

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Einleitung, Forschungsfragen und Gang der Untersuchung	27
I) Problemdarstellung	27
II) Forschungsfragen und Gang der Untersuchung	28
III) Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	33
IV) Forschungsstand	34
A Grundlagen sozialer Netzwerke	36
I) Grundlagen und Begriff	36
1.) Betrachtete Plattformen	39
a) Facebook	40
(i) Grundlegende Funktionsweise	41
(ii) Nutzer und Nutzergruppen	43
(iii) Geschäftsmodell	45
(iv) Modell der Datenverarbeitung aus Nutzersicht	46
(v) Kritik	47
b) Twitter	48
(i) Grundlegende Funktionsweise	48
(ii) Nutzer und Nutzergruppen	50
(iii) Geschäftsmodell	52
(iv) Modell der Datenverarbeitung aus Nutzersicht	52
(v) Kritik	53
2.) Weitere Social-Media-Plattformen	54
II) Bedeutung sozialer Netzwerke für den Kapitalmarkt: Beispiele und Relevanz	56
1.) Reed Hastings – Netflix	59
2.) Elon Musk – Tesla, Inc.	60

<b>B Anlegerschutz und Informationseffizienz: rechtliche und ökonomische Bedeutung der Informationen für den Kapitalmarkt</b>	<b>65</b>
I) Bedeutung und Funktion des Kapitalmarkts unter besonderer Berücksichtigung der Informationsfunktion	65
1.) Die Information	67
a) Die Information als Schuldnerpflicht: Information setzt ein Informationsbedürfnis voraus	67
b) Push- und Pull-Pflichten zur Informationen der Aktionäre	77
2.) Der Kapitalmarkt – von Informationsasymmetrien geprägt	78
a) Kapitalmarkt in Deutschland	81
b) Kapitalmarkt in den USA	85
3.) Die Funktionen des Kapitalmarkts im Überblick	86
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit	86
b) Operationelle Funktionsfähigkeit	87
c) Allokative Funktionsfähigkeit	88
II) Publizitätsverpflichtungen und Investor Relations	89
1.) Offenlegungspflichten als Mittel zum Abbau von Informationsasymmetrien	89
a) Überblick zu Publikationsverpflichtungen	89
b) Die Ad-hoc-Publizität als Form der anlassbezogenen Sekundärmarktpublizität	91
2.) Investor Relations im Allgemeinen	93
3.) Soziale Netzwerke als Mittel der (freiwilligen) Publizität	97
III) Ökonomische Bedeutung der Information für den Kapitalmarkt	98
1.) Die Efficient Capital Markets Hypothesis (ECMH)	98
a) Allgemeine Darstellung	98
(i) Die schwache Informationseffizienz (weak form)	101
(ii) Die mittelstrenge Informationseffizienz (semi-strong form)	101
(iii) Die strenge Informationseffizienz (strong form)	102
b) Bewertung	103
2.) Informationseffizienz der Kapitalmärkte	104
a) Informationseffizienz an deutschen und europäischen Kapitalmärkten	106
(i) Hinweise des Gesetzgebers	106

(ii) Auffassung der Literatur zur Informationseffizienz	107
(iii) Zusammenfassung	110
b) Informationseffizienz am US-Kapitalmarkt	112
(i) Auffassungen zum Grad der Informationseffizienz	112
(ii) Auffassung der Rechtsprechung I, Basic, Inc. v. Levinson	113
(iii) Auffassung der Rechtsprechung II, Halliburton v. Erica P. John Fund	115
(iv) Kern der FOMT	118
(v) Stellungnahme	121
3.) Behavioral Finance	122
4.) Ökonomischer Nutzen einer Kommunikation über soziale Netzwerke	126
a) Allgemeine Betrachtung: Informationskosten, Agenturkosten und information overload	126
b) Nutzen sozialer Medien	127
5.) Zusammenfassende Betrachtung: Konsequenzen der Informationseffizienz für die Zulassung neuer Publikationsformen	130
 C Veröffentlichung kapitalmarktrelevanter Mitteilungen in sozialen Netzwerken	133
I) Insiderhandel: Überblick und Grundlagen	134
1.) Dogmatische und historische Grundlagen	134
2.) Insiderbegriff	139
3.) Insiderhandlungen	141
4.) Die Insiderinformation	142
a) Emittent	143
b) Informationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen	143
c) Vorliegen einer präzisen Information	145
(i) Allgemeine Darstellung	145
(ii) Problemkreise durch soziale Netzwerke – exemplarische Betrachtung	151
d) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	155
(i) Maßstab der Information: der verständige Anleger	156
(ii) Eignung zur Kursbeeinflussung	157

(iii) Erheblichkeit der Kursbeeinflussung	158
<b>5.) Die nicht öffentliche Bekanntheit</b>	<b>160</b>
a) Darstellung der Konzepte der anzusprechenden Öffentlichkeit	161
(i) Publikation und Publikum im Allgemeinen	162
(ii) Bereichsöffentlichkeit	163
(iii) Überwiegende Öffentlichkeit – breites Anlegerpublikum	166
(iv) Streitstand	167
(v) Stellungnahme	171
b) Kasuistik und Kriterien	173
(i) Massenmedien	173
(ii) Übersendung an Betreiber der „elektronischen Nachrichtenvermittlungssysteme“	175
(iii) Bekanntgabe an Redaktionen und Nachrichtenagenturen	178
(iv) Tageszeitung	179
(v) Onlinenewsportale	185
(vi) Regional- und Lokalmedien	187
(vii) Rundfunk- und Fernsehsendungen	189
(viii) Gerichtsverhandlungen	191
(ix) Hauptversammlung	192
(x) Pressekonferenzen, Fachkongresse, Fachgespräch, Festvorträge, Analystenkonferenzen	194
(xi) Regelpublizität	195
(xii) Ereignisse im öffentlichen Raum	196
(xiii) Publikation im Ausland	198
(xiv) Internetseite	198
c) Stellungnahme und zusammenfassende Darstellung von Kriterien aus der Kasuistik	203
<b>II) Die Herstellung der öffentlichen Bekanntheit über soziale Netzwerke</b>	<b>205</b>
1.) Einordnung des Tatbestandsmerkmals „nicht öffentlich bekannt durch die BaFin“	206
a) Emittentenleitfaden der BaFin	206
b) Vergleich der Wortlaute des BaFin Emittentenleitfadens 4. Auflage (2013) und des Entwurfs des Moduls C 2019 im Konsultationsverfahren	207

c) Entwurf 2019 – Konsultation 14/2019 – „Konsultation des neuen Moduls C des Emittentenleitfadens – Regelungen aufgrund der Marktmisbrauchsverordnung (MAR)“	209
d) Endfassung des Modul C (März 2020)	210
2.) ESMA, europäische Grundlagen und nationale Konkretisierungen	213
a) Anforderungen einer „appropriate disclosure of inside information“	213
(i) MAR	213
(ii) ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation	214
(iii) Transparenzrichtlinie	217
(iv) Auffassung der ESMA zur Veröffentlichung über soziale Netzwerke	218
(v) DurchführungsVO EU 2016/1055	220
b) Nationale Konkretisierung: WpAV (WpAIV a. F.) – Veröffentlichung in europaweit verbreiteten Medien	222
3.) Einordnung des Tatbestandsmerkmals „nicht öffentlich bekannt“ in Bezug auf soziale Netzwerke durch die Literatur	223
a) Auffassungen im Zeitraum bis zum 3. Juli 2016 (WpHG)	224
b) Auffassungen im Zeitraum ab dem 3. Juli 2016 (MAR)	226
4.) Zwischenergebnis und Stellungnahme	233
III) Einordnung einer Ad-hoc-Publizität über soziale Netzwerke	234
1.) Nichtdiskriminierend	235
2.) Zeitgleich in der europäischen Union	236
3.) Unentgeltlich	239
4.) Medienbündel	240
5.) Aktive Verbreitung	242
6.) Gewährleistung eines schnellen Zugangs	243
7.) Übermittlung an das Unternehmensregister (§ 26 Abs. 1 WpHG, § 8b HGB)	244
8.) Form der Ad-hoc-Mitteilung	245
9.) Zusammenfassung	246

IV) Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 a) MAR zu Art. 7 Abs. 1 UA 2 MAR	247
1.) Rechtliche Einordnung	247
a) Zum Gleichlauf von Art. 17 Abs. 1 MAR zu Art. 7 MAR	247
b) Historischer Seitenblick – § 13 WpHG und § 15 WpHG	250
c) Die unterlassene Publikation nach Art. 17 I MAR – ein victimless crime?	250
2.) Wesen einer Wissensorganisationspflicht	255
a) Rechtliche Einordnung der Wissensorganisationspflicht	256
b) Stellungnahme und Bedeutung für soziale Netzwerke	259
3.) Praktische Betrachtung	261
4.) Exkurs: Veröffentlichungen von Insiderinformationen betreffend den Energiegroßhandelsmarkt (REMIT)	262
a) Rechtsgrundlage	262
b) Umsetzung einer effektiven Verbreitung	264
c) Stellungnahme	266
5.) Bewertung	266
a) Kein eigenmächtiges Informationsverhalten	266
b) Soziale Netzwerke im Lichte von Art. 17 und Art. 7 MAR	269
V) Rechtsfolgefragen einer Veröffentlichung nicht öffentlich bekannter Informationen über soziale Netzwerke	271
1.) Handelt es sich um eine unterlassene Veröffentlichung einer Ad-hoc-Nachricht gem. Art. 17 MAR?	272
2.) Handelt es sich bei einer unterlassenen Veröffentlichung um eine Marktmanipulation gem. Art. Art. 12 Abs. 1, Abs. 15 MAR?	274
a) Marktmanipulation im Allgemeinen	274
b) Marktmanipulation durch Unterlassen	275
c) Informationsgestützte Marktmanipulation	277
(i) Allgemeine Darstellung	277
(ii) Verbreitung von Informationen	278
(iii) Informationsgestützte Marktmanipulation im klassischen Sinne durch Dritte	281

3.) Handelt es sich um eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gem. Art. 14 c) i. V. m. Art. 10 MAR?	283
a) Allgemeine Darstellung der Rechtslage	283
b) Bezugnahme auf soziale Netzwerke	287
c) Weitergabe durch Journalisten	289
4.) Handelt es sich um einen Verstoß gegen das Empfehlungs- und Verleitungsverbot (Art. 14 b, Art. 8 Abs. 2 MAR; § 14 I Nr. 3 WpHG a. F.)?	290
a) Allgemeine Darstellung der Rechtslage	290
b) Bezugnahme auf soziale Netzwerke	293
5.) Handelt es sich um Insiderhandel gem. Art. 14 a) MAR?	294
a) Vorsatz	296
b) Tatbestands- und Verbotsirrtum §§ 16, 17 StGB	299
c) Leichtfertigkeit	300
d) Stellungnahme	302
VI) Sanktionierungen	305
1.) §§ 119, 120 WpHG	305
a) Allgemeine Darstellung	305
b) Ahndung eines Verstoßes gegen Art. 17 MAR	306
2.) Verwaltungsrechtliche Sanktionen der BaFin	308
3.) §§ 97, 98 WpHG: Anspruchsgrundlage für Schadenersatz	308
a) Allgemeine Rechtsgrundlage	308
b) Umfang des Schadens und maßgeblicher Zeitraum	311
c) Kann die Exculpation gelingen? Ist eine Wissensorganisation ausreichend?	313
d) Zusammenfassende Gedanken	315
4.) § 400 AktG	317
5.) § 823 BGB	317
6.) § 826 BGB	318
D Rechtsvergleichende Betrachtung: USA	319
I) Grundlagen der US-amerikanischen Kapitalmarktpublizität	320
1.) Disclosure Philosophy	320
2.) Entwicklung des US-Kapitalmarktrechts	322
a) Von den Blue-Sky-Laws zum SA (1933) und SEA (1934)	322
b) Sarbanes-Oxley-Act	324
3.) Publikationsobliegenheiten	324
a) Regelpublizität	325

b) Anlassbezogene Publizität	326
(i) Disclosure – Publizitätsanforderungen und Umsetzung durch „Form 8 K“	328
(ii) Materiality I – Substantial likelihood-Test	329
(iii) Materiality II – „Reasonable Investor“	332
4.) Publikationsanforderungen der Regulation Fair Disclosure (2000)	333
a) Hintergrund der Reg. FD	333
b) Zentrale Regelungen der Reg. FD	336
c) „nonpublic information“	338
(i) „public-access“-Approach – Texas Gulf Spulphur (1968); Faberge Inc. (1973)	339
(ii) United States v. LIBERA (1993) u. a.– „market price“-Approach	341
(iii) US-Ansätze vs. Deutscher Bereichs- und überwiegender Öffentlichkeit	343
d) Zulässige Verbreitung	344
(i) Anforderungen an die Verbreitung und das SEC-Modell	344
(ii) Einzelfall – shareholder meeting	345
(iii) Zusammenfassung der Kriterien der SEC	346
5.) Insider Trading – Theorien zum Insiderrecht	347
a) Disclose-or-abstain-rule – Equal-Access	347
b) Fiduciary Duty Theorie	352
c) Misappropriation-Theorie	354
d) Scienter – Vorsatzerfordernis	359
e) „Possession or use“ – Besitz oder aktive Nutzung der Informationen	361
6.) Rule 10b-5 als zentrale Grundlage der Marktmisbrauchsbekämpfung	362
II) Zulässigkeit einer Publikation über soziale Netzwerke	365
1.) 2008: Guidance on Use of Company Websites to Disseminate Information to Investors – Zulässigkeit der Nutzung von Websites	366
a) Recognized channel of distribution	367
b) Dissemination	369
c) Reasonble waiting period	370
2.) 2010/2012: SEC Enforcement	371
a) Allgemeine Darstellung	371

b) SEC-Ermittlungen zu WebMediaBrands – Alan Meckler (2010)	373
c) @TheOldCFO (2012)	374
3.) 2013: „Reg. SocM.“ – Untersuchungen der SEC zu Reed Hastings (2013)	374
a) Allgemeine Betrachtung	374
b) Netflix-Sachverhalt	375
c) Wells Notice und Aufnahme der Ermittlungen – 6. Dezember 2012	376
d) SEC Release No. 69279, 2. April 2013: Report of Investigating Pursuant to Section 21(a) of the Securities and Exchange Act of 1934: Netflix, Inc. and Reed Hastings	376
e) Materiality	378
f) Ergebnis des SEC-Reports: Anwendbarkeit für soziale Netzwerke	379
g) Kriterien der SEC	380
h) Kritik in den USA an der SEC-Lösung	381
i) Stellungnahme	382
4.) Künftige Problemlage und aktuelle Diskussion	384
III) Einordnung der Marktmanipulation über soziale Netzwerke am Beispiel „ <i>Elon Musk/Tesla Inc.</i> “	387
1.) SEC vs. Tesla Inc.	388
a) Sachverhalt	388
b) Darstellung der SEC-Lösung	390
c) Class action	391
2.) Verstoß gegen die Einigung – weitere Vorwürfe und Ausblick	392
IV) Zusammenfassung und Ausblick	394
1.) Rechtsvergleichende Betrachtung	394
2.) Ausblick – Gamestop, Reddit & Co. – neue Felder der Marktmanipulation?	398
E Kriterien zur Beurteilung der öffentlichen Bekanntheit von Informationen über soziale Netzwerke	401
I) Plattformbezogene und allgemeine Kriterien	402
1.) Anerkannte Publikationsform	402
a) Allgemeine Bewertung und Abgleich mit Kasuistik	402
(i) Die Macht der Gewohnheit: Einführende Betrachtung und Kasuistik	402

(ii) Kritik	403
(iii) Informationsquellen am Kapitalmarkt	404
(iv) Abgleich USA: Recognized Channel und Schritte dahin	405
(v) Übertragbarkeit auf deutsches Recht	406
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	409
(i) Nutzerzahlen	410
(ii) Informationsverhalten am Kapitalmarkt	411
(iii) Indiz: Verified Account	413
(iv) Nutzung sozialer Netzwerke durch Vorstände	415
(v) Stellungnahme und zusammenfassende Gedanken	419
2.) Vertrauen und Güte der Berichterstattung	420
a) Allgemeine Bewertung	420
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	422
3.) Diskriminierungsfrei: Verfügbarkeit	424
a) Allgemeine Bewertung	424
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	425
(i) Internetanbindung in Deutschland	425
(ii) Zumutbarkeit der Internetnutzung	426
c) Exkurs: EU-Prospektverordnung: Entfall der Zeitungspublizität	427
4.) Diskriminierungsfreie und aktive Verbreitung der Information: technische Begrenzung des Informationszugangs (Algorithmus)	428
a) Allgemeine Bewertung	428
(i) Datenschutzbedenken und Wunsch nach Anonymität als Hinderungsgrund	429
(ii) Auswahl der einzelnen Profile zur Nutzung	430
(iii) Soziale Netzwerke in Form von Push-Mitteilungen	431
b) Twitter-Algorithmus	433
(i) Funktionsweise	434
(ii) Stellungnahme	435
c) Facebook-Algorithmus	436
(i) Funktionsweise	436
(ii) Stellungnahme	437
d) Vergleichende Betrachtung und Stellungnahme: Twitter- und Facebook-Algorithmus	438

5.) Finanzielle Hürden des Zugangs	439
a) Allgemeine Bewertung	439
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	442
6.) Gewährleistung eines schnellen Zugangs in der gesamten Europäischen Union	442
a) Allgemeine Bewertung	442
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	443
II) Fallbezogene Kriterien	444
1.) Auffindbarkeit und Sichtbarkeit der Informationen	445
a) Allgemeine Bewertung	445
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	446
2.) Inhaltliche Beurteilbarkeit der Information	448
a) Allgemeine Bewertung	448
(i) Wesentlichkeit und Relevanz	448
(ii) Qualität der Sprache	449
(iii) Ökonomischer Aspekt	451
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	451
3.) Grad der Reichweite und Verbreitung	453
a) Allgemeine Bewertung	453
b) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	454
4.) Zeitpunkt der Veröffentlichung (nicht zur Unzeit)	462
a) Verstreichen einer Wartezeit	462
(i) Allgemeine Bewertung: USA	462
(ii) Allgemeine Bewertung: MAR	464
b) Allgemeine Bewertung des Zeitpunkts der Veröffentlichung	466
c) Abgleich mit Kasuistik	469
d) Stellungnahme im Hinblick auf soziale Netzwerke	469
III) Zusammenfassende Betrachtung der Kriterien	470
 F Empfehlungen, Ausblick und Zusammenfassung	472
I) Compliance-Empfehlungen zur Dokumentation und Schulung innerhalb des Unternehmens	472
1.) Einbeziehung in ein allgemeines Compliance-Management	472
a) Allgemeine Erwägungen	472
b) Bedeutung für soziale Netzwerke	475
2.) Schulung und „Awareness“	477
3.) Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR – Dokumentationsinhalte einer Publikation	480

II) Zusammenfassung in Thesen	484
III) Ausblick	489
Literaturverzeichnis	493