

Privilegien und Grenzen der freien Presse im Rahmen der Finanzmarktberichterstattung

Baaske, Mark G. R.*

ZUSAMMENFASSUNG

Journalisten leisten eine unabdingbare Informations- und Kontrollfunktion für die internationalen Kapitalmärkte. Dabei stehen ihre journalistischen Beiträge in einem Spannungsfeld zwischen Presse- und Meinungsfreiheit auf der einen sowie kapitalmarktrechtlichen Verhaltensvorschriften auf der anderen Seite. Dieser Beitrag versucht sich an der Auflösung dieser Konfliktlage. Dabei wird insbesondere die Übertragung anerkannter Grundsätze des Presserechts auf die Finanzmarktberichterstattung diskutiert. Den Journalisten kommt dabei im Ergebnis eine weitreichende Privilegierung zu, die allerdings insbesondere dort Einschränkungen erfährt, wo irreführende oder unrichtige Informationen verbreitet werden.

Keywords Finanzmarktberichterstattung, Pressefreiheit, Presserecht, Kapitalmarktcommunication, Unternehmensberichterstattung, Finanzkommunikation

A. Einleitung

Journalisten nehmen nicht nur in der politischen Auseinandersetzung eine zentrale Rolle ein, sondern sind auch in der Wirtschaftswelt nicht mehr wegzudenken. Jüngst im Wirecard-Fall erwiesen sich Journalisten dort als wirksames Kontrollorgan, wo Wirtschaftsprüfer und Aufsichtsbehörden versagt haben.¹ Mit einem entsprechenden Einfluss gehen indes auch zwangsläufig Gefahren für die Marktintegrität einher. Mit diesem Beitrag sollen zentrale Probleme der Finanzmarktberichterstattung im Lichte des Marktmissbrauchsrechts dargestellt werden, wobei insbesondere auch auf die Unterschiede zwischen der Berichterstattung in den klassischen Medien bzw. auf sozialen Medien eingegangen wird. Dieser Beitrag beschränkt sich dabei auf die Untersuchung des Verbots der Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c) i. V. m. Art. 10 der Market Abuse Regulation² (MAR) (B.) sowie des Verbots der Marktmanipulation gem. Art. 15 i. V. m. Art. 12 MAR (C.) als kapitalmarktrechtliche Schranken journalistischer Arbeit. Diese sollen im Folgenden erörtert werden. Im Anschluss folgt ein Fazit (D.).

B. Das Verbot der Offenlegung

Im Rahmen journalistischer Tätigkeiten ist das Problem des Verbots der Offenlegung von Insiderinformationen insbesondere dann von Bedeutung, wenn Journalisten nicht-öffentliche Informationen durch Recherchen oder die Inanspruchnahme von - ggf. unternehmensinternen - Quellen in Erfahrung bringen. Zur Erläuterung dieses Problems soll zunächst die Verzahnung des Kapitalmarktrechts mit der Presse- und Meinungsfreiheit in Bezug auf klassische (I.) und im Anschluss in Bezug auf soziale Medien (II.) erläutert werden.

I. Offenlegung über die klassischen Medien

Die Veröffentlichung einer Insiderinformation³ über die Presse setzt zunächst eine Offenlegung voraus. Gem. Art. 10 Abs. 1 MAR muss dafür einer anderen Person die Kenntnisnahme ermöglicht werden.⁴ Grundsätzlich ist unerheblich, ob die Rezipienten wissen, dass es sich um

eine Insiderinformation handelt.⁵ Wird durch die Veröffentlichung eine breite Kapitalmarktöffentlichkeit angesprochen, so verliert die Information ihren Insidercharakter im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR.⁶ Damit läge dann bereits keine tatbestandliche Offenlegung vor. Eine breite Kapitalmarktöffentlichkeit meint, die allgemeine Anlegeröffentlichkeit, die über den Kreis professioneller Marktteilnehmer hinausgeht und sämtliche Anleger des Kapitalmarktes umfasst.⁷ Dieses breite Anlegerpublikum wird bei Berichterstattung in bundesweiten Zeitungen mit

*Der Autor ist Student der Rechtswissenschaft an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main sowie Studentische Hilfskraft am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht (Prof. Dr. Katja Langenbacher).



Attribution 4.0 International (CC BY 4.0)

Zitieren als: Baaske, M. (2023). Privilegien und Grenzen der freien Presse im Rahmen der Finanzmarktberichterstattung, *FraLR* 1(1), 33-38. DOI: 10.21248/gups.72199

¹Vgl. allgemein zur Causa Wirecard: Langenbacher, *EuZW* 2020, 681; Steiger, *CCZ* 2021, 12; Thurow, *BC* 2020, 200.

²Die Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dient der Bekämpfung von marktschädigendem Verhalten. Mit ihrem Inkrafttreten wurde das Marktmissbrauchsrecht in der EU weitgehend vollharmonisiert.

³Legaldefinition in Art. 7 MAR, zum Begriff vgl. Hilgendorf/Kusche in *Park KapMarktStrafR*, Art. 7 MAR Rn. 17 ff.; Langenbacher (2022), *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, 5. Aufl., § 15 Rn. 15 ff.

⁴Klöhn, in *Klöhn MAR*, Art. 10 Rn. 24; Poelzig in *EBJS HGB*, Art. 8-14 MAR Rn. 45 f.

⁵Kumpan in *Hopt HGB*, Art. 10 MAR Rn. 4; Poelzig in *EBJS HGB* Art. 8-14 MAR Rn. 48.

⁶Hopt/Kumpan in *Ellenberger/Bunte BankR-Hdb*, § 86 Rn. 53; Poelzig in *EBJS HGB* Art. 8-14 MAR Rn. 45.

⁷Klöhn in *Klöhn MAR*, Art. 7 Rn. 126; Kumpan/Misterek in *Schwark/Zimmer KMRK*, Art. 7 MAR Rn. 102; Poelzig in *EBJS HGB* Art. 7 MAR Rn. 17; Poelzig (2021), *Kapitalmarktrecht*, 2. Aufl., § 14 Rn. 381.

hoher Auflage erreicht.⁸ Auch bei weniger auflagenstarken, aber auf Finanznachrichten spezialisierten Zeitungen werden die relevanten Marktteilnehmer erreicht.⁹ Anders sieht es dagegen bei regionalen bzw. lokalen Medien aus. Hier wird eine entsprechende Öffentlichkeit regelmäßig nicht erreicht, sodass eine tatbestandliche Offenlegung vorliegt.¹⁰ Das gilt selbst dann, wenn das Regional- bzw. Lokalmedium theoretisch auch andernorts bezogen werden kann, zB durch Veröffentlichung auf einer Website, da ein breites Anlegerpublikum regelmäßig keinen Anlass hat, dieses Medium zu rezipieren.¹¹ Ebenfalls vom Tatbestand der Offenlegung umfasst ist eine Weitergabe der Insiderinformation innerhalb der Redaktion,¹² da hier denkbare Weise keine breite Öffentlichkeit erreicht wird.

Bejaht man eine Offenlegung tatbestandlich, so ist diese grundsätzlich gem. Art. 10 Abs. 1 MAR unrechtmäßig. Eine Ausnahme besteht, wenn die Offenlegung im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufes erfolgt. Nach der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung des EuGH ist diese Ausnahme vom Verbot eng auszulegen und nur dann einschlägig, wenn die Weitergabe der Information unerlässlich für die Ausübung der Tätigkeit ist und sofern der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz gewahrt wird.¹³ Dabei modifiziert das Kriterium der Unerlässlichkeit der Offenlegung die Erforderlichkeitsprüfung und ist in diese einzubetten.¹⁴ Diese nach dem alten Recht ergangene Entscheidung bleibt auch mit Inkrafttreten der MAR aufgrund des nahezu identischen Wortlautes von Art. 10 MAR und Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie¹⁵ weiter anwendbar.¹⁶ Im Folgenden soll die Unrechtmäßigkeit der Offenlegung für die oben aufgeworfenen Fallgruppen eruiert werden.

1. Veröffentlichung in einem Regional- bzw. Lokalmedium
Bei einer Veröffentlichung von Insiderinformationen in einem Regional- bzw. Lokalmedium kann als legitimes Ziel einer Offenlegung problemlos die Verbreitung von Informationen angenommen werden. Dabei entspricht die Veröffentlichung den Anforderungen an die Geeignetheit.

Erfolgt die Veröffentlichung durch einen Journalisten, so ist diese auch unerlässlich, um das Ziel der Informationsverbreitung erreichen zu können. Dem Journalisten wird es darauf ankommen, gerade in einer Zeitung seiner Wahl zu veröffentlichen, was ihm im Rahmen seiner journalistischen Freiheit auch zugestanden werden muss¹⁷. Regelmäßig wird er sogar vertraglich zur Publikation in einem bestimmten Medium verpflichtet sein. Die gesteigerten Anforderungen an die Erforderlichkeit, welche durch die *Grøngaard & Bang*-Entscheidung des EuGH statuiert werden, stellen folglich keine Hürden dar.

Im Rahmen der Angemessenheitsprüfung gilt es eine ausgewogene Abwägung zwischen Informationseindämmungsinteresse und Offenlegungsinteresse vorzunehmen.¹⁸ Bedeutung erlangt insoweit der Art. 21 MAR, der Journalisten bei der Weitergabe oder Verbreitung von Informationen in den Medien privilegiert, sofern diese oder eine nahestehende Person keinen Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung ziehen oder mit Irreführungsabsicht handeln. Ist Art. 21 MAR nicht aus vorgenannten Gründen

ausgeschlossen, so sind zugunsten des Journalisten insbesondere die Meinungs- und Pressefreiheit gem. Art. 10 EMRK bzw. Art. 11 GRCh zu berücksichtigen.¹⁹ Durch eine Veröffentlichung in einem Regional- bzw. Lokalmedium wird, wie oben bereits dargestellt, keine ausreichende Kapitalmarktöffentlichkeit erzeugt. Insbesondere besteht die Gefahr, dass einzelne Marktteilnehmer Kenntnis von einer Insiderinformation bekommen und darauf gestützt einen Handel abschließen. Je auflagenschwächer und je geographisch beschränkter eine Zeitung ist, desto größer ist diese Gefahr.

Allerdings muss beachtet werden, dass die Insiderinformation bereits an das Medium gelangt ist und damit den Machtbereich des Unternehmens verlassen hat. Damit besteht ein sog. *Leak*, bei welchem nicht ausgeschlossen werden kann, dass noch weitere Personen Kenntnis von der Information haben. Dies wiederum steigert abstrakt die Gefahr, dass ein auf diese Information gestützter Handel durchgeführt wird.²⁰ Aus diesem Grund kann eine Offenlegung durch ein Regional- bzw. Lokalmedium, trotz tatbestandlicher Offenlegung, durchaus der Integrität des Marktes dienen. Sollte die Insiderinformation veröffentlicht werden, so wird diese auch von anderen Medien oder im Internet rezipiert werden,²¹ sodass zumindest nach einer gewissen Zeit die notwendige Öffentlichkeit erreicht wird.

In jedem Fall darf das Gewicht der Pressefreiheit, als für die freiheitlich-demokratische Grundordnung konstitutives Grundrecht,²² nicht unterschätzt werden. Von der

⁸Krause in Meyer/Veil/Rönnau MarktmissbrauchsR-Hdb, 1. Aufl. 2018, § 6 Rn. 89; Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 7 MAR Rn. 113; Poelzig, § 14 Rn. 381.

⁹Klöhn in Klöhn MAR, Art. 7 Rn. 135; Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 7 MAR Rn. 113.

¹⁰Hopt/Kumpan in Ellenberger/Bunte BankR-Hdb, § 86 Rn. 53; Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 7 MAR Rn. 113.

¹¹Klöhn in Klöhn MAR, Art. 7 Rn. 135; Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 7 MAR Rn. 113.

¹²Klöhn in Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 207; Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 91.

¹³EuGH v. 22.11.2005 – Rs. C-384/02 ECLI: EU:C:2005:708 – *Grøngaard und Bang*, Rn. 34.

¹⁴Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 36.

¹⁵Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte.

¹⁶Klöhn in Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 72; Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 24; Schäfer in Marsch-Barner/Schäfer Hdb börsennotierte AG, Rn. 14.48; Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG, Art. 10 MAR Rn. 21; aA Zetzsche, NZG 2015, 817 (819 f.).

¹⁷Die Art und Weise der Veröffentlichung ist durch Art. 10 EMRK geschützt, vgl. Grabenwarter/Pabel (2021), Europäische Menschenrechtskonvention, 7. Aufl., § 23 Rn. 7.

¹⁸Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 41; Klöhn in Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 81.

¹⁹Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 1; Langenbucher, § 16 Rn. 21.

²⁰So bereits zum alten Recht: Schröder, NJW 2009, 465 (467).

²¹Klöhn in Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 216; Schröder, NJW 2009, 465 (467); Sturm, ZBB 2010, 20 (31).

²²EGMR (GK) v. 20.05.1999 – Nr. 21980/93 ECLI:CE:ECHR:1999:0520JUD002198093 – *Bladet Tromsø u. Stensaas*, Rn. 59; BVerfGE 10, 118 (121); 107, 299 (329); 117, 244 (258); *Mensching in Karpenstein/Mayer EMRK*, Art. 10 Rn. 13; *Schulze-Fieltz in Dreier GG*, Art. 5 Abs. 1, 2 Rn. 43 f.

Pressefreiheit umfasst sind sämtliche Aspekte der Presse-tätigkeit, insbesondere die Veröffentlichung von Berichten.²³ Ein grundsätzliches Verbot der Veröffentlichung würde einen schwerwiegenden und kaum zu rechtfertigenden Eingriff in die Pressefreiheit darstellen. Eine parallele Wertung ergibt sich hinsichtlich der Meinungsfreiheit.²⁴

Neben der Meinungs- und Pressefreiheit gem. Art. 10 EMRK bzw. Art. 11 GRCh, die über Art. 21 MAR zu berücksichtigen sind, ist für die Abwägung jeder Nutzensgewinn des Offenlegenden für die Bestimmung des Offenlegungsinteresses heranzuziehen.²⁵ Nähme man einen Vorrang der Kapitalmarktintegrität an, so dürfte ein Regional- oder Lokalmedium, das bspw. einen brisanten Unternehmensskandal aufdeckt, diesen nicht veröffentlichen und somit nicht von den Früchten seiner Arbeit profitieren.²⁶ Bei auflagenstarken Zeitungen, die bundesweit gelesen werden, wäre eine Veröffentlichung dagegen zulässig, da bereits keine tatbestandliche Offenlegung vorliegt.²⁷ Die Annahme der Unrechtmäßigkeit der Offenlegung durch Regional- bzw. Lokalmedien hätte eine Privilegierung großer Medienhäuser zur Folge.²⁸ Dies führt zu einer Beeinträchtigung des freien Wettbewerbs, zulasten der kleineren Verlage.²⁹ Auch kann für die Rezipienten eines Regional- bzw. Lokalmediums ein gesteigertes Interesse an der Berichterstattung bestehen, insbesondere, wenn es sich um ein lokal ansässiges Unternehmen handelt.³⁰ Vor diesem Hintergrund ist es nicht zu rechtfertigen, eine Veröffentlichung nur in bundesweiten Medien zu erlauben. Im Ergebnis ist dem Interesse an der Veröffentlichung der Vorrang einzuräumen. Damit wäre eine Veröffentlichung durch Regional- oder Lokalmedien angemessen und im Ergebnis rechtmäßig.

2. *Offenlegung innerhalb der Redaktion* Bei der Offenlegung innerhalb einer Redaktion ist die Ermöglichung der Zusammenarbeit und der professionelle Austausch als legitimes Ziel anzusehen, welches durch die Offenlegung in geeigneter Weise erreicht wird. Anders kann es im Rahmen der Erforderlichkeit, insbesondere hinsichtlich der Unerlässlichkeit, aussehen. In der Literatur wird das Kriterium der Unerlässlichkeit bei Weitergabe in der Redaktion als gewahrt angesehen.³¹ Dies wird vor allem darauf gestützt, dass die Offenlegung in Ausübung einer beruflichen Tätigkeit erfolgt.³² Auch wird angeführt, dass der Verbleib der Information innerhalb der Redaktion durch das Redaktionsgeheimnis geschützt ist.³³ Dem ist grundsätzlich zuzustimmen, wenn auch nicht in dieser Pauschalität. Ob die Weitergabe innerhalb der Redaktion zwingend für die konkrete Tätigkeit ist, muss im Einzelfall entschieden werden. Im Rahmen der journalistischen Arbeit wird eine Rücksprache mit dem Chefredakteur, der das Gesamtkonzept der Zeitung zu verantworten hat, regelmäßig unerlässlich und damit zulässig sein.³⁴ Ebenfalls muss es zulässig sein, Kritik und Expertise von Kollegen aus der Fachredaktion einzuholen.³⁵ Bei Mitarbeitern, die nicht an dem Artikel mitwirken und auch fachlich nicht zu dem Artikel beitragen können, scheint es dagegen wenig einleuchtend, weshalb die Offenlegung der Informationen ihnen gegenüber zulässig sein soll.³⁶ Sinn und Zweck von Art. 10 MAR ist es gerade, den Kreis der Insider möglichst gering zu halten.³⁷ Auch der Verweis auf das Redaktionsgeheimnis mag insofern nicht überzeugen. Durch eine Offenlegung der Insiderinformation

wächst das Risiko, dass eine darauf gestützte Transaktion ausgeführt wird. Dass den Journalisten mit dem Redaktionsgeheimnis Abwehrmaßnahmen gegenüber dem Staat zukommen,³⁸ ändert nichts an dem Zuwachs des Risikos durch die Offenlegung. Aus diesen Gründen sprechen die besseren Gründe dafür, die Offenlegung innerhalb der Redaktion nur auf *Need-to-know*-Basis zu ermöglichen. Die Bejahung der Erforderlichkeit hängt insofern vom Einzelfall ab. Liegt Erforderlichkeit vor, wird man im Rahmen der Angemessenheit erneut, mit den oben angeführten Gründen,³⁹ der Pressefreiheit den Vorzug geben müssen, sodass eine Offenlegung zulässig wäre.

3. *Zwischenergebnis* Im Zuge einer Veröffentlichung von Insiderinformationen durch die klassischen Medien ist regelmäßig unter Berücksichtigung der Pressefreiheit von einer rechtmäßigen Offenlegung auszugehen.

II. Offenlegung über soziale Medien

Durch die Veröffentlichung über soziale Medien wird die Insiderinformation weitergegeben. Eine damit einhergehende Erreichung einer breiten Kapitalmarktöffentlichkeit – und somit den Verlust der Insiderqualität im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR – lehnt die herrschende Auffassung ab.⁴⁰ Dies wird vornehmlich darauf gestützt, dass registrierte Nutzer exklusiv bzw. zumindest früher

²³Mensing in Karpenstein/Mayer EMRK, Art. 10 Rn. 15; der Schutzbereich des Art. 10 EMRK ist dabei identisch zu Art. 5 GG, vgl. insofern auch BVerfGE 10, 118 (121); Grabenwarter in Dürig/Herzog/Scholz GG, Art. 5 Abs. 1, 2 Rn. 271 f.; Schemmer in BeckOK GG, Art. 5 Rn. 44.

²⁴Schröder, NJW 2009, 465 (466 f.); vgl. allgemein Klöhn in Klöhn MAR, Art. 21 Rn. 42 ff.; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 22 ff.

²⁵Klöhn in Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 83 ff.; Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 42.

²⁶Cloppenburg/Kruse, WM 2007, 1109 (1114 f.); Schröder, NJW 2009, 465 (467).

²⁷Siehe oben, B.I.

²⁸Eine derartige Privilegierung würde zudem zu einer Monopolisierung der Finanzmarktberichterstattung führen, was ebenfalls der Pressefreiheit widerstrebt, vgl. BVerfGE 97, 228 (258); Schröder, NJW 2009, 465 (467).

²⁹Ähnlich auch Schröder, NJW 2009, 465 (467).

³⁰Cloppenburg/Kruse, WM 2007 1109 (1114).

³¹Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 91.

³²Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 91.

³³Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 91.

³⁴Schröder, NJW 2009, 465 (467).

³⁵Schröder, NJW 2009, 465 (468).

³⁶So i. E. auch Schröder, NJW 2009, 465 (468).

³⁷Klöhn in Klöhn MAR, Art. 10 Rn. 13; Meyer in Meyer/Veil/Rönnau MarktmissbrauchsR-Hdb, 1. Aufl. 2018, § 8 Rn. 1.

³⁸Zur Reichweite des Redaktionsgeheimnisses siehe BVerfGE 20, 162 (216 ff.).

³⁹Siehe oben B.I.1.

⁴⁰Klöhn in Klöhn MAR, Art. 7 Rn. 138; Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 94; Meyer in Meyer/Veil/Rönnau MarktmissbrauchsR-Hdb, 1. Aufl. 2018, § 8 Rn. 58; Mayer-Uellner, NZG 2013, 1052 (1055); Poelzig, § 14 Rn. 382; so auch die europäische Aufsichtsbehörde vgl. ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28. September 2015, Rn. 188, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455-_-final_report_mar_ts.pdf (zuletzt aufgerufen am 13.01.2023); aA Pananis in MüKo StGB, § 119 WpHG Rn. 184 Fn. 621; Kuntz, ZHR 183 (2019), 190 (220 f.).

informiert werden als nicht registrierte Nutzer.⁴¹ Hier ist aber zu beachten, dass sich ähnliche Konstellationen auch bei klassischen Medien ergeben können. Auch Beiträge in den klassischen Medien stehen unter Umständen nur Personen offen, welche die entsprechende Zeitung abonniert haben.⁴² Zudem mag ein Leser, der eine Zeitung abonniert hat, über die korrespondierende App früher benachrichtigt werden als ein Leser, der die Zeitung rein physisch bezieht. Ist man bereit, kleine Abstriche bei der gleichzeitigen Verbreitung der Information als in der Praxis zwingend zu akzeptieren, kann auch eine Veröffentlichung über soziale Medien unter diesem Gesichtspunkt nicht per se ausgeschlossen werden.

Ein weiteres Argument, welches gegen die Möglichkeit einer kapitalmarktöffentlichen Verbreitung über soziale Medien angeführt wird, ist, dass es keinen hinreichenden Anreiz für das breite Anlegerpublikum gibt, die Beiträge in sozialen Medien kontinuierlich abzurufen.⁴³ Dem kann nicht vollumfänglich zugestimmt werden. Insbesondere, wenn das Anlegerpublikum informiert wurde, dass über ein bestimmtes soziales Netzwerk regelmäßig entsprechende Informationen verbreitet werden, wäre der erforderliche Anreiz geschaffen.⁴⁴ Dies wird man aber nur bei der Veröffentlichung durch das betroffene Unternehmen selbst annehmen können,⁴⁵ nicht dagegen bei Journalisten. Letztere sind nicht in der Lage eine regelmäßige Veröffentlichung sicherzustellen, veröffentlichen sie doch allenfalls sporadisch ihre erlangten Informationen. Somit ist ein Erreichen der Kapitalmarktöffentlichkeit bei einer Veröffentlichung in den sozialen Medien, entgegen der herrschenden Meinung, zwar nicht generell ausgeschlossen. Bei journalistischen Beiträgen auf den sozialen Medien ist indes von einer tatbestandlichen Offenlegung auszugehen.

Liegt eine tatbestandliche Offenlegung vor, so ergibt sich auch hier wieder die Frage, inwiefern diese rechtmäßig ist. Es kommt gem. Art. 10 Abs. 1 MAR erneut darauf an, ob eine Offenlegung unerlässlich für die Ausübung einer Tätigkeit bzw. eines Berufes ist. Oft wird auf Kanälen in sozialen Netzwerken von großen Verlagshäusern und Fernsehsendern nur auf einen Artikel bzw. Beitrag auf der eigenen Website verwiesen, sodass die Offenlegung bereits durch diesen erfolgt ist und im Zweifelsfall bereits dadurch die Kapitalmarktöffentlichkeit hergestellt wurde. Eine Mitteilung, die auf soziale Medien beschränkt ist, wird dagegen selten der Fall sein. Da die Art der Veröffentlichung aber ebenfalls von der Pressefreiheit gedeckt ist,⁴⁶ muss es Journalisten offenstehen, auch exklusiv über soziale Medien zu veröffentlichen, sodass die Erforderlichkeit gegeben ist. Im Rahmen der Angemessenheit ist schließlich, wie bei einer Offenlegung durch die klassischen Medien, grundsätzlich der Pressefreiheit der Vorrang einzuräumen.

C. Das Verbot der Marktmanipulation

Im Rahmen journalistischer Tätigkeiten ist ebenfalls das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 15 MAR i. V. m. Art. 12 MAR relevant. Sofern falsche Informationen über die Medien verbreitet werden, ist insbesondere Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR einschlägig. Im Folgenden soll die Auswirkung einer etwaigen Marktmanipulation

durch die klassischen Medien (I.) sowie über soziale Medien (II.) diskutiert werden.

I. Marktmanipulation über die klassischen Medien

Zunächst muss geklärt werden, inwiefern über die klassischen Medien gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen werden kann. Hierzu werden der objektive und subjektive Tatbestand der Marktmanipulation erörtert und sodann das Journalistenprivileg thematisiert.

1. *Objektiver Tatbestand* Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR verlangt im objektiven Tatbestand die Verbreitung einer Information mit Manipulationspotenzial. Aufgrund der weiten Auslegung des Begriffs der Information,⁴⁷ ist deren Vorliegen regelmäßig anzunehmen. Weiterhin müsste die Information die Eignung zur Markt Täuschung bzw. Kursmanipulation besitzen. Dies soll vorliegend unterstellt werden, auch wenn es hier natürlich auf den Einzelfall ankommt. Nähere Beachtung verdient dagegen das Kriterium der Verbreitung. Für das Vorliegen einer Verbreitung ist erforderlich, dass eine gewisse Breitenwirkung erzielt wird, also eine größere Personenanzahl die Möglichkeit zur Einsichtnahme hat.⁴⁸ Eine feste Grenze an zu erreichenden Personen ist der MAR nicht zu entnehmen, vielmehr hängt es vom jeweiligen Einzelfall ab, ob eine Verbreitung i. S. d. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR vorliegt. Dabei ist insbesondere auf die Liquidität des Marktes für das betroffene Handelsinstrument und dessen Beobachtung durch Analysten abzustellen.⁴⁹ Entscheidend ist, ob die Veröffentlichung genügt, um das Risiko der Beeinflussung des Marktpreises zu begründen.⁵⁰

Dies ist bei der Veröffentlichung in größeren, überregionalen Medien unproblematisch der Fall.⁵¹ Selbiges gilt für

⁴¹Böse/Jansen in Schwark/Zimmer KMRK, § 119 WpHG Rn. 40; Diversy/Köpfer in Graf/Jäger/Wittig Wirtschafts- und SteuerstrafR, § 38 WpHG Rn. 136; Kumpan/Grütze in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 10 MAR Rn. 94.

⁴²Kuntz, ZHR 183 (2019), 190 (216 ff.).

⁴³Kumpan/Misterek in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 7 MAR Rn. 114 f.; vgl. auch Krause in Meyer/Veil/Rönnau MarktmissbrauchsR-Hdb, 1. Aufl. 2018, § 6 Rn. 91.

⁴⁴Unter diesen Voraussetzungen wird eine Verbreitung von Insiderinformationen über soziale Medien im US-amerikanischen Recht akzeptiert, vgl. SEC Release No. 69279, abrufbar unter: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf> (zuletzt aufgerufen am 13.01.2023).

⁴⁵Ob darin zugleich eine den Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR genügende Ad-hoc-Mitteilung liegt, ist eine gesonderte Frage, vgl. Kuntz, ZHR 183 (2019), 190 (221 f.); für einen Gleichlauf von Art. 7 Abs. 1 lit. a) und 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR freilich mit gegenteiligem Ergebnis von der hier vertretenen Auffassung aber Klöhn, ZHR 180 (2016), 707, (714 ff., 728).

⁴⁶Cornils in BeckOK InfoMedienR, Art. 10 EMRK Rn. 26; Schulze-Fielitz, in Dreier GG, Art. 5 Abs. 1, 2 Rn. 95.

⁴⁷Vgl. Poelzig in EBS HGB, Art. 12 MAR Rn. 34; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 12 MAR Rn. 85.

⁴⁸Schmolke in Klöhn MAR, Art. 12 Rn. 247; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 12 MAR Rn. 86; für Verbreitung uU bereits bei Erreichung einer Person s. Teigelack in Meyer/Veil/Rönnau MarktmissbrauchsR-Hdb, 1. Aufl. 2018, § 13 Rn. 25.

⁴⁹Schmolke in Klöhn MAR, Art. 12 Rn. 248; Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 12 MAR Rn. 86.

⁵⁰Schmolke in Klöhn MAR, Art. 12 Rn. 248.

⁵¹Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 15; Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2243).

Veröffentlichungen in Börsen- oder Finanzmedien.⁵² Eine Veröffentlichung in einem Regional- oder Lokalmedium wird dagegen regelmäßig nicht genügen, um eine tatbestandliche Verbreitung zu begründen.⁵³

2. *Subjektiver Tatbestand* Am problematischsten ist schließlich das subjektive Element. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR verlangt Wissen oder Wissenmüssen in Bezug auf die Unrichtigkeit oder das Potenzial zur Irreführung der Informationen. Der Tatbestand des Wissens in Form von positiver Kenntnis ist unproblematisch gegeben, wenn ein Journalist wissentlich falsche Informationen über die Medien verbreitet. Wann ein Wissenmüssen seitens eines Journalisten angenommen werden kann, hat bisher keine große Beachtung innerhalb der Praxis und der Literatur gefunden. Im Folgenden soll versucht werden, einen Lösungsansatz zu entwickeln.

Bei dem Tatbestand des Wissenmüssen ist auf den Haftungsmaßstab der Fahrlässigkeit abzustellen.⁵⁴ Grundsätzlich kommt es im Rahmen von Art. 12 MAR darauf an, was eine normale und verständige Person in der konkreten Situation hätte wissen müssen.⁵⁵ Da die konkrete Situation maßgeblich ist, spricht viel dafür, für die Bestimmung des Sorgfaltsmaßstabes berufliche Sonderpflichten heranzuziehen und festzustellen, wie ein durchschnittlicher Journalist gehandelt hätte. Dieser müsste aufgrund von Fahrlässigkeit in Unkenntnis geblieben sein, wobei Fahrlässigkeit einen Verstoß gegen Sorgfaltspflichten verlangt⁵⁶. Als Quellen der Sorgfaltspflichten kommen insbesondere gesetzlich normierte Vorschriften⁵⁷ sowie anerkannte Regeln eines Berufsstandes in Betracht⁵⁸. Im Hinblick auf Rechtsvorschriften unterliegen die Journalisten den Landespressegetzen, hinsichtlich der anerkannten Berufs- und Standesvorschriften ist insbesondere der Pressekodex⁵⁹ des Deutschen Presserats zu nennen. Letzterem haben sich nach Angaben des Deutschen Presserats die Mehrzahl der deutschen Verlage verpflichtet.⁶⁰ Ziff. 1 des Pressekodex normiert die Wahrheitspflicht als oberstes Gebot der Presse, während Ziff. 2 des Pressekodex als Ausfluss des Wahrheitsgebots die Sorgfaltspflicht statuiert. Letztere schreibt insbesondere vor, sorgfältig und gründlich zu recherchieren und Informationen auf ihren Wahrheitsgehalt hin zu überprüfen. Ähnliche Anforderungen stellen auch die Landespressegesetze.⁶¹

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie umfangreich die Recherche des Journalisten sein muss. Bei potentiell ehrverletzenden oder rufschädigenden Äußerungen von Journalisten ist anerkannt, die Sorgfaltspflicht des Journalisten anhand einer Güterabwägung zwischen der Pressefreiheit und den Rechten betroffener Dritter zu bestimmen,⁶² wobei insbesondere das öffentliche Interesse an einer Information zugunsten der Pressefreiheit streitet.⁶³ Darauf aufbauend lässt sich die erforderliche Sorgfalt im Rahmen von Finanzmarktberichterstattung anhand einer Güterabwägung von Pressefreiheit und Marktintegrität bestimmen. Bei sehr kurserheblichen Meldungen ist damit eine erhöhte Sorgfaltspflicht zu fordern.

Gerade brisante und aktuelle Nachrichten müssen allerdings im Sinne einer funktionierenden und informativen Presse zügig veröffentlicht werden dürfen. Folglich darf es keine starren Anforderungen an den zu betreibenden Rechercheaufwand geben.⁶⁴ Vielmehr wird man von

dem Journalisten denjenigen Rechercheaufwand verlangen können, welcher gemessen an den Umständen zumutbar ist.⁶⁵ Muss der Artikel sehr kurzfristig veröffentlicht werden, wird sich die Recherchepflicht auf einen oberflächlichen „Fact-Check“ beschränken dürfen. Bei groß angelegten, investigativen Artikeln, die über mehrere Wochen oder Monate vorbereitet werden, darf entsprechend eine tiefergehende Überprüfung erwartet werden. Von einer erhöhten Prüfungspflicht ist ebenfalls auszugehen, wenn dem Journalisten offensichtliche Widersprüche oder Ungereimtheiten auffallen oder seine Informationen auf einer unsicheren Quelle beruhen.⁶⁶ Hier ist im Sinne der

⁵²Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 15; Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2243).

⁵³Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 15; Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2243); zum alten Recht bereits Cloppenburg/Kruse, WM 2007, 1109 (1113).

⁵⁴Zimmer/Bator in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 12 MAR Rn. 94; Schmolke in Klöhn MAR, Art. 12 Rn. 269; Schmolke, AG 2016, 434 (443); für ein Abstellen auf Leichtfertigkeit dagegen Buck-Heeb (2022), Kapitalmarktrecht, 12. Aufl., § 7 Rn. 691.

⁵⁵Schmolke in Klöhn MAR, Art. 12 Rn. 270.

⁵⁶BGHSt 3, 203 (203 f.); BGH NJW 2000, 2754 (2758); Kudlich in BeckOK StGB, § 15 Rn. 35; Sternberg-Lieben/Schuster in Schönke/Schröder StGB, § 15 Rn. 121.

⁵⁷BGHSt 4, 182 (185); 49, 1 (5); Fischer StGB, 69. Aufl. 2022, § 15 Rn. 26; Kudlich in BeckOK StGB, § 15 Rn. 39 f.

⁵⁸Kudlich in BeckOK StGB, § 15 Rn. 41; Heger in Lackner/Kühl/Heger StGB, § 15 Rn. 39; Sternberg-Lieben/Schuster in Schönke/Schröder StGB, § 15 Rn. 135.

⁵⁹<https://www.presserat.de/pressekodex.html> (zuletzt aufgerufen am 13.01.2023), insofern sind auch die vom Deutschen Presserat erlassenen Konkretisierungen im Rahmen von Finanzmarktberichterstattung zu beachten.

⁶⁰<https://www.presserat.de/pressekodex.html> (zuletzt aufgerufen am 13.01.2023).

⁶¹Vgl. § 3 Abs. 2 BayPrG; § 6 BbgPG; § 3 Abs. 2 BlnPrG; § 6 Hamburgisches PresseG; § 6 LPresseG BW; § 6 LPresseG NRW; § 5 LPresseG SH; § 5 LPrG M-V; § 6 NPresseG; § 6 PresseG Bremen; § 5 PresseG Sachsen-Anhalt; § 5 SächsPresseG; § 6 Abs. 2 Saarländisches MedienG; § 5 Thüringer PresseG.

⁶²EGMR v. 14.02.2008 – Nr. 36207/03 ECLI:CE:ECHR:2008:0214JUD003620703 – Rumyana Ivanova, Rn. 64; EGMR v. 26.07.2011 – Nr. 41262/05 ECLI:CE:ECHR:2011:0726JUD004126205 – Ringier Axel Springer Slovakia, Rn. 97 ff.; BGH GRUR 1969, 147 (149); Soehring/Hoene in Soehring/Hoene Presserecht, Rn. 2.18 ff.; Steffen in Löffler PresseR, § 6 LPG Rn. 163; Weberling in Ricker/Weberling Presserecht-Hdb, § 39 Rn. 7.

⁶³EGMR v. 12.06.2007 – Nr. 32558/03 ECLI:CE:ECHR:2007:0612JUD003255803 – Flux (Nr. 3), Rn. 24; EGMR v. 12.05.2008 – Nr. 17294/04 ECLI:CE:ECHR:2008:0212JUD001729404 – Flux (Nr. 4), Rn. 33; EGMR v. 01.10.2008 – Nr. 17343/04 ECLI:CE:ECHR:2008:0701JUD001734304 – Flux (Nr. 5), Rn. 22.

⁶⁴EGMR v. 02.10.2012 – Nr. 5126/05 ECLI:CE:ECHR:2012:1002JUD000512605 – Yordanova u. Toshev, Rn. 49; BGH NJW 1977, 1288 (1289); Weberling in Ricker/Weberling Presserecht-Hdb, § 39 Rn. 7; vgl. auch BVerfG NJW 1980, 2072 (2073).

⁶⁵EGMR v. 19.10.2017 – Nr. 35030/13 ECLI:CE:ECHR:2017:1019JUD003503013 – Droemer Knauer, Rn. 45; BVerfG NJW 2004, 589; Steffen in Löffler PresseR, § 6 LPG Rn. 160, 162 ff.; Soehring/Hoene in Soehring/Hoene Presserecht, Rn. 2.16.

⁶⁶EGMR (GK) v. 17.12.2004 – Nr. 49017/99 ECLI:CE:ECHR:2004:1217JUD004901799 – Pedersen u. Baadsgaard, Rn. 78; EGMR v. 07.05.2002 – Nr. 46311/99 ECLI:CE:ECHR:2002:0507JUD004631199 – McVicar, Rn. 84.

Wahrheitspflicht zu erwarten, dass Zweifel ausgeräumt werden, bevor eine Veröffentlichung stattfindet.

Verstößt ein Journalist gegen die vorgenannten Sorgfaltsanforderungen, so ist dem Journalisten Fahrlässigkeit und damit Wissenmüssen vorzuwerfen. Etwas anderes ergibt sich nur, wenn auch die Einhaltung der Sorgfaltspflichten, nach den Grundsätzen des rechtmäßigen Alternativverhaltens,⁶⁷ nicht dazu führt, dass das Manipulationspotenzial einer Information hätte erkannt werden können.

3. *Das Journalistenprivileg des Art. 21 MAR* Anders als bei Art. 10 MAR, wonach das Journalistenprivileg dogmatisch in die Verhältnismäßigkeitsprüfung eingebettet werden kann, gibt es keinen entsprechenden Anknüpfungspunkt für die Marktmanipulation. Vielmehr ist die, in Art. 21 MAR, verankerte Privilegierung im Anschluss an die Tatbestandsmerkmale des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR zu prüfen.⁶⁸ Vorsätzliches Handeln schließt die Privilegierung des Art. 21 lit. b) MAR von vornherein aus, sodass ein Verstoß gegen Art. 15 i. V. m. Art. 12 Abs. 1 lit. c) zu bejahen ist.⁶⁹ Auch wenn der Journalist oder eine nahestehende Person Gewinne oder Vorteile aus der Veröffentlichung zieht, scheidet eine Privilegierung gem. Art. 21 lit. a) MAR aus. Im Übrigen muss gem. Art. 21 MAR zwischen dem Interesse des Journalisten an der Veröffentlichung auf der einen Seite und dem Interesse an der Erhaltung der Kapitalmarktintegrität auf der anderen Seite abgewogen werden.⁷⁰ Anders als bei der Offenlegung von Insiderinformationen geht es im Rahmen des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR nicht lediglich um die Veröffentlichung von Informationen, was insofern den Kernbereich journalistischer Arbeit darstellt, sondern um die Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen. Hier ist regelmäßig dem Interesse an der Kapitalmarktintegrität der Vorrang einzuräumen. Dafür spricht bereits, dass bei der Abwägung gem. Art. 21 MAR nicht nur die Pressefreiheit, sondern auch die journalistischen Berufs- und Standesregeln, einschließlich der Sorgfaltspflicht, Berücksichtigung finden. Missachtet der Journalist diese Vorgaben und entsteht dadurch eine erhebliche Beeinträchtigung des Kapitalmarktes, so muss ihm der Schutz des Journalistenprivilegs versagt werden. Ein Verstoß gegen Art. 15 i. V. m. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR läge somit vor.

II. Marktmanipulation über soziale Medien

Die Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen über soziale Medien ist ebenso von Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR erfasst wie eine Verbreitung in den klassischen Medien. Eine Verbreitung kann nur angenommen werden, sofern der Verbreitende über genügend Reichweite auf den jeweiligen Plattformen verfügt.⁷¹ Im Übrigen können die obigen Ausführungen zur Marktmanipulation durch die klassischen Medien übertragen werden.

D. Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Presse- und Meinungsfreiheit im Rahmen der Offenlegung eine weitgehende Privilegierung der Journalisten mit sich bringt und Veröffentlichungen von Insiderinformationen regelmäßig erlaubt. Dabei ist eine Veröffentlichung über die

sozialen Medien gleichsam geschützt wie eine Veröffentlichung über die klassischen Medienformate. Das Interesse an der Marktintegrität muss insoweit zurücktreten. Die Untersuchungen zur Marktmanipulation zeigen allerdings, dass die Ausübung einer journalistischen Tätigkeit nicht per se vor einem Verstoß gegen das Marktmissbrauchsrecht schützt. Gerade wenn es nicht mehr um das bloße Veröffentlichen von Informationen geht, sondern irreführende und manipulative Inhalte im Spiel sind, müssen Journalisten gründlich recherchieren und Informationen prüfen, um die an sie gestellten Sorgfaltsanforderungen zu erfüllen.

⁶⁷Vgl. allgemein BGHSt 11, 1 (7); BGHSt 30, 228 (230); Heger in Lackner/Kühl/Heger StGB, § 15 Rn. 41.

⁶⁸Klöhn in Klöhn MAR, Art. 21 Rn. 41; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 30; Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2246).

⁶⁹Klöhn in Klöhn MAR, Art. 21 Rn. 34 f.; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 20.

⁷⁰Klöhn in Klöhn MAR, Art. 21 Rn. 42; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer KMRK, Art. 21 MAR Rn. 22.

⁷¹Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241 (2243).