätzen und effektiv zu adressieren.

Abschließend kann sohin festgehalten werden, dass soziale Medien zwar ein besonderes Manipulationsrisiko bergen, jedoch keine völlig neuen Erscheinungsformen schaffen. Sie verstärken vielmehr etablierte Phänomene wie Herdenverhalten oder Gerüchteverbreitung durch ihre Geschwindigkeit und algorithmischen Dynamiken. Viele der beobachtbaren Muster sind sohin nicht Ausdruck technischer Besonderheiten, sondern vielmehr Resultat sozialpsychologischer Prozesse, die am traditionellen Kapitalmarkt seit langem bekannt sind.

Vor diesem Hintergrund erscheint eine grundlegende Erweiterung des materiellen Rechts in Hinblick auf die geltenden Manipulationstatbestände oder des bestehenden Anlegerleitbilds derzeit weder notwendig noch zweckmäßig. Entscheidend wird vielmehr sein, dass die Aufsichtspraxis ihre Beobachtungs- und Analyseinstrumente entsprechend modernisiert, um Muster frühzeitig zu erkennen und Entwicklungen auf sozialen Medien zutreffend einordnen zu können.

Quellen- und Literaturverzeichnis

Achleitner, Der künftige Digital Services Act der EU: Neue Pflichten und Verantwortlichkeiten für Anbieter digitaler Dienste, ZTR 2021, 1

Achleitner, Virale Meinungsbildung und Filterblasen Virale Meinungsbildung und Filterblasen Regulatorische Initiativen der EU – Zur Auswirkung des Digital Services Act auf Schwärme in sozialen Netzwerken in *Korch/Köhler (Hrsg)*, Schwärme im Recht (2022), 39

Adametz/ Fink, Wenn Gamestop in Österreich spielte, DerStandard, 2021

Allen/Gale, Stock-Price Manipulation, The Review of Financial Studies 5 (1992) 503

Allen/Gorton, Stock price manipulation, market microstructure and asymmetric information, European Economic Review (1992), 624

Almeida, „Donald Trump ignites insider trading accusations after global tariffs U-turn“, The Guardian, 2025 <<https://www.theguardian.com/us-news/2025/apr/10/donald-trump-ignites-insider-trading-accusations-after-global-tariffs-u-turn>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Amtsgericht München, Pressemitteilung zum Insolvenzantrag Wirecard AG am 26.06.2020 <<https://www.justiz.bayern.de/gerichte-und-behoerden/amtsgerichte/muenchen/presse/2020/26.php>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Anderl/Seling, Social Media – Rechtssicherheit im Unternehmen, ecolex 2018, 535

Ang/Hsu/Tang/Wu, The Role of Social Media in Corporate Governance, The Accounting Review, 2020 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3609720> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Ante, How Elon Musk's Twitter activity moves cryptocurrency markets Technological Forecasting and Social Change, 2023 <<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.122112>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Antweiler/Frank, Internet Stock Message Boards and Stock Returns, 2002 <https://www.researchgate.net/publication/265218038_Internet_Stock_Message_Boards_and_Stock_Returns> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar⁴, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, Köln 2022

Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁸, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2023

Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts⁶, C.H.BECK, München 2024

Aubrunner/Linardatos, MiCA-VVG und KMAG: Ein rechtsvergleichender Überblick über die Begleitgesetzgebung zur MiCAR in Österreich und Deutschland, RD 2025, 117

Autorité des Marchés Financiers, Retail investors and their activity since the COVID crisis: younger, more numerous and attracted by new market participants, 30.11.2021 <<https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/retail-investors-and-their-activity-covid-crisis-younger-more-numerous-and-attracted-new-market>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Autoriteit Financiële Markten, Steeds meer Nederlanders beleggen om vermogen op te bouwen, 13.04.2021 <<https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/april/consumentenmonitor-beleggen-najaar-2020>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Baker/ Wurgler, Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *The Journal of Finance* (2006) 1645 <<https://www.jstor.org/stable/3874723>> zuletzt abgerufen am 31.08.2025

Bali/Hirshleifer/Peng/Tang, Attention, Social Interaction, and Investor Attraction to Lottery Stocks, National Bureau of Economic Research (2021), Working Paper 29543 <<https://www.nber.org/papers/w29543>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Barck, Wirecard: „Wenn sich der Lärm und der Staub gelegt haben“..., 4investors, 2020 <<https://www.4investors.de/nachrichten/boerse.php?sektion=stock&ID=142804>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Barth, Zwischenschritte - Insider-Informationen im zeitlichen Ablauf, Linde, Wien 2018

Bauckhage, Insights into Internet Memes, Proceedings of the International AAAI Conference on Web and Social Media 5 (2021) 42 <<https://doi.org/10.1609/icwsm.v5i1.14097>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bauer, Montanablack: Twitch-Streamer wirbt für betrügerische NFTs, Computer Bild, 2022 <<https://www.computerbild.de/artikel/cb-News-Internet-Montanablack-Twitch-Streamer-wirbt-betruegerische-NFTs-31795531.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bentley/ Chavez-Dreyfuss, Dogecoin tumbles after Elon Musk calls it a ‘hustle’ on ‘SNL’ show, Reuters, 2021, <<https://www.reuters.com/technology/dogecoin-spotlight-cryptocurrency-backer-musk-makes-snl-appearance-2021-05-07/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Berka/ Holoubek/ Leitl-Staudinger, Elektronische Medien im „postfaktischen“ Zeitalter, MANZ, Wien 2019

Binder-Tietz/Hoffmann/Kovarova-Simecek/Brückner/Huster/Starke/Weiß, Influencer Relations, DIRK-Forschungsreihe 2024 <https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2024/07/240607_Forschungsreihe-30_Finfluencer_Webversion.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Binnering, Die Strafbarkeit des Scalping: Eine rechtliche Analyse unter Betrachtung des Insiderhandels, der Marktmanipulation und des Betruges, Kriminalistik 2023

Bollen/ Mao/ Zeng, Twitter mood predicts the stock market, *Journal of Computational Science* 2 (2011), 1 <<https://doi.org/10.1016/j.jocs.2010.12.007>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Börse Frankfurt, Front Running in Börsenlexikon< <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/lexikon/front-running>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Brenn, Die Haftung der Internet-Provider, ÖJZ 2022, 1025

Browne, Bitcoin spikes 20% after Elon Musk adds #bitcoin to his Twitter bio, CNBC, 2021, <<https://www.cnbc.com/2021/01/29/bitcoin-spikes-20percent-after-elon-musk-adds-bitcoin-to-his-twitter-bio.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Brunnermeier/ Pedersen, Predatory Trading, Journal of Finance 60 (2005) 1825

Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht¹³, C.F. Müller, Heidelberg 2023

Buck-Heeb/Tatu, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RDi 2024, 462.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Anlagetipps in sozialen Medien: Vorsicht ist oberstes Gebot
<https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/Finanzbetrug/Anlagebetrug/Social_Media/social_media_node.html> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin Merkblatt: Tatbestand des Betriebs eines multilateralen Handelssystems gemäß § 1 Abs 1a Satz 2 Nr. 1b KWG (Stand 27.04.2023)
<https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html>

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFinJournal 23.09/15.10.2024, Generation Y und Z setzen auf Finfluencer
<https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_2409_Finfluencer.html?cms_expanded=true> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (2020), 11
<https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html?nn=19649678> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Social Trading – Plattformen zur Signalgebung und automatisierten Auftragsausführung vom 13. Februar 2017
<https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/SocialTrading/social_trading_node.html> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bundesministerium der Finanzen (Deutschland), Der Aufbau der europäischen Kapitalmarktunion in Monatsbericht des BMF von August 2019
<https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2019/08/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-1-aufbau-der-europaeischen-kapitalmarktunion_pdf.pdf?blob=publicationFile&v=1> zuletzt abgerufen am 30.11.2015

Bundesministerium für Finanzen (Österreich), Kapitalmarktunion
<<https://www.bmf.gv.at/themen/finanzmarkt/finanzmaerkte-kapitalmaerkte-eu/kapitalmarktunion.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bundesministerium für Justiz (Österreich), Hass im Netz
<<https://www.bmj.gv.at/themen/Fokusthemen/gewalt-im-netz.html#:~:text=Am%201.,auch%20hier%20unser%20Rechtsstaat%20gilt>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Burtscher, Taugt TikTok als Anlageberater, Salzburger Nachrichten, 2021
<<https://www.sn.at/wirtschaft/oesterreich/taugt-tiktok-als-anlageberater-113821765>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Bushard, Elon Musk, SpaceX And Tesla Sued For \$258 Billion In Alleged Dogecoin 'Pyramid Scheme', Forbes, 2022 <[Elon Musk, SpaceX And Tesla Sued For \\$258 Billion In Alleged Dogecoin 'Pyramid Scheme' \(forbes.com\)](https://www.forbes.com/sites/elonmusk/spacex-and-tesla-sued-for-258-billion-in-alleged-dogecoin-pyramid-scheme/)> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Business of Apps, Anzahl der monatlich aktiven Nutzer von Twitter weltweit in den Jahren 2010 bis 2024 (in Millionen), Statista, 2025
<<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/318483/umfrage/twitter-nutzerzahlen-weltweit-prognose/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Chow, Why Trump's meme coins have alarmed both crypto insiders and legal experts, Time, 2025 <<https://time.com/7209169/trump-meme-coins>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Clayton, Elon Musk found not guilty of fraud over Tesla tweet, BBC online, 2023 <<https://www.bbc.com/news/world-us-canada-64520157>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

CoinMarketCap, Fork (Blockchain) in Glossary <<https://coinmarketcap.com/academy/glossary/fork-blockchain>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

CoinMarketCap, Total Cryptocurrencies Tracked by CoinMarketCap (Stand 30.11.2025) <<https://coinmarketcap.com/charts/number-of-cryptocurrencies-tracked/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

CoinMarketCap, Top Cryptocurrency Spot Exchanges (Stand 30.11.2025) <<https://coinmarketcap.com/rankings/exchanges/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Coleman, "Bitcoin Price Manipulated by Cryptocurrency Trading Bots", *CCN.com*, 2023 <<https://www.ccn.com/bitcoin-price-manipulated-by-cryptocurrency-trading-bots-wsj>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Coval/Shumway, Is sound just noise? The Journal of Finance 56 (2001) 1887 <<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00393>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Cox/ Hillman/Langevoort/Lipton/Sjostrom, Securities Regulation 9 (2020), 741

Daian et al., Flash Boys 2.0: Frontrunning, Transaction Reordering, and Consensus Instability in Decentralized Exchanges, arXiv preprint arXiv:1904.05234. (2019) <<https://doi.org/10.48550/arXiv.1904.05234>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Dämon, Handbuch WAG | Wertpapieraufsichtsgesetz, Linde, Wien 2023

Danzer, Mit Bybit kommt eine der größten Kryptobörsen der Welt nach Wien, DerStandard, 2024 <<https://www.derstandard.at/story/3000000240197/mit-bybit-kommt-eine-der-groessten-kryptoboersen-der-welt-nach-wien>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Darmiento, California regulator cites social media, digital banking as key factors in Silicon Valley Bank's failure, Los Angeles Times, 2023 <<https://www.latimes.com/business/story/2023-05-08/california-regulator-cites-social-media-digital-banking-as-key-factors-in-silicon-valley-banks-failure>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Daxhammer/Facsar/Papp, Spekulationsblasen – Den Turbulenzen am Finanzmarkt auf der Spur³, UVK, Tübingen 2025

De Bondt/ Thaler, Does the Stock Market Overreact? The Journal of Finance 40 (1985) 793

Deges, Definition: Was ist "Influencer-Marketing"? Gabler Wirtschaftslexikon, <<https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/influencer-marketing-100361>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Derleder/ Knops/ Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht³, Springer Berlin, Heidelberg 2017

Dhawan/ Putniņš, 'A New Wolf in Town? Pump-and-Dump Manipulation in Cryptocurrency Markets', Review of Finance (forthcoming), 2021 <<https://ssrn.com/abstract=3670714>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Dickersbach, Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechtes, Freie Universität Berlin, 1995

Dörner, Held der Reddit-Revolte „Roaring Kitty“ wird verklagt, Handelsblatt, 2021

Eichelberger, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), Duncker & Humblot GmbH, Berlin 2006

Ernst/Heucke/Deutsche Bundesbank, Von Kryptoverwahren zu Crypto-Asset Service Providern, BaFinTech, 2023 <<https://www.bundesbank.de/resource/blob/916200/e367fd4f3cae62394e1e69a43e6a6a60/mL/2023-09-19-bafintech-ernst-data.pdf>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Ertin, Kommunikation, Öffentlichkeit und Recht im Zeitalter von Tweets und Likes: Soziale Medien als Gefahr für unsere Demokratie? Indes 2020, 164

Europäische Bankenaufsichtsbehörde, Warning to consumers on virtual currencies, 12.12.2013, EBA/WRG/2013/01 <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-warns-consumers-virtual-currencies> zuletzt abgerufen am 30.11.2025)

Europäische Kommission, Aktionsplan vom 24.09.2020 - Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen, COM(2020) 590 final <https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF> zuletzt abgerufen am 30.11.2025 und <https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-8-building-retail-investors-trust-capital-markets_en?prefLang=de&trans=de> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937, SWD/2020/380 final <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52020SC0380>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Digital Finance Package, 2020 <https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Digitalstrategie der Europäischen Kommission vom 30.06.2022, COM(2022) 4388 final <https://commission.europa.eu/system/files/2022-06/c_2022_4388_1_de_act.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Fragen und Antworten zum Paket zu Investitionen von Kleinanlegern vom 24.05.2023

<https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda_23_2869> zuletzt
abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM (2015) 63
final <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=DE>> zuletzt abgerufen am
30.11.2025

Europäische Kommission, Pressemitteilung IP/23/2413 vom 25.04.2023, Gesetz über
digitale Dienste: Kommission benennt erstmals sehr große Online-Plattformen und
Suchmaschinen <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_23_2413>
zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Vorschlag vom 24.05.2023 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, 2023/0167(COD) <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023PC0279>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Kommission, Zusammenfassung Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über
Marktmissbrauch, EUR-Lex <<https://eur-lex.europa.eu/DE/legal-content/summary/preventing-market-abuse-in-financial-markets.html>> zuletzt abgerufen
am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde Advice on 'Initial Coin Offerings and
crypto-assets' (ESMA50-157-1391), 2019
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Draft Guidelines on the conditions
and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments (ESMA75-
453128700-52), 2024 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, ESMA addresses investment
recommendations made on social media platforms (ESMA71–99–1752), 2021
<<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-addresses-investment-recommendations-made-social-media-platforms>> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, ESMA warns firms and investors
about risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-
commission brokers” (ESMA35-43-2749), 2021
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2749_esma_public_statement_pfof_and_zero-commission_brokers.pdf> zuletzt abgerufen
am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, ESMA's Statement on Investment
Recommendations on Social Media (ESMA70–154–2780), 2021
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf> zuletzt
abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Final Report on Draft technical
standards in the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/145528), 2015

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf>zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection (ESMA35-42-1227), 2022 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Leitlinien zu den Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch gemäß der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA), (ESMA75-453128700-1039), 2025 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA75-453128700-1039_Guidelines_on_supervisory_practices_to_prevent_and_detect_market_abuse_MiCA_DE.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Questions and Answers, Proprietary trading under MiCA (ESMA_QA_2293), 2025 <<https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/2293>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Questions and Answers, on the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), 2022 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Supervisory Briefing on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services (ESMA35-42-1428), 2023 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-42-1428_Supervisory_Briefing_on_Copy_Trading.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Third Consultation paper on the draft technical standards and guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) on detection and prevention of market abuse, investor protection and operational resilience (ESMA75-453128700-1002), 2023 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-1002_MiCA_Consultation_Paper_-_RTS_market_abuse_and_GIs_on_investor_protection_and_operational_resilience.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Warning for people posting Investment Recommendation on social media (ESMA74-1103241886-912), 2024 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Europäisches Parlament, Parliamentary question E-000057/2025 to the Commission, 2025 <https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/E-10-2025-000057_EN.html> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Feiler/ Grohmann/ Müller, EU-Verordnung verdrängt Österreichs Gesetz gegen Hass im Netz, Der Standard, 2022

Fida/Pusch, Marktmanipulation per Twitter? Aufsichtsrate aktuell 2019, 17

Financial Conduct Authority (UK), Young investors driven by competition and hype, 2021
<<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/young-investors-driven-competition-hype>>
zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Financial Stability Board, Crypto-asset markets Potential channels for future financial stability implications, 2018 <<https://www.fsb.org/uploads/P101018.pdf>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Crossings
<<https://www.fma.gv.at/kapitalmaerkte/marktmissbrauch/marktmissbrauch/crossings/>>
zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Fakten, Trends & Strategien 2025
<<https://www.fma.gv.at/publikationen/fakten-trends-strategien/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Finfluencer: Likes statt Lizenz? Reden wir über Geld, Jänner 2025
<<https://redenwiruebergeld.fma.gv.at/finfluencer-likes-statt-lizenz/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, FMA-Facts und FAQs für Finfluencer:innen vom 03.07.2025
<<https://www.fma.gv.at/fma-facts-und-faqs-fuer-finfluencerinnen/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Jahresbericht 2017 <<https://www.fma.gv.at/fma-jahresbericht-2017/>>
zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Kryptobetrug – Von Hackern, falschen Versprechen und utopischen Renditen,
<<https://www.fma.gv.at/finanzbetrueger-erkennen/kryptobetrug-von-hackern-falschen-versprechen-und-utopischen-renditen/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Non-Fungible Tokens (NFTs) unter MiCAR
<<https://www.fma.gv.at/querschnittsthemen/markets-in-crypto-assets-regulation-micar/non-fungible-tokens-nfts/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Pressemitteilung vom 16.03.2021, FMA warnt vor der Marktmanipulationsform „Pump and Dump“ –Insbesondere Kleinanleger werden durch vermeintlich heiße Tipps häufig geschädigt
<<https://www.fma.gv.at/fma-warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlich-heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/warnt-vor-der-marktmanipulationsform-pump-and-dump-insbesondere-kleinanleger-werden-durch-vermeintlich-heisse-tipps-haeufig-geschaedigt/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Pressemitteilung vom 26.06.2025, Finanzmarktaufsicht startet Dialog mit österreichischen Finfluencer:innen <<https://www.fma.gv.at/fma-startet-dialog-mit-finfluencern/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Pressemitteilung vom 29.06.2022, Bereits jeder dritte neue Kleinanleger investiert in Exchange Traded Funds (ETFs) – FMA klärt über Funktion und Ausgestaltung auf <<https://www.fma.gv.at/bereits-jeder-dritte-neue-kleinanleger-investiert-in-exchange-traded-funds-etfs-fma-klaert-ueber-funktion-und-ausgestaltung-auf/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Pump and Dump, Reden wir über Geld, August 2021 <<https://redenwiruebergeld.fma.gv.at/wp-content/uploads/2021/08/08-Pump-and-Dump.pdf>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Finanzmarktaufsicht, Rundschreiben vom 22.11.2021 zu Anforderungen an Informationen einschließlich Marketingmitteilungen gemäß WAG 2018 und DelVO (EU) 2017/565 (02/2021) <<https://www.fma.gv.at/fma/fma-rundschreiben/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Fleischer, Stock-Spams - Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008, 137

Fleischer/Schmolke, Gerüchte im Kapitalmarktrecht, AG 2007, 841

Flitter/ Yaffe-Bellany/ Goldstein, FTX Founder Sam Bankman-Fried Is Said to Face Market Manipulation Inquiry, The New York Times, 2022 <<https://www.nytimes.com/2022/12/07/business/ftx-sbf-crypto-market-investigation.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Fox/Glosten/Rauterberg, Stock Market Manipulation and Its Regulation, Yale Journal on Regulation 2018, 70

Frohn, „Floki has arrived“: Wie Elon Musk die Krypto-Szene beeinflusst, WirtschaftsWoche, 2021 <<https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/digitalwaehrungen-floki-has-arrived-wie-elon-musk-die-krypto-szene-beeinflusst/27284766.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Fuchs/ Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht³, C.H.BECK, München 2024

Führer, Fehlende Finanzmarkt-Kultur kostet Österreicher Milliarden, DerStandard, 2024 <<https://www.derstandard.at/story/3000000215029/fehlende-finanzmarkt-kultur-kostet-oesterreicher-milliarden>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Fuß/Taborsky, Der Wertpapierhändler als Täter - Besondere Problematiken iZm Marktmanipulation, ZFR 2018, 114

Gelles, Elon Musk Becomes Unlikely Anti-Establishment Hero in GameStop Saga, The New York Times, 2021 <<https://www.nytimes.com/2021/01/29/business/elon-musk-gamestop-twitter.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Gelles/Stewart/Silver-Greenberg/Kelly, The New York Times am 16.08.2018, Elon Musk Details 'Excruciating' Personal Toll of Tesla Turmoil <<https://www.nytimes.com/2018/08/16/business/elon-musk-interview-tesla.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Gladstone/ Schwartzel, Inside AMC's Crazy, Bonkers, Upside-Down Year of Apes, Memes and Shorts, The Wall Street Journal, 2021 <<https://www.wsj.com/articles/inside-amcs-crazy-bonkers-upside-down-year-of-apes-memes-and-shorts-11639803655>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Glaser/Kert, Marktmanipulation und Insiderhandel, Linde, Wien 2017

Godenrath, Neobroker sorgen für Teilhabe, Börsen-Zeitung, 2021 <<https://www.boersen-zeitung.de/meinung-analyse/neobroker-sorgen-fuer-teilhabe-67a65032-67ed-11eb-89f0-1082a00c20b0>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Goodman/Nygaard/ Saxena in *Best/Soulier*, International Securities Law Handbook⁴, Wolters Kluwer, 2014

Gosh, Reddit group WallStreetBets hits 6 million users overnight after a wild week of trading antics, Business Insider, 2021 <<https://www.businessinsider.com/wallstreetbets-fastest-growing-subreddit-hits-58-million-users-2021-1>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Goswami/ Kolodny, Dogecoin jumps more than 30% after Musk changes Twitter logo to image of shiba inu, CNBC, 2023 <<https://www.cnbc.com/2023/04/03/dogecoin-jumps-over-30percent-after-twitter-changes-logo-to-doges-symbol.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Granner, Aktuelle Entwicklungen und Strukturprobleme der europäischen Finanzaufsicht: MiFID II, SPRW 2012, 1

Griffin/ Shams, Is Bitcoin Really Un-Tethered? SSRN Electronic Journals, 2019 <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3195066>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Gruber, BörseG 2018/MAR Kommentar, MANZ, Wien 2020

Grundner, Von der MiFID I zur MiFID II: Veränderungen im europäischen Finanzmarktrecht, Universität Wien 2016

Hack, Musk's self-promotion on X needs probing, EU lawmakers say, Politico, 2024 <<https://www.politico.eu/article/eu-lawmakers-call-upon-commission-to-look-into-musk-favoring-own-posts/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Hanke, Bilanzmanipulation, Finanzchef gefeuert – alles nur ein Fake, Handelsblatt, 2016 <<https://www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/baukonzern-vinci-bilanzmanipulation-finanzchef-gefeuert-alles-nur-ein-fake/14881236.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Harrer, Regulierungskonzepte für Leerverkäufe und Credit Default Swaps, Igel Verlag RWS, Hamburg 2015

Hermans/ Ianiro/ Kochanska/ Törmälehto/van der Kraaij/ Simón, Decrypting Financial Stability Risks in Crypto-Asset Markets', Financial Stability Review, European Central Bank, 2022 <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart202205_02~1cc6b111b4.en.html> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Hock, Elon Musk treibt den Dogecoin, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2021, <<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/digital-bezahlen/elon-musk-dogecoin-froehliche-krypto-manipulationen-17315933.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Holtermann/ Bender, Staatsanwaltschaft stellt Ermittlungen gegen „FT“-Journalisten zu Wirecard-Berichten ein, Handelsblatt, 2020

Höpfel/Ratz, Wiener Kommentar zum Strafgesetzbuch², MANZ, Wien 2025

Hudson/ Yan/ Zhang, Herd behaviour & investor sentiment: Evidence from UK mutual funds, International Review of Financial Analysis, 2020

Jaeger/Stöger, Kommentar zu EUV und AEUV, MANZ, Wien 2021

Johnson/Co /Sun/C W Lim/Stjepanović/Leung/Saunders /C K Chan, Cryptocurrency trading and its associations with gambling and mental health: A scoping review, Addictive Behaviors, 2023 <<https://doi.org/10.1016/j.addbeh.2022.107504>> sowie <<https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/36174424/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Jonas/ Hoffmann/ Binder-Tietz, Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“, DIRK-Forschungsreihe, 2022 >https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2022/09/DIRK-Forschungsreihe_Band-29_Kapitalmarktkommunikation-fuer-die-neue-%E2%80%9EGeneration-Aktie.pdf< zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Jörg/ Hungerbühler, Die Kapitalmarktunion: Ein Paradigmenwechsel in der EU soll Wachstum bringen, Die Volkswirtschaft, 2016 <<https://dievolkswirtschaft.ch/de/2016/02/joerg-03-2016/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Kalss/Krönke/Völkel, Crypto-Assets Kommentar, C.H.BECK in Gemeinschaft mit MANZ, München/Wien 2025

Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR: Börsengesetz 2018, Marktmissbrauchsverordnung Kommentar, Linde, Wien 2019

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht², Linde, Wien 2015

Kerbl, Direkt- und Influencer-Marketing auf Social Media, Lexis Briefings in lexis360.at, 2025

Kerbl/Dablander, Social Media und Recht, Lexis Briefings in lexis360.at, 2025

Kert/Kodek, Das Große Handbuch Wirtschaftsstrafrecht², MANZ, Wien 2022

Kettemann, Nach Trump: Internetplattformen in der Pflicht, Die Presse, 2021

Kharpal, Ethereum briefly crashed from \$319 to 10 cents in seconds on one exchange after 'multimillion dollar' trade, CNBC, 2017 <<https://www.cnbc.com/2017/06/22/ethereum-price-crash-10-cents-gdax-exchange-after-multimillion-dollar-trade.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Kienapfel/Schmoller, Strafrecht. Besonderer Teil, 2, Delikte gegen Vermögenswerte², MANZ, Wien 2017

Kindleberger, Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt, Börsenmedien AG, 2001

Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance : Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Duncker & Humblot, Berlin 2006

Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung², C.H.BECK, München 2023

Klöhn/Franke, GameStop, Reddit und Swarm Trading, NZG 2021, 257

Korch/Köhler, Schwärme im Recht – eine Einführung, Mohr Siebeck, Tübingen 2022

Kormanyos/Hanspal/Hackethal, Do Gamblers Invest in Lottery Stocks? SSRN Electronic Journals, 2023 <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4307554>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Kovarova-Simecek/Barrantes/Müllner, Finfluencer - die neuen Geldflüsterer? Wiener Zeitung vom 01.03.2023
<<https://www.wienerzeitung.at/meinung/gastkommentare/2180003-Finfluencer-die-neuen-Geldfluesterer.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Kovarova-Simecek/Spitzer/Kiener/Maier/Reitler, GenZ und der Kapitalmarkt, FH St. Pölten, Wiener Börse, CIRA, 2023
<https://www.fhstp.ac.at/de/mediathek/pdfs/projekte/studie_genz-und-der-kapitalmarkt_fhstp.pdf/> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Kramer, Kurspflégemaßnahmen – zwischen strafbarer Marktmanipulation und zulässiger Kursstabilisierung Centaurus Verlag & Media, 2013

Krause, Risks of Investing in Meme Coins: A Case Study of the \$TRUMP Coin, SSRN Electronic Journals, 2025 <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5126056>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Kruse, Die Preiserheblichkeit von Insiderinformationen, Nomos, 2011

Kuckelhorn, Gamestop trotz Hype im Niedergang, Börsen-Zeitung, 2021
<<https://www.boersen-zeitung.de/kapitalmaerkte/gamestop-trotz-hype-im-niedergang-9fbcba88-6563-11eb-89f0-1082a00c20b0?issue=9f883cd6-0129-4285-8d0d-cbd1401f5db9>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵, C.H.BECK, München 2022

Langenbucher, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft, ZHR 2021, 414

Langenbucher/Hasan, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU, in FS Singer (2021) 399

Lee/Schu, Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes?, A Research Agenda for Financial Law and Regulation (2025) 162

Lejsek, Kapitalmarktwissen schafft Wohlstand, KURIER, 2021
<<https://kurier.at/cm/bmf/kapitalmarktwissen-schafft-wohlstand/401475562>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Likeometer, Die erfolgreichsten österreichischen Marken auf Instagram nach Anzahl der Follower (in 1.000), Statista, 2025
<<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1139402/umfrage/erfolgreichste-oesterreichische-marken-auf-instagram-nach-followern/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Link, Shareholder und Investor Activism– Rechtsfragen der aktuellen Praxis, ZGR 2021, 904

Lipton/Yaffe-Bellany, Trump's Cryptocurrency Surges to Become One of the World's Most Valuable, The New York Times, 2025
<<https://www.nytimes.com/2025/01/19/us/politics/trump-cryptocurrency-surges.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Lobnik, Finanzinformationen in sozialen Medien - ein unterschätztes Haftungsrisiko? ZFR 2022, 9

Loke Choon Khei, What Token Burns Are, Why Crypto Projects Do It and Why It Benefits Token Prices, 2024 <<https://www.coingecko.com/learn/token-burn>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Luhmann, Die Realität der Massenmedien, Westdeutscher Verlag, Opladen 1995

Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG⁶, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2025

Maume, MiCAR Kommentar, C.H.BECK, München 2025

Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both? European Company and Financial Law Review, 2023 <<https://ssrn.com/abstract=4639010>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Maume/Maute, Rechtshandbuch Kryptowerte, C.H.BECK, München 2020

McCrum, Wirecard: the timeline, Financial Times, 2020 <<https://www.ft.com/content/284fb1ad-ddc0-45df-a075-0709b36868db>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

McCrum/Palma, Executive at Wirecard suspected of using forged contracts, Financial Times, 2019 <<https://www.ft.com/content/03a5e318-2479-11e9-8ce6-5db4543da632>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

McCrum/Palma, Wirecard: inside an accounting scandal, Financial Times, 2019 <<https://www.ft.com/content/d51a012e-1d6f-11e9-b126-46fc3ad87c65>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

McCrum/Palma, Wirecard's law firm found evidence of forgery and false accounts, Financial Times, 2019 <<https://www.ft.com/content/79f23db0-260d-11e9-8ce6-5db4543da632>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

McGregor, Elon Musk's April Fools' tweets were 'not a joking matter,' experts say, The Washington Post, 2018 <<https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2018/04/03/elon-musks-april-fools-tweets-were-not-a-joking-matter-experts-say/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Menn, Facebook removes one of largest QAnon conspiracy groups after false posts, Reuters, 2020 <<https://www.reuters.com/article/us-facebook-qanon-idUSKCN2530H6>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Merwald, Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art 15, 12 MAR – Eine Einführung, JURA 2022, 188

Merwald/Schauer, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop, BKR 2021, 280

Meyer/Veill/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht², C.H.BECK, Wien 2023

Möchel, MEL-Affäre: Atrium muss für frühere Fehler blechen, KURIER, 2025 <<https://kurier.at/wirtschaft/mel-affaere-atrimum-muss-fuer-fehler-aus-vergangenheit-blechen/133.217.342>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Mohr, Das Anleger-Elend mit Wirecard, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2020
<<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/wirecard-anleger-wollen-wegen-ihrer-verluste-klagen-16913910.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Möllers/Schauer, Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021, 1333

Morrow, Dogecoin jumps after Elon Musk replaces Twitter bird with Shiba Inu, CNN Business, 2023
<<https://edition.cnn.com/2023/04/03/investing/dogecoin-elon-musk-twitter/index.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Morrow, Elon Musk tweet fuels frenzied GameStop surge, CNN Business, 2021
<<https://edition.cnn.com/2021/01/26/investing/gamestop-stock-elon-musk-reddit/index.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Morse, Reddit's r/WallStreetBets breaks all-time traffic record as hedge fund bleeds, Mashable, 2021
<<https://www.businessinsider.com/wallstreetbets-fastest-growing-subreddit-hits-58-million-users-2021-1>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Möslein, Finfluencer regulieren? Beck Editorial, 2024
<<https://rsw.beck.de/zeitschriften/rdi/editorial/2024/08/13/finfluencer-regulieren>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Mülbert, Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarktrecht, ZHR 2012, 369

Mülbert/Sajnovits, Short-Seller-Attacken 2.0: der Fall Wirecard, BKR 2019, 313

Müllner/Barrantes/Kovarova-Simecek/Zülch, Finfluencer: Die neuen Finanz-Kommunikatoren auf Social Media, DIR, 2023
<<https://digital-investor-relations.com/finfluencer.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Nagel, Tesla-Chef Musk ist König der Manipulation und wird dafür gefeiert - warum?, Focus Online, 2018
<https://www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/ankuendigung-per-twitter-tesla-chef-musk-ist-koenig-der-manipulation-und-wird-dafuer-gefeiert-warum_id_9387251.html> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Nicoletti/Shen, Trump Memecoin shows limits of Crypto's Democratization Pitch, Bloomberg, 2025,
<<https://www.bloomberg.com/graphics/2025-trump-token-memecoin-crypto-finance/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Öhlinger/Eberhard/Potacs, EU-Recht und staatliches Recht⁸, LexisNexis ARD ORAC, Wien 2023

Oudin/Valbuena, Is Reddit the New Bloomberg Chat? GameStop, Short Sellers and Social Media, Oxford Business Law Blog, 2021

OV, Aktienkurs von Wirecard fällt um 13 Prozent, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2019
<<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/aktienkurs-von-wirecard-faellt-um-13-prozent-16016183.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Aktionärsklage gegen Musk, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2022
<<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/klage-gegen-elon-musk-und-twitter-wegen-marktmanipulation-18063019.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, BaFin bestätigt Verdacht der Kursmanipulation bei Wirecard, Legal Tribune Online, 2025 <<https://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/bafin-gutachten-aussage-marktmanipulation-straftprozess-4kls402js10819422-lg-muenchen-i-wirecard>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Bafin prüft mögliche Marktmanipulation bei Wirecard, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2019 <<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/wirecard-bafin-prueft-moegliche-marktmanipulation-nach-kursabsturz-16017591.html?service=printPreview>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Dogecoin statt Twitter-Logo: Elon Musk verhilft Kryptowährung zu riesigem Kurssprung, Tagesspiegel online, 2023 <<https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/finanzen/hundegesicht-auf-der-startseite-twitter-logo-durch-symbol-von-umstrittener-digitalwahrung-ersetzt-9610121.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Dogecoin stürzt nach Elon Musks "Saturday Night Live"-Auftritt ab, DerStandard online, 2021, <<https://www.derstandard.de/story/2000126505246/dogecoin-stuerzt-nach-elon-musks-saturday-night-live-auftritt-ab>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Ein Tweet, der 1,7 Milliarden Dollar kostet, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2018 <<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/snapchat-tweet-von-kylie-jenner-bringt-aktie-zum-absturz-15463825.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Milliardenklage gegen Musk wegen Kryptowährung Dogecoin ausgeweitet, DerStandard, 2022 <<https://www.derstandard.de/story/2000138906211/milliardenklage-gegen-musk-wegen-kryptowaehrung-dogecoin-ausgeweitet>> (zuletzt abgerufen am 30.11.2025).

OV, Musk verteidigt seine umstrittenen Tweets, Welt online, 2023 <<https://www.welt.de/wirtschaft/article243389767/Prozess-wegen-Marktmanipulation-Musk-verteidigt-umstrittene-Tweets.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Tesla-Anleger scheitern mit Sammelklage gegen Musk, WirtschaftsWoche, 2023 <<https://www.wiwo.de/finanzen/steuern-recht/gericht-tesla-anleger-scheitern-mit-sammelklage-gegen-musk-/28963794.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

OV, Trump's meme coin made nearly \$100 million in trading fees, as small traders lost money, The Economic Times, 2025 <<https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/trumps-meme-coin-made-nearly-100-million-in-trading-fees-as-small-traders-lost-money/articleshow/117887417.cms>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Pachinger/Mayr-Riedler, Verschärfungen im europäischen Kapitalmarktrecht – Das neue Marktmissbrauchsregime, GesRZ 2015, 230

Packard/Peifer, Expertenstatements: Medienmacht und Verantwortung von Social-Media-Plattformen, Universität zu Köln, 2021 <<https://portal.uni-koeln.de/universitaet/aktuell/presseinformationen/detail/expertenstatements-medienmacht-und-verantwortung-von-social-media-plattformen>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Palma/McCrum, Police raid Wirecard's Singapore offices, Financial Times, 2019 <<https://www.ft.com/content/f6e8a58a-2b93-11e9-88a4-c32129756dd8>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Pantaleo/Vianelli, Digital Asset Market Making and MiCAR: In or Out? SSRN Electronic Journal, 2024 <<https://ssrn.com/abstract=4755453>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Park, Kapitalmarktstrafrecht⁶, Nomos, 2024

Peitsmeier, Fünf Verhandlungstage für Markus Braun, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2023 <<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/wirecard-straftprozess-fuenf-verhandlungstage-fuer-markus-braun-18580533.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Peitsmeier, Wirecard stellt Insolvenzantrag, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2020 <<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/wirecard-ist-pleite-zahlungsdienstleister-stellt-insolvenzantrag-16831752.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Perridon/Steiner/Rathgeber, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁸ Vahlen, München 2022

Pichler, US-Präsident Trump endgültig von Twitter gesperrt, DerStandard, 2021, <<https://www.derstandard.at/story/2000123160323/us-praesident-trump-endgueltig-von-twitter-gesperrt>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Posratschnig/ Grünbichler, Meme Stocks und Narrative Economics, ÖBA 2023, 198

Prantner, Praxischeck Influencer:innen, Arbeiterkammer Wien, 2024 <<https://wien.arbeiterkammer.at/beratung/konsumentenschutz/geld/geldanlage/2024-06-KS-Influencerinnen-gesamt-Web-V3.pdf>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise, Wiley-VCH, 2010

Raschner, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 217

Reccius, Die gebrochenen Versprechen des Elon Musk, Handelsblatt, 2018, <<https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/tesla-chef-in-der-kritik-die-gebrochenen-versprechen-des-elon-musk/21136824.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Reiff/Howard/Velasquez, What Does It Mean to Burn Crypto? Practical Applications, Investopedia, 2025 <<https://www.investopedia.com/tech/cryptocurrency-burning-can-it-manage-inflation/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Reuters Institute, Digital News Report, 2022 <[https://reutersinstitute.politics.ox.ac.uk/sites/default/files/2022-06/Digital News-Report 2022.pdf](https://reutersinstitute.politics.ox.ac.uk/sites/default/files/2022-06/Digital%20News%20Report%202022.pdf)> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Röh, Der Gamestop-Coup und das Kapitalmarktrecht, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2021 <<https://www.faz.net/einspruch/turbulenz-am-kapitalmarkt-gamestop-und-das-kapitalmarktrecht-17173123.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Rooney, Much of bitcoin's 2017 boom was market manipulation, research says, CNBC, 2018 <<https://www.cnbc.com/2018/06/13/much-of-bitcoins-2017-boom-was-market-manipulation-researcher-says.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Sajnovits, GameStop im Lichte der MAR, ZGR 2021, 804

Sajnovits, Swarm Trading. Kapitalmarktregulierung im Zeitalter von sozialen Medien und Neo-Brokern in *Korch/Köhler (Hrsg), Schwärme im Recht* (2022), 197

Schrank/Stücklberger/Ewerz, Marktmanipulation durch Statements, Interviews und Tweets, ZWF 2019, 63

Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁵, C.H.BECK, München 2020

Securities and Exchange Commission, Investor Alert: Thinking About Investing in the Latest Hot Stock? Understand the Significant Risks of Short-Term Trading Based on Social Media, 2021 <<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/risks-short-term-trading-based-social-media-investor-alert>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Securities and Exchange Commission, Key Points About Regulation SHO, 2022 <<https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025;

Securities and Exchange Commission, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, 2021 <<https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Seeger/Kost, Influencer Marketing², utb., 2020

Seibt/Buck-Heeb/Harnos, Wertpapierhandelsrecht¹⁷, C.H. BECK, München 2025

Sempelmann, Meinl European Land: Staatsanwaltschaft Wien hat Verfahren eingestellt, trend., 2024 <<https://www.trend.at/unternehmen/meinl-verfahren-eingestellt>>

Serada, Happier than Ever: The Role of Public Sentiment in Cryptocurrencies, Meme Stocks, and NFTs in *Chohan/Van Kerckhoven (Hrsg), Activist Retail Investors and the Future of Financial Markets: Understanding YOLO Capitalism*, 2023, 35 <<https://doi.org/10.4324/9781003351085-4>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Shefrin/Statman, The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance* 1985, 777

Shifman, Memes in Digital Culture, The MIT Press, 2013 <<https://doi.org/10.7551/mitpress/9429.001.0001>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Shiller, Irrational Exuberance², Princeton University Press, 2005 <<https://www.jstor.org/stable/j.ctt7st4s>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Shiller, Narrative Economics: How Stories Go Viral & Drive Major Economic Events, Princeton University Press, 2019 <<https://www.jstor.org/stable/j.ctvdf0jm5>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Sieder, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, Linde, Wien 2019

Sigalos, Dogecoin plunges nearly 30% during Elon Musk's SNL appearance, CNBC, 2021 <<https://www.cnbc.com/2021/05/08/dogecoin-price-plummets-as-elon-musk-hosts-saturday-night-live-.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Slisco, GameStop Stock Closes at \$90, Biggest One-Day Decline In Company's History, Newsweek, 2021 <<https://www.newsweek.com/gamestop-stock-closes-90-biggest-one-day-decline-stocks-history-1566314>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Sorkin/Mattu/Warner/Kessler/de la Merced/Hirsch, The deal maker in chief is back, The New York Times, 2025 <<https://www.nytimes.com/2025/01/20/business/dealbook/trump-president-inauguration-business.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Sortlist, Social-Media-Studie: 1 von 5 Nutzern vertraut Influencern mehr als seinen Bankern oder Ärzten, 2022 <<https://www.sortlist.de/blog/influencer-vertrauen/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Staudacher/Klug, Wie "Finfluencer" das Anlageverhalten junger Menschen beeinflussen, KURIER, 2023 <<https://kurier.at/wirtschaft/wie-finfluencer-das-anlageverhalten-junger-menschen-beeinflussen/402322305>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Stempel, Elon Musk seeks to end \$258 billion Dogecoin lawsuit, Reuters, 2023 <<https://www.reuters.com/legal/elon-musk-seeks-end-258-billion-dogecoin-lawsuit-2023-04-01/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Stempel, Elon Musk, Tesla win dismissal of lawsuit claiming they rigged dogecoin, Reuters, 2024 <<https://www.reuters.com/legal/elon-musk-tesla-win-dismissal-lawsuit-claiming-they-rigged-dogecoin-2024-08-29/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Stempel, Tesla investor sues Musk, claims tweets violate SEC settlement, Reuters, 2021 <<https://www.reuters.com/article/us-tesla-sec-idUSKBN2B42DN>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, Nomos, 2024

Temmel, Praxiskommentar Börsegesetz, LexisNexis ARD ORAC, Wien 2011

Ter Haseborg, Die Story vom Milliardenkonzern, WirtschaftsWoche, 2022 <<https://www.wiwo.de/unternehmen/dienstleister/marktmanipulation-untreue-bandenbetrug-die-story-vom-milliardenkonzern/28850962.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Tett, Meme Mania is reshaping US markets, Financial Times, 2021 <<https://www.ft.com/content/505ce28d-3b46-4f53-8e7e-0262bba11d2e>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Thaler, Sanktionen bei Marktmissbrauch, MANZ, Wien 2014

Thaler/Shefrin, An Economic Theory of Self-Control, Journal of Political Economy 1981, 392 <<https://www.jstor.org/stable/1833317>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Thaller, Influencer Marketing: Begründung und Anforderungen an eine Kennzeichnungspflicht im Rahmen der bisherigen Rechtsprechung, ZIIR 2021, 178

The New York Stock Exchange, Short Selling & Regulation SHO, 2025 <[https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Short Selling and Reg SHO R esource Guide.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Short%20Selling%20and%20Reg%20SHO%20Resource%20Guide.pdf)> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Theurer, Pleite, Pannen und Versager in Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2020 <<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/wirecard-skandal-legt-schwaechen-der-finanzaufsicht-offen-16835598.html#void>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Toman/Hieslmayr, „Kursmanipulation – wann Trump in Österreich strafbar wäre“, Die Presse, 2025 <<https://www.diepresse.com/19577917/kursmanipulation-wann-trump-in-oesterreich-strafbar-waere>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Trudell, Elon Musk jokes that Tesla is bankrupt in April Fools' tweets, Bloomberg News, 2018 <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-01/elon-musk-sends-april-fools-tweets-joking-of-tesla-bankruptcy>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Ukrow, Italien: AGCOM genehmigt neuen Verhaltenskodex für Influencer, MMR-Aktuell 2025, 01435

Veil/Templer, GameStop, Reddit und die Hedgefonds – Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP 2021, 981

Vigna/Osipovich, Bots Are Manipulating Price of Bitcoin in 'Wild West of Crypto', Wall Street Journal, 2018 <<https://www.wsj.com/articles/the-bots-manipulating-bitcoins-price-1538481600>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Von Winand von Petersdorff-Campen/Jung, „Trump wirbt kurz vor der Zollwende für Aktien – durfte er das?“ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2025 <<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/trump-wirbt-kurz-vor-der-zollwende-fuer-aktien-durfte-er-das-110412310.html>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Wallace, GameStop Stock jumps to New Record ,The Wall Street Journal, 2021 <<https://www.wsj.com/articles/gamestop-shares-surge-toward-fresh-record-ahead-of-opening-bell-11611579224>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

We Are Social/ DataReportal/ Meltwater, Anteil der Internetnutzer und der Social-Media-Nutzer an der Gesamtbevölkerung in Österreich im Jahr 2025, Statista <<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/530408/umfrage/internetnutzung-vs-social-media-nutzung-in-oesterreich/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

We Are Social/ DataReportal/ Meltwater, Soziale Medien nach Nutzerzahl in Österreich im Februar 2025 (in Millionen), Statista <<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/528244/umfrage/anzahl-der-aktiven-nutzer-von-sozialen-netzwerken-in-oesterreich/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

We Are Social/ DataReportal/ Meltwater, Tägliche Nutzungsdauer verschiedener Medien in Österreich in den Jahren 2023 und 2024 (in Minuten pro Tag), Statista <<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/436464/umfrage/dauer-der-taeglichen-internetnutzung-in-oesterreich/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

We Are Social/ DataReportal/ Meltwater, Anzahl der Internet- und Social-Media-Nutzer in Österreich im Februar 2025 (in Millionen) in Statista, März 2025 <<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/530394/umfrage/internetnutzer-sowie-social-media-nutzer-in-oesterreich/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Wegner, Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten? BKR 2021, 181

Wegner, Gamestop-Spekulation an der Börse: Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch? LTO, 2023 <<https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Weidlinger, Digital Services Act: Haftung sehr großer Online-Plattformen für Inhalte Dritter, ecolex 2023, 186

Wiener Börse, Aktienumsätze im November 2024 auf stabilem Niveau, 2024 <<https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/aktienumsaetze-112024/>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Wilfinger, Verbraucherschutz durch Kapitalmarktaufsicht, Verlag Österreich, Wien 2020

Wirtschaftskammer Österreich, Social Media erfolgreich nutzen (April 2020), <<https://www.wko.at/oe/digitalisierung/wko-guide-social-media.pdf>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Wittenstein, Elon Musk tweeted 'Use Signal.' Investors plowed into the wrong one, BNN Bloomberg, 2021 <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-11/musk-sowed-ticker-confusion-sends-medical-device-maker-up-5-100>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Yerushalmy, 'The first Twitter-fuelled bank run': how social media compounded SVB's collapse, The Guardian, 2023 <<https://www.theguardian.com/business/2023/mar/16/the-first-twitter-fuelled-bank-run-how-social-media-compounded-svbs-collapse>> zuletzt abgerufen am 30.11.2025

Zeder, Neue Strafbestimmungen gegen Marktmissbrauch im Börsegesetz, JSt 2017, 125

Zülch/Schramm, Die Chancen digitaler IR-Kommunikation, 2023

BGH 13.12.2011, XI ZR 51/10

BVwG 11.09.2017, W204 2142343/10001

BVwG 20.07.2016, W148 2014666-1/32E, W148 2014743-1/30E

EuGH 16. 3. 2000, C-395/96, (*Compagnie Maritime Belge Transports*)

EuGH C-445/09 (*IMC Securities*)

EuGH C-6/72, (*Continental Can*)

EuGH C-628/13 (*Lafonta*)

EuGH verb Rs C-387/02, C-391/02 und C-403/02 (*Berlusconi*),

LG München I, Az. 4 KLs 402Js 108194/22

OGH 11 Os 176/77

OGH 14 Os 20/96

OGH 4 Ob 239/14x

OLG Stuttgart 22.04.2009, 20 Kap 1/08

VwGH 24.02.2014, 2012/17/0003

VwGH 26.05.2014 2010/17/0123

VwGH 27.04.2017, Ro 2016/02/0020.

VwGH 28.03.2011, 2010/17/0175

VwGH 29.04.2014, 17 0148/2012

VwGH 29.04.2014, 2012/17/0148

Abstract (deutsch)

Gegenstand der vorliegenden Dissertation ist die rechtliche Analyse marktmanipulativer Verhaltensweisen im digitalen Umfeld, insbesondere im Kontext sozialer Medien. Im Zentrum steht die Frage, welche Bedeutung diese neuen Kommunikationsformen für die bestehenden Regelungsrahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch mit Finanzinstrumenten und Kryptowerten haben. Ausgangspunkt ist die Frage, inwiefern digitale Kommunikationsformen, insbesondere Postings, Memes und Anlagetipps, geeignet sind, Marktpreise zu beeinflussen und die klassischen Tatbestände der Marktmanipulation zu verwirklichen. Ferner werden Verhaltensweisen, die auf sozialen Medien in jüngster Zeit zunehmend beobachtbar sind, wie etwa über Onlineforen koordiniertes Kaufverhalten und schwarmartige Handelsdynamiken, und deren Einordnung unter die bestehenden Regime geprüft. Methodisch stützt sich die Arbeit auf eine dogmatische Analyse der einschlägigen unionsrechtlichen Vorgaben, ergänzt durch eine systematische Auswertung ausgewählter, praxisrelevanter Fälle. Einen besonderen Schwerpunkt bildet dabei die Analyse der Ereignisse rund um die Causa GameStop im Lichte der Marktmissbrauchsverordnung. Die Ergebnisse der Arbeit werden zudem um aktuelle Erkenntnisse der Verhaltensökonomik und relevante technologische Aspekte vertieft. Diese interdisziplinäre Herangehensweise ermöglicht es, sowohl die rechtlichen Strukturen als auch die sozialen und technischen Funktionsmechanismen digitaler Marktkommunikation abzubilden.

Die Untersuchung zeigt, dass marktmanipulative Aktivitäten in sozialen Medien keineswegs außerhalb des bestehenden Rechtsrahmens stattfinden. Vielmehr können digitale Verhaltensformen, je nach Ausprägung, Reichweite und Marktbezug, regelmäßig unter die bestehenden Tatbegehungsvarianten der Marktmanipulation subsumiert werden. Gleichzeitig werden regulatorische Herausforderungen sichtbar, etwa in Bezug auf die Abgrenzung zwischen zulässiger Meinungsäußerung und manipulativer Einflussnahme, die Bewertung der Verlässlichkeit digitaler Informationsquellen sowie die Erfassung von durch soziale Medien verstärkten Herdeneffekten und im Kollektiv auftretenden Kleinanlegern.

Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass eine grundlegende materielle Erweiterung der Manipulationstatbestände derzeit nicht geboten erscheint. Effektiver erscheint vielmehr eine Weiterentwicklung und Stärkung der Aufsichtspraxis, insbesondere durch verbesserte technologische Marktüberwachung, stärkerer Nutzung von Analysetools und ein vertieftes Verständnis der kommunikativen Mechanismen sozialer Medien.

Abstract (english)

This thesis examines manipulative market practices in digital environments, with a particular focus on social media. At its core, the study explores the implications of these new forms of communication for the existing regulatory frameworks designed to prevent market abuse involving financial instruments and crypto-assets. The analysis begins by assessing the extent to which certain forms of communication on social media, especially posts, memes, and investment tips, are capable of influencing market prices and to which extent they can fall under the traditional categories of market manipulation. It further considers behavioral patterns increasingly taking place on social media, such as coordinated purchasing activity in online forums and herd-like trading dynamics, and evaluates their classification under the current regulatory regimes.

Methodologically, this thesis is based on an analysis of the relevant EU-law provisions, complemented by a systematic examination of practice-relevant case studies. A particular emphasis is placed on the GameStop case, assessing the relevant events in light of the Market Abuse Regulation. The findings are accompanied by insights from behavioral economics as well as relevant technological developments. This interdisciplinary approach enables a comprehensive understanding of both the legal structures and the social and technical mechanisms shaping communication on social media and their influence on market dynamics.

This thesis further demonstrates that market-manipulative activities on social media do not occur outside the existing regulatory framework. Rather, depending on form, reach, and market relevance, potentially market manipulative behaviors could regularly fall under the established categories of market manipulation. At the same time, the analysis reveals significant regulatory challenges, including the distinction between permissible opinion and manipulative influence, the reliability of digital sources of information, and the detection of social-media-driven herd effects and collective retail-investor behavior.

The dissertation concludes that a fundamental material expansion of the manipulation offences is not presently warranted. Instead, enhancing supervisory practice appears more effective, particularly through improved technological market monitoring, greater use of analytical tools, and a deeper understanding of the communicative mechanisms inherent to social media.