

JAN SEHORZ

# Finfluencing

*Schriften zum  
Recht der Digitalisierung*  
59

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Victoria Ibold, Florian Möslein,  
Sebastian Omlor und Martin Will

59





Jan Sehorz

# Finfluencing

Die aufsichtsrechtliche Einordnung  
des Phänomens der Finanz-Influencer

Mohr Siebeck

*Jan Sehorz*, geboren 1993, Studium der Rechtswissenschaft an der Goethe-Universität Frankfurt am Main; 2021 Erste Juristische Prüfung, 2026 Promotion, Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Professur für Bürgerliches Recht, Finanzmarktregulierung, Bank- und Währungsrecht an der Goethe-Universität Frankfurt a.M.; Rechtsreferendar am Landgericht Frankfurt am Main.

orcid.org/0009-0004-8850-0268

D 30

ISBN 978-3-16-200768-1 / eISBN 978-3-16-200769-8

DOI 10.1628/978-3-16-200769-8

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2026 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier. Satz: Laupp & Göbel, Gomaringen.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland  
[www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com), [info@mohrsiebeck.com](mailto:info@mohrsiebeck.com)

*Meinem Vater*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2025/2026 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen und verteidigt. Literatur und Rechtsprechung wurden bis März 2026 berücksichtigt.

Zuvorderst danke ich meiner Doktormutter, Frau Prof. Dr. Katja Langenbacher, für eine von besonderer Herzlichkeit und einem engen Austausch geprägte Betreuung während des gesamten Zeitraums meiner Promotion. Ihre fachliche Expertise hat mir gleichermaßen imponiert wie mich ihre Begeisterung für regulatorisch bedeutsame Phänomene der Neuzeit zu dieser Arbeit inspiriert hat. Zugleich danke ich Herrn Prof. Dr. Roland Broemel herzlich für die rasche Übernahme und Erstellung des Zweitgutachtens. Mein aufrichtiger Dank gebührt weiter Herrn Prof. Dr. Tobias Tröger, LL.M. (Harvard) für die bereitwillige Übernahme des Vorsitzes in der Prüfungskommission.

Daneben möchte ich mich bei einigen Freunden und Kollegen bedanken, die mich während der Promotionszeit begleitet haben, insbesondere bei meinem geschätzten Freund und Kollegen Dr. Felix-Julius Konow. Nicht zuletzt wegen der von besonderem Vertrauen geprägten, stets humorvollen Zusammenarbeit wird mir die gemeinsame Zeit am Lehrstuhl als besonderes Privileg in Erinnerung bleiben. Auch meinen ehemaligen Lehrstuhlkollegen Dr. Philipp Tilk sowie Dr. Maximilian Beilner danke ich für ein jederzeit freundschaftliches Miteinander, das noch über die Grenzen des Lehrstuhls hinausreicht.

Mein größter Dank gilt jedoch meiner Familie. Meiner Mutter Claudia, die mir in jeder Lebenslage eine Stütze im Leben war und ist, meiner Schwester Tamara, die mir in vielerlei Hinsicht ein Vorbild ist und zuletzt meinem Vater Volker, ohne dessen Förderung und Zutrauen ich diesen Weg nicht bis hierhin beschritten hätte. Seinen Anteil an meinem Lebensweg werde ich insbesondere vor dem Hintergrund für immer zu schätzen wissen, dass ich den letzten Teil des Weges bis zur Fertigstellung dieser Arbeit ohne ihn gehen musste. Meinem verstorbenen Vater soll diese Arbeit im stillen Gedenken gewidmet sein.





## Inhaltsübersicht

|                                                                                   |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Vorwort . . . . .                                                                 | VII |
| Inhaltsverzeichnis . . . . .                                                      | XI  |
| <br>                                                                              |     |
| Einführung in die Untersuchung . . . . .                                          | 1   |
| <i>A. Anlass der Untersuchung</i> . . . . .                                       | 2   |
| <i>B. Gegenstand der Untersuchung</i> . . . . .                                   | 4   |
| <i>C. Gang der Untersuchung</i> . . . . .                                         | 7   |
| <br>                                                                              |     |
| Erstes Kapitel: Sozialwissenschaftliche Grundlegung . . . . .                     | 9   |
| <i>A. Das Phänomen der Finanz-Meinungsführer</i> . . . . .                        | 9   |
| <i>B. Das Phänomen der Finanz-Influencer</i> . . . . .                            | 18  |
| <i>C. Finanz-Influencer als neuer Typus</i> . . . . .                             | 62  |
| <br>                                                                              |     |
| Zweites Kapitel: Rechtswissenschaftliche Grundlegung . . . . .                    | 65  |
| <i>A. Finanz-Influencer im regulatorischen Graubereich</i> . . . . .              | 65  |
| <i>B. Die Regulierung von Finanz-Meinungsführern als Ausgangspunkt</i> . . . . .  | 82  |
| <i>C. Finanz-Influencer im finanzaufsichtsrechtlichen Spannungsfeld</i> . . . . . | 119 |
| <br>                                                                              |     |
| Drittes Kapitel: Aufsichtsrechtliche Einordnung . . . . .                         | 127 |
| <i>A. Finanz-Influencer und Empfehlungsleistungen</i> . . . . .                   | 127 |
| <i>B. Finanz-Influencer und Beratungsleistungen</i> . . . . .                     | 241 |
| <i>C. Finanz-Influencer und Werbeleistungen</i> . . . . .                         | 327 |
| <br>                                                                              |     |
| Viertes Kapitel: Bewertung des Rechtsrahmens . . . . .                            | 357 |
| <i>A. Handlungsbedarf auf Regulierungsebene</i> . . . . .                         | 357 |
| <i>B. Handlungsbedarf auf Durchsetzungsebene</i> . . . . .                        | 374 |
| <i>C. Zusammenfassung zur Bewertung des Rechtsrahmens</i> . . . . .               | 378 |

|                                            |     |
|--------------------------------------------|-----|
| Zusammenfassung und Ausblick . . . . .     | 381 |
| Literatur- & Materialverzeichnis . . . . . | 385 |
| Stichwortverzeichnis . . . . .             | 405 |

## Inhaltsverzeichnis

|                                                                        |       |
|------------------------------------------------------------------------|-------|
| Vorwort . . . . .                                                      | VII   |
| Inhaltsübersicht . . . . .                                             | IX    |
| Abkürzungsverzeichnis . . . . .                                        | XXIII |
|                                                                        |       |
| Einführung in die Untersuchung . . . . .                               | 1     |
| <i>A. Anlass der Untersuchung</i> . . . . .                            | 2     |
| <i>B. Gegenstand der Untersuchung</i> . . . . .                        | 4     |
| <i>C. Gang der Untersuchung</i> . . . . .                              | 7     |
|                                                                        |       |
| Erstes Kapitel: Sozialwissenschaftliche Grundlegung . . . . .          | 9     |
| <i>A. Das Phänomen der Finanz-Meinungsführer</i> . . . . .             | 9     |
| I. Meinungsführer im sozialen Umfeld . . . . .                         | 9     |
| 1. Entstehung und Begriff der Meinungsführer . . . . .                 | 10    |
| 2. Meinungsführer im Zwei-Stufen-Fluss-Modell . . . . .                | 11    |
| II. Meinungsführer im medialen Umfeld . . . . .                        | 12    |
| 1. Virtuelle Meinungsführer . . . . .                                  | 12    |
| 2. Parasoziale Meinungsführer . . . . .                                | 14    |
| III. Meinungsführer im finanzbezogenen Kontext . . . . .               | 15    |
| 1. Finanzanlageberater als Meinungsführer im sozialen Umfeld . . . . . | 16    |
| 2. Finanzanalysten als Meinungsführer im medialen Umfeld . . . . .     | 17    |
| 3. Finanzjournalisten als Meinungsführer im medialen Umfeld . . . . .  | 17    |
| <i>B. Das Phänomen der Finanz-Influencer</i> . . . . .                 | 18    |
| I. Finanz-Meinungsführer im digitalen Zeitalter . . . . .              | 18    |
| 1. Soziale Medien als Finanzinformationskanäle . . . . .               | 19    |
| 2. Digitale Meinungsführer in den sozialen Medien . . . . .            | 21    |
| 3. Finanz-Influencer als Finanz-Meinungsführer . . . . .               | 22    |
| 4. Zwischenfazit . . . . .                                             | 23    |

|                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------|----|
| II. Der Typus der Finanz-Influencer . . . . .                               | 24 |
| 1. Sozialwissenschaftliche Empirie als Ausgangspunkt . . . . .              | 24 |
| a) Empirische Erkenntnisse zu Influencern . . . . .                         | 25 |
| b) Empirische Erkenntnisse zu Finanz-Influencern . . . . .                  | 27 |
| aa) Medienreichweite . . . . .                                              | 28 |
| bb) Themenfokus . . . . .                                                   | 30 |
| cc) Professionalität . . . . .                                              | 31 |
| dd) Einfluss . . . . .                                                      | 33 |
| 2. Aufsichtsbehördliche Definitionsansätze . . . . .                        | 35 |
| a) Autorität Finanzielle Märkte . . . . .                                   | 36 |
| b) European Securities and Markets Authority . . . . .                      | 37 |
| c) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht . . . . .                | 38 |
| 3. Arbeitsdefinition für Finanz-Influencer . . . . .                        | 38 |
| a) Finanz-Influencer im weiteren Sinne . . . . .                            | 38 |
| b) Finanz-Influencer im engeren Sinne . . . . .                             | 40 |
| c) Finanz-Influencer im Sinne dieser Arbeit . . . . .                       | 40 |
| III. Finfluencing als Geschäftsmodell . . . . .                             | 41 |
| 1. Das Geschäftsmodell von Finanz-Influencern . . . . .                     | 42 |
| a) Rezeptionsmotive und Themeninteressen der Follower . . . . .             | 42 |
| aa) Sachliche Finanz- und Bildungsinformationen . . . . .                   | 42 |
| bb) Persönliche Meinung und Handelsentscheidungen . . . . .                 | 43 |
| cc) Analysen zu Einzelwerten und Kaufempfehlungen . . . . .                 | 44 |
| b) Klassifizierung des Tätigkeitsspektrums von Finanz-Influencern . . . . . | 44 |
| aa) Empfehlungsleistungen . . . . .                                         | 44 |
| bb) Beratungsleistungen . . . . .                                           | 45 |
| cc) Werbeleistungen . . . . .                                               | 47 |
| 2. Zweckrichtungen des Finfluencing . . . . .                               | 48 |
| a) Beeinflussung zur finanzbezogenen Wissensbildung . . . . .               | 48 |
| b) Beeinflussung zur finanzbezogenen Willensbildung . . . . .               | 49 |
| c) Beeinflussung zur finanzbezogenen Vermögensbildung . . . . .             | 50 |
| aa) Eigenvermarktung . . . . .                                              | 50 |
| bb) Fremdvermarktung . . . . .                                              | 52 |
| cc) Zwischenergebnis . . . . .                                              | 55 |
| 3. Risiken des Finfluencing . . . . .                                       | 55 |
| a) Informationsintegrität . . . . .                                         | 55 |
| b) Informationsqualität . . . . .                                           | 56 |
| c) Informationstransparenz . . . . .                                        | 57 |
| C. Finanz-Influencer als neuer Typus . . . . .                              | 62 |

|                                                                                    |           |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Zweites Kapitel: Rechtswissenschaftliche Grundlegung . . . . .                     | 65        |
| <i>A. Finanz-Influencer im regulatorischen Graubereich . . . . .</i>               | <i>65</i> |
| I. Medienrechtliche Vorgaben . . . . .                                             | 66        |
| 1. Medienstaatsvertrag . . . . .                                                   | 67        |
| a) Finanz-Influencer als Anbieter von Telemedien . . . . .                         | 67        |
| b) Anwendbarkeit der journalistischen Sorgfaltspflicht . . . . .                   | 68        |
| aa) Influencer als Anbieter i. S. d. § 19 Abs. 1 S. 2 MStV . . . . .               | 69        |
| bb) Journalistisch-redaktionelle Angebotsgestaltung . . . . .                      | 70        |
| cc) Abgrenzung zu privater und kommerzieller Kommunikation . . . . .               | 73        |
| dd) Umfang der journalistischen Sorgfaltspflichten . . . . .                       | 75        |
| ee) Aufsichtsbehördliche Durchsetzung . . . . .                                    | 75        |
| c) Anwendbarkeit allgemeiner Sorgfaltspflichten . . . . .                          | 76        |
| aa) Pflichten für Anbieter von Telemedien . . . . .                                | 76        |
| bb) Sorgfaltspflichten für rundfunkähnliche Telemedien . . . . .                   | 77        |
| cc) Aufsichtsbehördliche Durchsetzung . . . . .                                    | 77        |
| 2. Digitale-Dienste-Gesetz . . . . .                                               | 77        |
| 3. Zwischenergebnis . . . . .                                                      | 78        |
| II. Wettbewerbsrechtliche Vorgaben . . . . .                                       | 78        |
| 1. Inhaltsverbreitung als geschäftliche Handlung . . . . .                         | 79        |
| 2. Lauterkeitsrechtliche Pflichten . . . . .                                       | 79        |
| 3. Zwischenergebnis . . . . .                                                      | 80        |
| III. Finanzaufsichtsrechtliches Regelungsbedürfnis . . . . .                       | 80        |
| <i>B. Die Regulierung von Finanz-Meinungsführern als Ausgangspunkt . . . . .</i>   | <i>82</i> |
| I. Regulierungsgenese in Zeiten analoger Medien . . . . .                          | 83        |
| 1. Freiwillige Selbstregulierung von Anlageberatern als<br>Ausgangspunkt . . . . . | 83        |
| 2. Empfehlung zu Verhaltensgrundsätzen bei Wertpapiertransaktionen . . . . .       | 84        |
| 3. Kodifikation verbindlicher Verhaltensregeln für Wertpapierfirmen . . . . .      | 85        |
| II. Neuregulierung mit dem Anbruch des digitalen Zeitalters . . . . .              | 88        |
| 1. Regulierungsansatz zu Meinungsführern am Finanzmarkt . . . . .                  | 90        |
| 2. Neuregelung der Wertpapieranalyse im deutschen Recht . . . . .                  | 92        |
| 3. Europäisierung des deutschen Finanzdienstleistungsrechts . . . . .              | 94        |
| a) Einführung marktmissbrauchsrechtlicher Vorgaben . . . . .                       | 95        |
| aa) Vorgaben für öffentlich verbreitete Finanzanalysen . . . . .                   | 96        |
| bb) Einordnung von Scalping als Marktmanipulationshandlung . . . . .               | 100       |
| b) Novellierung der Regulierung zu Finanzdienstleistungen . . . . .                | 104       |
| aa) Aufwertung der Anlageberatung zur<br>Wertpapierhauptdienstleistung . . . . .   | 105       |

|                                                                                      |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| bb) Einordnung der Finanzanalyse als<br>Wertpapiernebendienstleistung . . . . .      | 107 |
| cc) Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Marketingmitteilungen .                     | 108 |
| 4. Kriseninduzierte Neufassung des europäischen Rechtsrahmens . . .                  | 109 |
| a) Vollharmonisierung des Marktmissbrauchsrechts . . . . .                           | 110 |
| b) Neufassung der Regulierung zu Finanzdienstleistungen . . . . .                    | 111 |
| III. Erweiterung im Zuge des Aufkommens digitaler Vermögenswerte . . .               | 112 |
| 1. Genese einer Regulierung zu Kryptowerten . . . . .                                | 112 |
| 2. Dualität der Aufsichtsregime zu Finanzinstrumenten und<br>Kryptowerten . . . . .  | 114 |
| 3. Einordnung im Recht der Finanzinstrumente und Kryptowerte . . .                   | 118 |
| <i>C. Finanz-Influencer im finanzaufsichtsrechtlichen Spannungsfeld . . . . .</i>    | 119 |
| I. Empfehlungsleistungen im Finanzaufsichtsrecht . . . . .                           | 120 |
| 1. Nähe der Empfehlungsleistungen zur Regulierung der<br>Anlageempfehlung . . . . .  | 120 |
| 2. Nähe der Empfehlungsleistungen zur Regulierung der<br>Marktmanipulation . . . . . | 121 |
| II. Beratungsleistungen im Finanzaufsichtsrecht . . . . .                            | 122 |
| 1. Nähe der Beratungsleistungen zur Regulierung der Anlageberatung                   | 122 |
| III. Werbeleistungen im Finanzaufsichtsrecht . . . . .                               | 123 |
| 1. Nähe der Werbeleistungen zur Regulierung der Anlagevermittlung                    | 123 |
| 2. Nähe der Werbeleistungen zur Regulierung der<br>Marketingmitteilung . . . . .     | 124 |
| <br>Drittes Kapitel: Aufsichtsrechtliche Einordnung . . . . .                        | 127 |
| <i>A. Finanz-Influencer und Empfehlungsleistungen . . . . .</i>                      | 127 |
| I. Finanz-Influencer im Anwendungsbereich der Anlageempfehlung . . .                 | 128 |
| 1. Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten . . . . .                                | 128 |
| a) Influencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                             | 128 |
| aa) Informationen als Basis einer Anlageempfehlung . . . . .                         | 131 |
| bb) Empfehlung oder Vorschlag als Informationskern . . . . .                         | 132 |
| (1) Expliziter oder impliziter Vorschlag einer<br>Anlagestrategie . . . . .          | 133 |
| (a) Finanzinformationen . . . . .                                                    | 135 |
| (b) Handelsempfehlungen . . . . .                                                    | 136 |
| (c) Finanzanalysen . . . . .                                                         | 137 |
| (d) Eigenhandel . . . . .                                                            | 138 |
| (e) Werbung . . . . .                                                                | 140 |

|                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------|-----|
| (2) Finanzinstrumente oder Emittenten als Bezugspunkt . . .            | 140 |
| cc) Bestimmung für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit          | 142 |
| dd) Erstellen oder Verbreiten . . . . .                                | 143 |
| ee) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 144 |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . .       | 145 |
| aa) Qualifizierte Person i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 Ziff. i) MAR .  | 146 |
| (1) Unabhängige Analysten . . . . .                                    | 146 |
| (2) Wertpapierfirmen . . . . .                                         | 147 |
| (3) Kreditinstitute . . . . .                                          | 147 |
| (4) Sonstige qualifizierte Personen . . . . .                          | 148 |
| bb) Unqualifizierte Person i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 Ziff. ii) MAR | 150 |
| (1) Sachverständige i. S. d. Art. 1 lit. a) DelVO                      |     |
| (EU) 2016/958 . . . . .                                                | 150 |
| (2) Journalisten i. S. d. Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR . . . . .         | 152 |
| (a) Bezugnahme auf das Journalistenprivileg in Art. 21                 |     |
| MAR . . . . .                                                          | 152 |
| (aa) Persönlicher Schutzbereich des Art. 11 Abs. 2                     |     |
| GRCh . . . . .                                                         | 154 |
| (bb) Berücksichtigung der Meinungsfreiheit als                         |     |
| Rechtsfolge . . . . .                                                  | 155 |
| (b) Rückführung auf Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 MAR . . . . .               | 156 |
| cc) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 157 |
| c) Rechtsfolgen der Einordnung . . . . .                               | 157 |
| aa) Sorgfaltspflichten . . . . .                                       | 158 |
| (1) Objektive Informationsdarstellung . . . . .                        | 158 |
| (a) Allgemeine Anforderungen gemäß Art. 3 DelVO                        |     |
| (EU) 2016/958 . . . . .                                                | 158 |
| (b) Besondere Anforderungen gemäß Art. 4 DelVO                         |     |
| (EU) 2016/958 . . . . .                                                | 159 |
| (2) Kenntlichmachung fremder Empfehlungen . . . . .                    | 160 |
| (3) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 161 |
| bb) Offenlegungspflichten . . . . .                                    | 161 |
| (1) Offenlegung von Interessen und Interessenkonflikten . . .          | 161 |
| (a) Allgemeine Anforderungen, Art. 5 DelVO                             |     |
| (EU) 2016/958 . . . . .                                                | 161 |
| (b) Besondere Anforderungen, Art. 6 DelVO                              |     |
| (EU) 2016/958 . . . . .                                                | 163 |
| (2) Offenlegung der Identität und Aufsichtsbehörde . . . . .           | 164 |
| (3) Angabe des Erstveröffentlichungszeitpunkts . . . . .               | 165 |
| (4) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 165 |



|                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------|-----|
| cc) Organisationspflichten . . . . .                                   | 166 |
| (1) Minimierung von Interessenkonflikten . . . . .                     | 167 |
| (2) Vorhaltung angemessener Kontrollverfahren . . . . .                | 167 |
| (3) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 168 |
| dd) Anzeigepflicht . . . . .                                           | 168 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                          | 169 |
| aa) Präventive Aufsichtsbefugnisse . . . . .                           | 170 |
| (1) Keine Aufsicht über die Einhaltung der Anzeigepflicht . .          | 170 |
| (2) Keine Aufsicht über die Einhaltung der übrigen Pflichten           | 171 |
| bb) Investigative Ermittlungsbefugnisse . . . . .                      | 172 |
| (1) Verfolgung unerlaubt tätiger Finanz-Influencer . . . . .           | 172 |
| (2) Anlasslose Prüfungsbefugnis . . . . .                              | 176 |
| (3) Empfehlungsbegründungsbefugnis . . . . .                           | 176 |
| cc) Repressive Aufsicht . . . . .                                      | 176 |
| (1) Verstoß gegen Anzeigepflicht . . . . .                             | 177 |
| (2) Verstoß gegen Verhaltens- und Organisationspflichten . .           | 177 |
| dd) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 178 |
| 2. Anlageempfehlungen zu Kryptowerten . . . . .                        | 179 |
| 3. Zwischenergebnis . . . . .                                          | 180 |
| II. Finanz-Influencer im Anwendungsbereich der Marktmanipulation . . . | 181 |
| 1. Marktmanipulation in Bezug auf Finanzinstrumente . . . . .          | 181 |
| a) Finfluencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .              | 182 |
| aa) Marktmanipulation in Form von Scalping . . . . .                   | 182 |
| (1) Eingehung von Positionen bei einem Finanzinstrument . .            | 184 |
| (2) Abgabe einer Stellungnahme über die Medien . . . . .               | 185 |
| (a) Anlageempfehlungen als Stellungnahme . . . . .                     | 185 |
| (b) Abgabe über die sozialen Medien . . . . .                          | 186 |
| (3) Nutzenziehung aus den Kursauswirkungen der                         |     |
| Stellungnahme . . . . .                                                | 187 |
| (a) Tatsächliche Kursauswirkungen . . . . .                            | 187 |
| (b) Nutzenziehung durch Positionsschließung . . . . .                  | 188 |
| (4) Keine Mitteilung des Interessenkonflikts . . . . .                 | 188 |
| (a) Vorliegen eines Interessenkonflikts . . . . .                      | 190 |
| (b) Ordnungsmäßigkeit der Mitteilung . . . . .                         | 192 |
| (aa) Art und Umfang der gehaltenen Positionen . . . .                  | 192 |
| (bb) Schließungsabsicht hinsichtlich der Positionen . .                | 194 |
| (c) Wirksamkeit der Mitteilung . . . . .                               | 198 |
| (aa) Differenzierung nach Inhaltstyp . . . . .                         | 199 |
| (bb) Zulässigkeit externer Links . . . . .                             | 200 |
| (d) Zwischenergebnis . . . . .                                         | 201 |

|                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------|-----|
| (5) Vorsätzliche Ausnutzung des Medienzugangs . . . . .          | 202 |
| (6) Zwischenergebnis . . . . .                                   | 203 |
| bb) Informationsgestützte Marktmanipulation . . . . .            | 204 |
| (1) Verbreitung von Informationen über die Medien . . . . .      | 204 |
| (a) Mediale Informationsverbreitung . . . . .                    | 204 |
| (b) Falsche oder irreführende Informationen . . . . .            | 206 |
| (c) Verschweigen von Informationen . . . . .                     | 207 |
| (2) Marktbeeinflussungspotenzial . . . . .                       | 207 |
| (a) Falsche oder irreführende Signalwirkung . . . . .            | 208 |
| (b) Anormales oder künstliches Kursniveau . . . . .              | 212 |
| (3) Kenntnis oder fahrlässige Unkenntnis . . . . .               | 213 |
| (4) Zwischenergebnis . . . . .                                   | 215 |
| cc) Handlungsgestützte Marktmanipulation . . . . .               | 215 |
| dd) Handelsgestützte Marktmanipulation . . . . .                 | 218 |
| ee) Zwischenergebnis . . . . .                                   | 220 |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . . | 221 |
| aa) Finanz-Influencer als taugliche Täter . . . . .              | 221 |
| bb) Keine Privilegierung nach Art. 21 MAR . . . . .              | 222 |
| c) Rechtsfolgen der Einordnung . . . . .                         | 223 |
| aa) Unterlassen marktmanipulativer Handlungen . . . . .          | 223 |
| bb) Offenlegung von Interessenkonflikten . . . . .               | 223 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                    | 224 |
| aa) Präventive Aufsicht . . . . .                                | 224 |
| (1) Aufdeckung von Marktmanipulation . . . . .                   | 224 |
| (2) Auskunft, Vorlage, Vorladung und Vernehmung . . . . .        | 227 |
| (3) Durchsuchung, Sicherstellung und Beschlagnahme . . . . .     | 228 |
| (4) Kein Zugriff auf Kommunikationsdaten . . . . .               | 228 |
| (5) Zwischenergebnis . . . . .                                   | 229 |
| bb) Repressive Aufsicht . . . . .                                | 229 |
| 2. Marktmanipulation in Bezug auf Kryptowerte . . . . .          | 230 |
| a) Finfluencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .        | 231 |
| (1) <i>Pump&amp;Dump</i> als Scalping . . . . .                  | 231 |
| (2) Informationsbasierte Marktmanipulation . . . . .             | 233 |
| (3) Handlungs- und Handelsgestützte Marktmanipulation . . . . .  | 233 |
| (4) Zwischenergebnis . . . . .                                   | 234 |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . . | 234 |
| c) Rechtsfolgen der Einordnung . . . . .                         | 234 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                    | 234 |
| (1) Präventive Aufsicht . . . . .                                | 235 |
| (a) Defizite bei der Aufdeckung von Marktmanipulation . . . . .  | 235 |

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| (b) Auskunft, Vorlage, Vorladung und Vernehmung . . . . .                      | 237        |
| (c) Durchsuchung, Sicherstellung und Beschlagnahme . . . . .                   | 237        |
| (d) Kein Zugriff auf Kommunikationsdaten . . . . .                             | 237        |
| (e) Zwischenergebnis . . . . .                                                 | 238        |
| (2) Repressive Sanktionsbefugnisse . . . . .                                   | 238        |
| 3. Zwischenergebnis . . . . .                                                  | 239        |
| III. Zusammenfassung zu Finanz-Influencern und Empfehlungsleistungen . . . . . | 240        |
| <i>B. Finanz-Influencer und Beratungsleistungen . . . . .</i>                  | <i>241</i> |
| I. Finanz-Influencer im Anwendungsbereich der Anlageberatung . . . . .         | 242        |
| 1. Anlageberatung zu Finanzinstrumenten . . . . .                              | 242        |
| a) Finfluencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                      | 242        |
| aa) Abgabe einer persönlichen Empfehlung . . . . .                             | 244        |
| (1) Abgrenzung zur bloßen Information . . . . .                                | 244        |
| (2) Personalisierung der Empfehlung durch<br>Einzeladressierung . . . . .      | 246        |
| (3) Personalisierung durch Prüfung oder entsprechende<br>Darstellung . . . . . | 248        |
| (a) Prüfung persönlicher Umstände . . . . .                                    | 249        |
| (b) Individuelle Eignungsdarstellung . . . . .                                 | 250        |
| (4) Zwischenergebnis . . . . .                                                 | 253        |
| bb) Bezug auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten . . . . .                       | 253        |
| cc) Kein Ausschluss bei Bekanntgabe über soziale Medien . . . . .              | 255        |
| (1) Öffentliche Bekanntgabe in sozialen Medien . . . . .                       | 257        |
| (2) Halböffentliche Bekanntgabe in den sozialen Medien . . . . .               | 258        |
| (3) Private Bekanntgabe in den sozialen Medien . . . . .                       | 258        |
| dd) Zwischenergebnis . . . . .                                                 | 259        |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . .               | 260        |
| aa) Finanz-Influencer als Wertpapierfirma . . . . .                            | 260        |
| (1) Der unionsrechtlich geprägte Unternehmensbegriff . . . . .                 | 262        |
| (2) Gewerbliche Erheblichkeitsschwelle . . . . .                               | 263        |
| (a) Gewerbsmäßigkeit der Anlageberatung . . . . .                              | 263        |
| (b) Erforderlichkeit eines kaufmännischen<br>Geschäftsbetriebs . . . . .       | 265        |
| (3) Zwischenergebnis . . . . .                                                 | 266        |
| bb) Finanz-Influencer in der Bereichsausnahme . . . . .                        | 267        |
| (1) Bereichsausnahme bei Beratung zu<br>Finanzanlageprodukten . . . . .        | 267        |
| (2) Keine Bereichsausnahme bei Beratung als<br>Nebendienstleistung . . . . .   | 268        |

|                                                                                |     |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----|
| c) Rechtsfolgen der Einordnung . . . . .                                       | 269 |
| aa) Erlaubnispflicht . . . . .                                                 | 269 |
| (1) Normadressaten und Verhältnis der Erlaubnisvorbehalte . . . . .            | 269 |
| (2) Voraussetzungen der Erlaubnis . . . . .                                    | 271 |
| (a) Gewerbliche Erheblichkeitsschwelle . . . . .                               | 271 |
| (b) Inlandsbezug der Anlageberatung . . . . .                                  | 272 |
| (c) Zwischenergebnis . . . . .                                                 | 274 |
| (3) Anzeige- bzw. Registerpflicht . . . . .                                    | 275 |
| bb) Wohlverhaltenspflichten . . . . .                                          | 277 |
| (1) Allgemeine Wohlverhaltenspflichten . . . . .                               | 277 |
| (a) Handeln im bestmöglichen Kundeninteresse . . . . .                         | 277 |
| (aa) Kleinanleger als Kunden . . . . .                                         | 278 |
| (bb) Ermittlung der Interessen . . . . .                                       | 279 |
| (cc) Ausrichtung am bestmöglichen Interesse . . . . .                          | 280 |
| (b) Ehrlichkeit, Redlichkeit und Professionalität . . . . .                    | 280 |
| (c) Redliche, eindeutige und nicht irreführende<br>Kundeninformation . . . . . | 282 |
| (2) Besondere Pflichten im Kontext der Anlageberatung . . . . .                | 283 |
| (a) Exploration der persönlichen Umstände . . . . .                            | 283 |
| (b) Prüfung der Geeignetheit von Finanzinstrumenten . . . . .                  | 283 |
| (c) Offenlegung anlagerelevanter Informationen . . . . .                       | 284 |
| (d) Abschluss einer schriftlichen Rahmenvereinbarung . . . . .                 | 286 |
| cc) Organisationspflichten . . . . .                                           | 286 |
| (1) Vermeidung von Interessenkonflikten . . . . .                              | 287 |
| (2) Aufzeichnung und Aufbewahrung der<br>Kundenkommunikation . . . . .         | 287 |
| (3) Sachkunde und Zuverlässigkeit der Anlageberater . . . . .                  | 288 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                                  | 289 |
| aa) Präventive Aufsicht . . . . .                                              | 289 |
| (1) Keine Aufsicht vor Erlaubniserteilung . . . . .                            | 289 |
| (2) Verfolgung unerlaubt tätiger Akteure . . . . .                             | 290 |
| (a) Auskunft und Vorlegung . . . . .                                           | 292 |
| (b) Prüfung und Durchsuchung . . . . .                                         | 292 |
| (c) Einstellung und Abwicklung . . . . .                                       | 292 |
| (3) Wohlverhaltens- und Organisationsaufsicht . . . . .                        | 293 |
| bb) Repressive Aufsicht . . . . .                                              | 294 |
| (1) Verstoß gegen die Erlaubnispflicht . . . . .                               | 295 |
| (2) Verstoß gegen die Wohlverhaltens- und<br>Organisationspflichten . . . . .  | 295 |
| cc) Zwischenergebnis . . . . .                                                 | 296 |

|                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2. Anlageberatung zu Finanzanlageprodukten . . . . .                                | 296 |
| a) Finfluencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                           | 297 |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . .                    | 298 |
| c) Rechtsfolgen der Einordnung . . . . .                                            | 299 |
| aa) Erlaubnis- und Registerpflicht . . . . .                                        | 299 |
| bb) Wohlverhaltenspflichten . . . . .                                               | 300 |
| (1) Interessenwahrungs- und Sorgfaltspflichten . . . . .                            | 300 |
| (2) Informationspflichten . . . . .                                                 | 301 |
| (a) Offenlegung von Interessenkonflikten . . . . .                                  | 301 |
| (b) Beratungsbezogene Informationspflichten . . . . .                               | 301 |
| cc) Organisationspflichten . . . . .                                                | 302 |
| dd) Besondere Pflichten bei honorarbasierter<br>Finanzanlageberatung . . . . .      | 302 |
| ee) Zwischenergebnis . . . . .                                                      | 303 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                                       | 303 |
| 3. Beratung zu Kryptowerten . . . . .                                               | 304 |
| a) Finfluencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                           | 304 |
| aa) Eigenwerbung zur Beratung . . . . .                                             | 305 |
| bb) Fremdwerbung zu Kryptowertedienstleistungen . . . . .                           | 306 |
| cc) Kein Ausschluss bei Erbringung über<br>Informationsverbreitungskanäle . . . . . | 306 |
| dd) Zwischenergebnis . . . . .                                                      | 307 |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . .                    | 308 |
| c) Rechtsfolgen der Einordnung . . . . .                                            | 310 |
| aa) Zulassungspflicht . . . . .                                                     | 310 |
| (1) Normales Zulassungsverfahren . . . . .                                          | 311 |
| (2) Privilegierung für Wertpapierfirma . . . . .                                    | 312 |
| bb) Wohlverhaltenspflichten . . . . .                                               | 313 |
| (1) Allgemeine Wohlverhaltenspflichten . . . . .                                    | 313 |
| (a) Handeln im bestmöglichen Kundeninteresse . . . . .                              | 313 |
| (b) Ehrlichkeit, Redlichkeit und Professionalität . . . . .                         | 314 |
| (c) Redliche, eindeutige und nicht irreführende<br>Kundeninformation . . . . .      | 314 |
| (2) Besondere Pflichten im Kontext der Beratung . . . . .                           | 315 |
| (a) Explorations- und Prüfpflicht . . . . .                                         | 315 |
| (b) Offenlegung anlagerelevanter Informationen . . . . .                            | 316 |
| (c) Keine Pflicht zum Abschluss einer<br>Rahmenvereinbarung . . . . .               | 317 |
| cc) Organisationspflichten . . . . .                                                | 317 |
| (1) Vermeidung von Interessenkonflikten . . . . .                                   | 318 |

|                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (2) Sachkenntnis und -kompetenz . . . . .                                          | 318 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                                      | 319 |
| aa) Präventive Aufsicht . . . . .                                                  | 319 |
| (1) Keine Aufsicht vor Zulassungserteilung . . . . .                               | 319 |
| (2) Verfolgung unerlaubt tätiger Unternehmen . . . . .                             | 320 |
| (3) Wohlverhaltens- und Organisationsaufsicht . . . . .                            | 322 |
| bb) Repressive Aufsicht . . . . .                                                  | 323 |
| (1) Verstoß gegen den Zulassungsvorbehalt . . . . .                                | 324 |
| (2) Verstoß gegen die Wohlverhaltens- und<br>Organisationspflichten . . . . .      | 325 |
| II. Zusammenfassung zu Finanz-Influencern und Beratungsleistungen . .              | 325 |
| <i>C. Finanz-Influencer und Werbeleistungen</i> . . . . .                          | 327 |
| I. Finanz-Influencer im Anwendungsbereich der Anlagevermittlung . . .              | 328 |
| 1. Anlagevermittlung in Bezug auf Finanzinstrumente . . . . .                      | 328 |
| a) Influencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                           | 329 |
| aa) Bereitstellung eines Affiliate-Links als Vermittlungshandlung                  | 330 |
| bb) Zwischenergebnis . . . . .                                                     | 331 |
| b) Konsequenz für die Finanzanlagevermittlung . . . . .                            | 332 |
| 2. Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte . . . .                 | 332 |
| 3. Zwischenergebnis . . . . .                                                      | 333 |
| II. Finanz-Influencer im Anwendungsbereich der Marketingmitteilung . .             | 333 |
| 1. Marketing an Märkten für Finanzinstrumente . . . . .                            | 333 |
| a) Influencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                           | 334 |
| aa) Zum Begriff der Marketingmitteilung . . . . .                                  | 334 |
| (1) Herleitung eines Begriffsverständnisses . . . . .                              | 335 |
| (2) Verhältnis zu Anlageempfehlungen . . . . .                                     | 336 |
| (3) Verhältnis zur Imagewerbung . . . . .                                          | 337 |
| bb) Zwischenergebnis . . . . .                                                     | 338 |
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . .                   | 338 |
| aa) Wertpapierfirmen als unmittelbare Normadressaten . . . . .                     | 339 |
| bb) Finanz-Influencer als mittelbare Normadressaten . . . . .                      | 339 |
| cc) Zwischenergebnis . . . . .                                                     | 344 |
| c) Pflichten für Wertpapierfirmen beim Einsatz von<br>Finanz-Influencern . . . . . | 344 |
| aa) Redlichkeit, Eindeutigkeit und Nichtirreführung . . . . .                      | 345 |
| bb) Kennzeichnung als Marketingmitteilung . . . . .                                | 347 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                                      | 348 |
| 2. Marketing an Märkten zu Kryptowerten . . . . .                                  | 350 |
| a) Influencing im sachlichen Anwendungsbereich . . . . .                           | 351 |

|                                                                                       |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| b) Finanz-Influencer im persönlichen Anwendungsbereich . . . . .                      | 351 |
| c) Pflichten für Kryptodienstleister beim Einsatz von<br>Finanz-Influencern . . . . . | 353 |
| d) Aufsichtsrechtliche Durchsetzung . . . . .                                         | 353 |
| III. Zusammenfassung zu Finanz-Influencern und Werbeleistungen . . . .                | 354 |
| <br>Viertes Kapitel: Bewertung des Rechtsrahmens . . . . .                            | 357 |
| A. Handlungsbedarf auf Regulierungsebene . . . . .                                    | 357 |
| I. Handlungsbedarf im Kontext der Empfehlungsleistungen . . . . .                     | 357 |
| 1. Einführung einer Regulierung zur Anlageempfehlung<br>in der MiCAR . . . . .        | 358 |
| 2. Konkretisierung der Sorgfaltspflichten hinsichtlich der<br>Sachkenntnis . . . . .  | 359 |
| 3. Einführung von Sachkundenachweis und Zertifizierungsmöglichkeit .                  | 360 |
| II. Handlungsbedarf im Kontext der Beratungsleistungen . . . . .                      | 363 |
| III. Handlungsbedarf im Kontext der Werbeleistungen . . . . .                         | 365 |
| 1. Verschärfung der Vorschriften zu Marketingmitteilungen . . . . .                   | 366 |
| a) Affiliate-Marketing als Regelungsgegenstand der<br>Kleinanlegerstrategie . . . . . | 366 |
| b) Explizite Marketingvorgaben zur Stärkung des<br>Kleinanlegerschutzes . . . . .     | 368 |
| c) Finanz-Influencer im Fokus des ECON-Ausschusses . . . . .                          | 369 |
| d) Bewertung der vorgeschlagenen Änderungen . . . . .                                 | 370 |
| 2. Neuordnung der Klassifikation von Haupt- und<br>Nebendienstleistungen . . . . .    | 372 |
| 3. Angleichung des Aufsichtsregimes zu Kryptowerten . . . . .                         | 374 |
| B. Handlungsbedarf auf Durchsetzungsebene . . . . .                                   | 374 |
| I. Präventive Aufsichtsmaßnahmen . . . . .                                            | 375 |
| II. Repressive Aufsichtsmaßnahmen . . . . .                                           | 378 |
| C. Zusammenfassung zur Bewertung des Rechtsrahmens . . . . .                          | 378 |
| <br>Zusammenfassung und Ausblick . . . . .                                            | 381 |
| <br>Literatur- & Materialverzeichnis . . . . .                                        | 385 |
| Stichwortverzeichnis . . . . .                                                        | 405 |

## Abkürzungsverzeichnis

|         |                                                               |
|---------|---------------------------------------------------------------|
| a. A.   | andere Ansicht                                                |
| Abb.    | Abbildung                                                     |
| ABl.    | Amtsblatt                                                     |
| AEUV    | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union          |
| AFM     | Autoriteit Financiële Markten                                 |
| AtP     | Zeitschrift für Medien- und Kommunikationsrecht (Zeitschrift) |
| a. F.   | alte Fassung                                                  |
| AG      | Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)                          |
| AIF     | Alternative Investment Funds – Alternative Investmentfonds    |
| AnSVG   | Anlegerschutzverbesserungsgesetz                              |
| ASIC    | Australian Securities Investments Commission                  |
| BaFin   | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht               |
| BAKred  | Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen                        |
| BAV     | Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen                 |
| BAWe    | Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel                   |
| BB      | Betriebs-Berater (Zeitschrift)                                |
| Bd.     | Band                                                          |
| Beschl. | Beschluss                                                     |
| BGBI.   | Bundesgesetzblatt                                             |
| BGH     | Bundesgerichtshof                                             |
| BKR     | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)     |
| BMR     | Benchmark Regulation (EU) 2016/1011                           |
| CB      | Compliance-Berater (Zeitschrift)                              |
| CCZ     | Corporate Compliance (Zeitschrift)                            |
| CESR    | Committee of European Securities Regulators                   |
| CFA     | Chartered Financial Analyst                                   |
| CFD     | Contract for Difference                                       |
| CRR     | Capital Requirements Regulation (EU) Nr. 575/2013             |
| DACH    | Deutschland, Österreich und Schweiz                           |
| DB      | Der Betrieb (Zeitschrift)                                     |
| DDG     | Digitale-Dienste-Gesetz                                       |
| DeIVO   | Delegierte Verordnung                                         |
| dies.   | dieselbe(n)                                                   |
| DIRK    | Deutscher Investor Relations Verband e. V.                    |
| DLT     | Distributed-Ledger-Technologie                                |
| DORA    | Digital Operational Resilience Act                            |
| DStR    | Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)                           |
| DRL     | Durchführungsrichtlinie                                       |



|          |                                                                                          |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| Drs.     | Drucksache                                                                               |
| ECFR     | European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)                                  |
| ECON     | Committee on Economic and Monetary Affairs                                               |
| EG       | Europäische Gemeinschaft                                                                 |
| EGV      | Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft                                       |
| endg.    | endgültig                                                                                |
| ETF      | Exchange Traded Fund                                                                     |
| ErwG     | Erwägungsgrund                                                                           |
| ESMA     | European Securities and Markets Authority                                                |
| EU       | Europäische Union                                                                        |
| EuCML    | Journal of European Consumer and Market Law (Zeitschrift)                                |
| EUR      | Euro                                                                                     |
| EWG      | Europäische Wirtschaftsgemeinschaft                                                      |
| EWK      | Europäischer Wirtschaftsraum                                                             |
| FinAnV   | Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten                                       |
| FiMaNoG  | Finanzmarktnovellierungsgesetz                                                           |
| FinmadiG | Finanzmarktdigitalisierungsgesetz                                                        |
| FinVermV | Finanzanlagevermittlungsverordnung                                                       |
| Forex    | Foreign Exchange                                                                         |
| FRUG     | Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz                                                  |
| FS       | Festschrift                                                                              |
| GRUR     | Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)                                 |
| Hrsg.    | Herausgeber                                                                              |
| Hs.      | Halbsatz                                                                                 |
| IFD      | Investment Firms Directive – Wertpapierinstitutsrichtlinie (EU) 2019/2034                |
| IMFS     | Institute for Monetary and Financial Stability                                           |
| IOSCO    | International Organization of Securities Commissions                                     |
| ISD      | Investment Services Directive – Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG            |
| i. d. F. | in der Fassung                                                                           |
| i. S. d. | im Sinne des/der                                                                         |
| i. S. v. | im Sinne von                                                                             |
| i. V. m. | in Verbindung mit                                                                        |
| JZ       | JuristenZeitung (Zeitschrift)                                                            |
| KAGB     | Kapitalanlagegesetzbuch                                                                  |
| KapVO    | Kapitaladäquanz-Verordnung (EU) 575/2013                                                 |
| Kap.     | Kapitel                                                                                  |
| KI       | Künstliche Intelligenz                                                                   |
| KMAG     | Kryptomärkteaufsichtsgesetz                                                              |
| KoR      | Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (Zeitschrift) |
| KuMaKV   | Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation         |
| KWG      | Kreditwesengesetz                                                                        |
| lat.     | lateinisch                                                                               |
| lit.     | littera (lat. für Buchstabe)                                                             |
| LKV      | Landes- und Kommunalverwaltung (Zeitschrift)                                             |

|          |                                                                                                                                                                |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MaComp   | Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen |
| MAD      | Market Abuse Directive 2003/6/EG                                                                                                                               |
| MaKonV   | Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation                                                                                              |
| MAR      | Market Abuse Regulation (EU) Nr. 596/2014                                                                                                                      |
| MaRisk   | Mindestanforderungen an das Risikomanagement                                                                                                                   |
| MiCAR    | Markets in Crypto Assets Regulation (EU) 2023/1114                                                                                                             |
| MiFID I  | Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC                                                                                                          |
| MiFID II | Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/EU                                                                                                          |
| MMR      | Zeitschrift für IT-Recht und Recht der Digitalisierung (Zeitschrift)                                                                                           |
| MStV     | Medienstaatsvertrag                                                                                                                                            |
| m. w. N. | mit weiteren Nachweisen                                                                                                                                        |
| NFT      | Non-Fungible-Token                                                                                                                                             |
| NJW      | Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)                                                                                                                   |
| Nr.      | Nummer                                                                                                                                                         |
| NStZ     | Neue Zeitschrift für Strafrecht (Zeitschrift)                                                                                                                  |
| NZG      | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)                                                                                                          |
| NZWist   | Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht (Zeitschrift)                                                                            |
| OGAW     | Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren                                                                                                              |
| RdF      | Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)                                                                                                                      |
| RD       | Recht Digital (Zeitschrift)                                                                                                                                    |
| Rn.      | Randnummer                                                                                                                                                     |
| RStV     | Rundfunkstaatsvertrag                                                                                                                                          |
| S.       | Satz/Seite                                                                                                                                                     |
| SEC      | U.S. Securities and Exchange Commission                                                                                                                        |
| Tab.     | Tabelle                                                                                                                                                        |
| TDDDG    | Telekommunikation-Digitale-Dienste-Datenschutz-Gesetz                                                                                                          |
| TKG      | Telekommunikationsgesetz                                                                                                                                       |
| TMG      | Telemediengesetz                                                                                                                                               |
| UAbs.    | Unterabsatz                                                                                                                                                    |
| UFITA    | Archiv für Medienrecht und Medienwissenschaft (Zeitschrift)                                                                                                    |
| Urt.     | Urteil                                                                                                                                                         |
| USD      | US-Dollar                                                                                                                                                      |
| UWG      | Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb                                                                                                                         |
| VermAnlG | Vermögensanlagengesetz                                                                                                                                         |
| VuR      | Verbraucher und Recht (Zeitschrift)                                                                                                                            |
| wistra   | Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht (Zeitschrift)                                                                                                |
| WM       | Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)                                                                              |
| WpHG     | Wertpapierhandelsgesetz                                                                                                                                        |
| WpIG     | Wertpapierinstitutsgesetz                                                                                                                                      |
| ZBB      | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zeitschrift)                                                                                                     |
| ZdIW     | Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft (Zeitschrift)                                                                                               |
| ZHR      | Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)                                                                                        |
| Ziff.    | Ziffer                                                                                                                                                         |

|             |                                                        |
|-------------|--------------------------------------------------------|
| ZIP         | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)         |
| ZUM         | Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht (Zeitschrift) |
| ZVertriebsR | Zeitschrift für Vertriebsrecht (Zeitschrift)           |

## Einführung in die Untersuchung

Das Informationsökosystem ist im Zuge der Digitalisierung im Wandel begriffen. Die Digitalisierung hat eine Verlagerung von Informationsprozessen weg von analogen Medien hin zu digitalen Medien angestoßen. Empirische Studien weisen auf diesen tiefgreifenden Wandel der gesellschaftlichen Mediennutzung hin. Während sich ein Bedeutungsverlust der ehemals analogen traditionellen Massenmedien wie Presse, Radio und Fernsehen abzeichnet, avancieren digitale Medien zu den nunmehr in der Breitenkommunikation relevanten Informationskanälen.<sup>1</sup> Diese Entwicklung lässt sich auch in Bezug auf finanzbezogene Informationen beobachten. Insbesondere den sozialen Medien kommt dabei eine gegenüber traditionellen Medien hervorzuhebende Bedeutung zu. Soziale Medien ermöglichen aufgrund ihres Netzwerkcharakters eine öffentlichkeitswirksame Verbreitung von Informationen, die zugleich zielgerichtet ein bestimmtes Publikum und darüber hinaus auch die breite Bevölkerung erreichen kann, was Folgen für die Finanzmarktkommunikation nach sich gezogen hat.<sup>2</sup> So verbreiten etwa börsennotierte Unternehmen finanzmarktrelevante Unternehmensinformationen zunehmend über eigene Investor-Relations-Profile in den sozialen Medien,<sup>3</sup> während Vorstandsmitglieder immer öfter mit eigenen Profilauftritten in den sozialen Medien vertreten sind.<sup>4</sup> Zeitgleich verändern technologische Entwicklungen die Art und Weise, in der Verbraucher mit Finanzdienstleistern und Finanzprodukten interagieren. Das Aufkommen von Online-Handelsplattformen wie mobilen Trading-Apps hat den Handel mit Anlageprodukten für Kleinanleger zugänglicher gemacht. Mit ihren niedrigschwelligen Marktzutrittsbarrieren fungieren Trading-Apps damit als Katalysator, um immer mehr Kleinanleger an die Finanzmärkte zu locken. Insbesondere die international zu beobachtenden Kurseinbrüche an

---

<sup>1</sup> Am Beispiel von Deutschland *Newman et al.*, Reuters Institute Digital News Report 2022, S. 11 f.; zur gesellschaftlichen Relevanz sozialer Medien in Deutschland *Bitkom*, Social Media 2022, S. 9 f.; auch *Rohleder*, Wie die Deutschen Social Media nutzen, 2023, S. 2; *Koch*, ARD/ZDF Onlinestudie 2023.

<sup>2</sup> Mit Blick auf das Kleinanlegerpublikum *IOSCO*, RMCTF Final Report, FR/05/2023, März 2023, S. 22.

<sup>3</sup> *Zülch/Gebhardt*, KoR 2019, 308 (309); *Zülch*, NZG 2022, 1609 (1609).

<sup>4</sup> *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333 (1333).

den Kapitalmärkten infolge des Ausbruchs der COVID-19-Pandemie markierten einen günstigen Zeitpunkt für einen Markteintritt und sorgten für einen erheblichen Anstieg der Marktteilnahme unter privaten Kleinanlegern.<sup>5</sup> Im Zuge dessen strömten vorwiegend jüngere Generationen an die Finanzmärkte,<sup>6</sup> die nur über wenig Finanzwissen und Handelserfahrung verfügen und daher zur Kapitalanlage in besonderem Maße auf Finanzinformationen angewiesen sind.

### *A. Anlass der Untersuchung*

Aufgrund ihres Aufwachsens im Informationszeitalter konsultieren jüngere Anlegergenerationen vorwiegend digitale Kommunikationskanäle, um sich über Anlagestrategien und das Angebot von Wertpapieren und anderen Finanzprodukten zu informieren. Die unter jüngeren Anlegergenerationen gestiegene Bedeutung sozialer Medien als Informationskanal für Finanzinformationen hat dort eine Nachfrage nach finanzbezogenen Informationen entstehen lassen, wodurch in den sozialen Medien Intermediäre aufgekommen sind, die Finanzinformationen vermitteln. An den Finanzmärkten hat diese Entwicklung ein Umfeld geschaffen, welches sich durch eine nie dagewesene Informationsvielfalt auszeichnet. Allgemeine Informationen rund um die persönliche Finanzplanung und das Management von Kapitalressourcen haben ebenso Einzug in die öffentliche Kommunikation im digitalen Raum gehalten wie konkrete Anlageinformationen, wodurch sich die Finanzanlage in den sozialen Medien zu einem Thema entwickelt hat, dem in der Öffentlichkeit erhöhte Aufmerksamkeit zuteilwird. Bis zum Aufkommen der sozialen Medien beschränkte sich die Möglichkeit zur massenmedialen Informationsvermittlung auf einen kleinen Kreis von Personen, die über eine hohe Reputation sowie eine profunde Expertise auf einem Gebiet verfügen mussten, um die wiederkehrende Möglichkeit zur Verbreitung von Informationen über die traditionellen Massenmedien des Presse- und Rundfunkwesens zu erlangen. In den sozialen Medien kann nunmehr jedermann Informationen erstellen und verbreiten, die sich anschließend verselbständigen, da sie von einem unbestimm-

---

<sup>5</sup> Eingehend *IOSCO*, RMCTF Final Report, FR/05/2023, März 2023, S. 7 ff.; *Müllner et al.*, KoR 2023, 245 (245).

<sup>6</sup> *Müllner et al.*, KoR 2023, 245 (245) mit exemplarischem Verweis auf die Zahl junger Aktionäre bei *Deutsches Aktieninstitut*, Aktionärszahlen 2021, 19. Januar 2022, S. 10; siehe auch *Deutsches Aktieninstitut*, Aktionärszahlen 2020, 25. Februar 2021, S. 2; *Deutsches Aktieninstitut*, Aktionärszahlen 2022, 17. Januar 2023, S. 10, 26; *Deutsches Aktieninstitut*, Aktionärszahlen 2023, 11. Januar 2024, S. 11; *Hoffmann/Binder-Tietz/Jonas*, Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“, DIRK-Forschungsreihe Bd. 29, September 2022, S. 22.

baren Personenkreis rezipiert und durch Interaktionen wie Teilen, Kommentieren und Bewerten aufgegriffen und weitergegeben werden können.

Diese Dynamik bedingt, dass die in sozialen Medien zirkulierenden Informationen auch außerhalb des Kreises der Mediennutzer wahrgenommen und in traditionellen Medien aufgegriffen werden. Informationsströme werden über den Kreis der jeweiligen Mediennutzer hinaus aktiv beobachtet, von Multiplikatoren aufgegriffen und in anderen Medien weiterverbreitet. Je nach Brisanz können sich Informationen viral verbreiten. Zugleich öffnet diese Dynamik damit jedoch das Tor zur bewussten wie unbewussten Des- und Falschinformation durch bewusste Zuspitzung, fehlende Kontextualisierung und die verknäppte Darstellung von Informationen. Aufgrund der sozialen Medien hat die Verbreitung von Informationen über die sozialen Medien daher immer größere Auswirkungen auf die Finanzmärkte, wie bedeutende Fälle von Kurskapriolen, die über die sozialen Medien ausgelöst oder angetrieben wurden, verdeutlichen.<sup>7</sup> Vorfälle um börsennotierte Aktiengesellschaften wie *GameStop*, *AMC*, *Bed Bath & Beyond* oder *Peloton* prägten den Begriff der *Meme-Aktien*<sup>8</sup> und stehen sinnbildlich für die Wirkungsmacht der Informationsströme in den sozialen Medien. Zeitgleich ist im Zuge der Digitalisierung neben den klassischen Finanzmarktsegmenten ein komplett neues Marktsegment mit digitalen Vermögenswerten als neue Form der Kapitalanlage entstanden, auf dem meinungsstarke Informationsanbieter in den sozialen Medien mit zwielichtigen *Pump&Dump*-Praktiken bereits für Aufsehen gesorgt haben.<sup>9</sup>

Zugleich ist zu beobachten, dass junge Kleinanleger infolge der neuen Finanzintermediationsangebote zunehmend selbstbestimmt handeln (*self-directed trading*) und im Vorfeld einer Anlageentscheidung vermehrt auf die physischen Beratungsangebote professioneller Informationsintermediäre verzichten.<sup>10</sup> Stattdessen begeben sie sich in den sozialen Medien selbst auf die Suche nach Informationen zu individuell geeigneten Anlagemöglichkeiten, womit die jüngeren Kleinanlegergenerationen das Finanzmarktumfeld mit veränderten Informationsbedürfnissen konfrontieren.<sup>11</sup> Aufgrund ihrer digitalen Affinität und ihrer Erwartungshaltung an Handels- und Informationsmöglichkeiten heben sie sich damit

<sup>7</sup> Zu den Auswirkungen sozialer Medien auf den Finanzsektor allgemein und börsennotierten Finanzunternehmen im Besonderen siehe *Konow/Sehorz*, BKR 2024, 234.

<sup>8</sup> Zum Begriff siehe *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760 (763).

<sup>9</sup> *Dhawan/Putniņš*, 27 *Review of Finance* (2023), 935 (968 f.); eingehend zum Begriff und der Praktik des *Pump&Dump* unter 3. Kap. A.II.1.a)dd).

<sup>10</sup> *IOSCO*, RMCTF Final Report, FR/05/2023, März 2023, S. 16, 19.

<sup>11</sup> *Zülch*, NZG 2022, 1609 (1609); siehe auch *Styles/Kofler*, in: Hoffmann/Schierreck/Zerfaß, HdB Investor Relations und Finanzkommunikation, S. 215 (224), die sozialen Medien im Zuge der Auswertung einer 2012 durchgeführten Studie zu diesem Zeitpunkt noch keine bedeutende Rolle attestieren, jedoch im Zuge des steigenden Marktteilnahme jüngerer Kleinanlegergenera-

teils deutlich vom restlichen Anlegerpublikum ab.<sup>12</sup> Zugleich weisen sie jedoch keine Handelserfahrung und meist nur geringe Finanzmarktkenntnisse auf,<sup>13</sup> weshalb sie auf der Suche nach Informationen über Anlagemöglichkeiten in erhöhtem Maße auf verlässliche Anlageinformationen angewiesen sind, um die richtige Anlageentscheidung treffen zu können. Aufgrund ihrer Präferenz zur Nutzung sozialer Medien als Finanzinformationskanal spielen Informationsanbieter in den sozialen Medien eine immer bedeutender werdende Rolle in der Vorbereitung der Anlageentscheidungen junger Kleinanleger. Mithin zeichnet sich ein Wandel an den Finanzmärkten ab, der die Art und Weise, in der Kleinanleger sich informieren und handeln ebenso verändert wie die Art und Weise, in der von Finanzintermediären Informationsdienstleistungen zur Vorbereitung von Anlageentscheidungen erbracht werden.

### B. Gegenstand der Untersuchung

Bis vor Kurzem konnten ausschließlich Kommunikatoren in traditionellen Massenmedien die Funktion der medialen Informationsintermediation am Kapitalmarkt ausfüllen, da nur sie über den nötigen Medienzugang verfügten, um Informationen an ein breites Publikum vermitteln zu können. Akteuren in der Wirtschaftspresse sowie dem Rundfunk und Fernsehen kam neben der persönlichen Beratung durch Anlageberater die Aufgabe zu, die Informationsbedürfnisse von Kleinanlegern zu befriedigen, um eine Informationsgrundlage für deren Anlageentscheidungen zu schaffen. Auf diese Weise trugen diese Informationsintermediäre maßgeblich zur Meinungsbildung von Kleinanlegern in Fragen in der Kapitalanlage bei. Doch die Bedeutung der traditionellen Informationsintermediation schwindet kontinuierlich. Soziale Medien haben zur Konvergenz von Informationssendern und -empfängern geführt.<sup>14</sup> Konnten Anleger in traditionellen Informationsverbreitungskanälen bislang lediglich die Rolle des Rezipienten einnehmen, haben die sozialen Medien die Möglichkeit eröffnet, daneben sowohl die Rolle eines Informationsproduzenten als auch eines Informationsver-

---

tionen eine zukünftig steigende Bedeutung andeuten. Für diese Aussage untermauernde empirische Belege siehe Fn. 18.

<sup>12</sup> Eingehend *Hoffmann/Binder-Tietz/Jonas*, Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“, DIRK-Forschungsreihe Bd. 29, September 2022, S. 48 ff.

<sup>13</sup> Exemplarisch *Stolper/Walter*, 87 Journal of Business Economics (2017), 581 (633); siehe auch *Hoffmann/Binder-Tietz/Jonas*, Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“, DIRK-Forschungsreihe Bd. 29, September 2022, S. 45 ff.

<sup>14</sup> Im Kontext der sozialen Medien wird dabei teilweise von „Produsern“ gesprochen, siehe *Burkart*, Kommunikationswissenschaft, S. 126 m. w. N.

mittlers einnehmen zu können. Infolge der Ablösung der Ein-Wege-Kommunikation durch ein Zwei-Wege-Kommunikationsmodell, das von der Dynamik aller Beteiligten angetrieben wird,<sup>15</sup> geht die Rolle eines Nutzers sozialer Medien über die Rolle des bloß passiven Informationskonsumenten hinaus. In den vernetzten Kommunikationsräumen sozialer Medien können Nutzer aktiv die Rolle eines Anbieters von Finanzinformationen einnehmen.<sup>16</sup>

Journalisten, denen in den traditionellen Massenmedien bislang die weithin exklusive Funktion eines Torwächters (*gatekeeper*) zukam, indem sie darüber entschieden, welche Informationen der breiten Öffentlichkeit vermittelt wurden, haben infolgedessen an Bedeutung verloren.<sup>17</sup> Mit dem Aufkommen sozialer Medien hat sich ihre *Gatekeeper*-Funktion bedeutend abgeschwächt. In den Netzwerkstrukturen sozialer Medien kann nunmehr potenziell jeder Nutzer Informationen erstellen und verbreiten, ohne fundierte Fachkenntnisse vorweisen zu müssen oder sich bereits eine gewisse Reputation als Anbieter verlässlicher Informationen erarbeitet zu haben. Stattdessen erfolgt der Aufbau einer Reputation direkt in den sozialen Medien, indem schwerpunktmäßig finanzbezogene Informationen erstellt und verbreitet werden. Mit zunehmender Sichtbarkeit innerhalb des Mediums steigt die Reichweite und mithin die Breitenwirkung der veröffentlichten Informationen sowie der Grad der von Rezipienten wahrgenommenen Expertise. Auf diese Weise haben sich in den sozialen Medien reichweitenstarke Personen etabliert, die es sich zur Aufgabe gemacht haben, das dort nach Finanzinformationen suchende Anlegerpublikum mit finanzbezogenen Informationen zu versorgen. Im Lichte der steigenden gesellschaftlichen Bedeutung sozialer Medien können diese Akteure zunehmend auf den Informationsstand, das Meinungsbild und die Verhaltensweisen der Nutzer sozialer Medien einwirken.<sup>18</sup> Insbesondere unter jüngeren Anlegergenerationen ist die Relevanz dieser sog. Influencer überproportional hoch, wie verschiedene Studien belegen, die in diesem Zusammenhang auf einen zunehmenden Einfluss von sog. Finanz-Influencern auf das Anlageverhalten ihres Publikums hinweisen, welches die von ihnen vermittelten Informationen rezipiert und zur Grundlage der eigenen Anlageentscheidung erhebt.<sup>19</sup> Jüngere Anlegergenerationen ziehen die von Finanz-

<sup>15</sup> Stumpp/Michelis in: Stumpp/Michelis/Schildhauer, Social Media HdB, S. 23 (31).

<sup>16</sup> Burkart, Kommunikationswissenschaft, S. 454.

<sup>17</sup> Instruktiv Neuberger, in: Taddicken/Schmidt, HdB Soziale Medien, S. 82 (82).

<sup>18</sup> Zur höheren Bedeutung sozialer Medien unter jüngeren Kleinanlegern siehe Pellens/Schmidt, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, 2014, S. 37; Pellens/Ahlich/Schmidt, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, 2018, S. 62.

<sup>19</sup> Exemplarisch Müllner et al., KoR 2023, 245 (245); siehe auch Hoffmann/Binder-Tietz/Jonas, Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“, DIRK-Forschungsreihe Bd. 29, September 2022, S. 51 (Abb. 26); siehe auch unter I. Kap. B.II.1.b)dd).



Influencern vermittelten Informationen folglich in zunehmendem Maße zur Entscheidungsfindung im Bereich der Kapitalanlage heran, wodurch Finanz-Influencer für manche bereits zu einem Ersatz für klassische Informationsintermediäre avanciert sind.<sup>20</sup>

Im Zuge des eingangs kurz erwähnten Vorfalls um *GameStop* erlangte das Phänomen der Finanz-Influencer weitreichende Bekanntheit.<sup>21</sup> Da es sich um ein relativ junges und infolgedessen noch nicht weitläufig erforschtes Phänomen handelt,<sup>22</sup> bildet dessen nähere Beleuchtung den ersten Teilgegenstand dieser Untersuchung. Die bisherigen Erkenntnisse deuten bereits darauf hin, dass die Tätigkeit von Finanz-Influencern unter Verbraucherschutzgesichtspunkten kritisch auf eine Erfassung durch die bestehende aufsichtsrechtliche Regulierung hin zu untersuchen ist.<sup>23</sup> Mit dem Aufkommen des Phänomens der Finanz-Influencer drängt sich folglich die Frage nach der rechtlichen Einordnung auf. Nicht zuletzt da vereinzelt vorgebracht wird, dass die gegenwärtigen rechtlichen Rahmenbedingungen keinen ausreichenden Schutz für Kleinanleger vor den potenziellen Schäden durch Finanz-Influencer bieten könnten,<sup>24</sup> rückt somit die Frage nach der aufsichtsrechtlichen Einordnung der Tätigkeit von Finanz-Influencern als zweiter Teilgegenstand der Untersuchung in den Vordergrund. Ausgeklammert wird dabei die bereits im Kontext von Influencern vorgenommene medien- und wettbewerbsrechtliche Einordnung, sodass im Rahmen dieser Untersuchung einzig der Frage nachgegangen wird, welchen finanzaufsichtsrechtlichen Vorgaben Finanz-Influencer im Rahmen der Ausübung ihrer Tätigkeiten unterliegen und wie diese Vorgaben aufsichtsbehördlich durchgesetzt werden. Die Beantwortung dieser Frage stellt vor dem Hintergrund bestehender Zweifel hinsichtlich einer aufsichtsrechtlichen Erfassung den Schwerpunkt der rechtlichen Untersuchung dar. Zugleich lassen sich daraus Erkenntnisse für die Beantwortung der Frage gewinnen, ob Kleinanleger aus einer finanzaufsichtsrechtlichen Perspektive ausreichend vor den mit der Tätigkeit von Finanz-Influencern einhergehenden Risiken geschützt sind. Eine Gesamtschau ebnet der Untersuchung zugleich den weiteren Weg hin zur Evaluation regulatorischen Handlungsbedarfs.

<sup>20</sup> In diese Richtung *Müllner et al.*, KoR 2023, 245 (249 f.).

<sup>21</sup> Zu bisherigen empirischen Erkenntnissen siehe unten unter 1. Kap. B.II.1.b).

<sup>22</sup> *Pflücke*, EuCML 2022, 212 (213); siehe auch *Müllner et al.*, KoR 2023, 245 (247) mit einem Hinweis auf die empirische Studienlage im deutschsprachigen Raum.

<sup>23</sup> In diese Richtung auch *Klinger/Peters*, Überschuldungsradar 2023/36: Finfluencer und Verbraucherschutz, November 2023; *Neuerer*, Verbraucherschützer warnen vor Influencer-Werbung für riskante Geldanlagen, Handelsblatt Online, 15. März 2024, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/grauer-kapitalmarkt-verbraucherschuetzer-warnen-vor-influencer-werbung-fuer-riskante-geldanlagen/100023996.html>.

<sup>24</sup> *Pflücke*, Rethinking the Regulation of Financial Influencers, Verfassungsblog Beitrag vom 23. Mai 2023.

### C. Gang der Untersuchung

Da insbesondere junge Kleinanleger zunehmend soziale Medien nutzen und der darüber stattfindenden Einflussnahme ausgesetzt sind,<sup>25</sup> wird der Gang der Untersuchung von der Leitfrage vorgegeben, wie die Tätigkeit von Finanz-Influencern *de lege lata* aufsichtsrechtlich einzuordnen ist. Zur Grundlegung muss dafür zunächst die Tätigkeit von Finanz-Influencern aus einer sozialwissenschaftlichen Perspektive beleuchtet werden. Hierfür wird in einem ersten Schritt anhand empirischer Befunde aus dem Bereich der Soziologie die Entwicklung des Konzepts der Meinungsführer bis hin zum Phänomen der Finanz-Meinungsführer skizziert. Diese Vorarbeit bildet zugleich den Ausgangspunkt zur Erschließung des kommunikationswissenschaftlich untersuchten Phänomens der Finanz-Influencer. Dafür wird das Konzept der Finanz-Meinungsführer in einem dritten Schritt in einen digitalen Kontext überführt, indem entlang der empirischen Forschung ein Licht auf die im Zuge der Digitalisierung gewandelten Ausprägungen des Meinungsführerkonzepts geworfen wird, wobei sich der Blick auf Finanz-Influencer verengt. Nachdem ein Begriffsverständnis hergeleitet und die unter diesen Begriff zu fassenden Personen eingegrenzt wurden, wird das Geschäftsmodell von Finanz-Influencern unter Heranziehung empirischer Befunde systematisiert. Anhand einer Klassifizierung des Tätigkeitsspektrums werden die regulatorischen Risiken aufgezeigt, was in die rechtswissenschaftliche Grundlegung zum Phänomen der Finanz-Influencer überleitet.

Im Rahmen der rechtswissenschaftlichen Grundlegung erfolgt zunächst ein Seitenblick auf die bestehenden medien- und wettbewerbsrechtlichen Vorgaben für (Finanz-)Influencer, um das unter Anlegerschutzgesichtspunkten bestehende finanzaufsichtsrechtliche Regulierungsbedürfnis im Hinblick auf das Phänomen der Finanz-Influencer herauszuarbeiten. Zur Eingrenzung des aufsichtsrechtlichen Untersuchungsrahmens wird die Genese des bereits auf Finanz-Meinungsführer abzielenden aufsichtsrechtlichen Regulierungsrahmens nachgezeichnet, womit das Phänomen der Finanz-Meinungsführer mit seinen rechtlichen Implikationen verflochten wird. Dem nunmehr konzeptionell eingerahmten Untersuchungsgegenstand der Finanz-Influencer wird sodann die aufsichtsrechtliche Regulierung zu Finanz-Meinungsführern gegenübergestellt, da in Anbetracht der zwischen Finanz-Meinungsführern und Finanz-Influencern bestehenden Parallelen auf diese Weise der aufsichtsrechtliche Untersuchungsrahmen abgesteckt

---

<sup>25</sup> Kritisch mit Blick auf den derzeitigen Rechtsrahmen *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien (EU) 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und (EU) 2016/97 im Hinblick auf die Unionsvorschriften zum Schutz von Kleinanlegern, COM(2023) 279 final, 24. Mai 2023, S. 114.

werden kann, indem die Möglichkeit einer Anwendbarkeit der für Finanz-Meinungsführer geltenden Regulierungsbereiche auf Finanz-Influencer aufgeworfen wird, was den Grundstein für die nachfolgende aufsichtsrechtliche Einordnung legt.

Im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Einordnung des Phänomens der Finanz-Influencer gilt es anschließend vor dem Hintergrund zunehmender Zweifel an einer aus Kleinanlegerschutzgesichtspunkten ausreichenden Regulierung von Finanz-Influencern zu klären, inwieweit sich die einzelnen Tätigkeiten von Finanz-Influencern in die Anwendungsbereiche der verschiedenen im Finanzmarktaufsichtsrecht bereits regulierten Informationsdienstleistungen einordnen lassen. Dafür wird die zuvor erarbeitete Klassifizierung des Tätigkeitsspektrums in die im Aufsichtsrecht verwendete Terminologie übersetzt und eine rechtliche Einordnung der empirisch nachgewiesenen Informationstätigkeiten von Finanz-Influencern in die Anwendungsbereiche der aufsichtsrechtlich regulierten Informationsdienstleistungen vorgenommen. Angesichts der Tatsache, dass Finanz-Influencer sich im Rahmen ihrer Tätigkeit inhaltlich sowohl auf Finanzinstrumente als auch auf Kryptowerte beziehen, ist die aufsichtsrechtliche Einordnung von Finanz-Influencern dabei sowohl an Märkten für Finanzinstrumente als auch an Märkten für Kryptowerte vorzunehmen. In diesem Zuge erfolgt eine Gegenüberstellung beider Aufsichtsregime, um etwaig bestehende Regelungslücken im Finanzaufsichtsrecht zu identifizieren.

Ausgehend davon wird eine Bewertung der aufsichtsrechtlichen Erfassung von Finanz-Influencern *de lege lata* vorgenommen, wobei im Wege einer Gesamtbetrachtung des Rechtsrahmens für Finanz-Influencer der regulatorische Anpassungsbedarf *de lege ferenda* evaluiert wird. Auf diese Weise vermag die aufgeworfene Leitfrage der aufsichtsrechtlichen Einordnung der Tätigkeit von Finanz-Influencern sowohl mit Blick auf die gegenwärtige Rechtslage als auch eine mögliche zukünftige Rechtslage einer umfassenden Antwort zugeführt zu werden.

## Erstes Kapitel

### Sozialwissenschaftliche Grundlegung

Im folgenden Abschnitt werden die Grundlagen für die sich anschließende rechtliche Untersuchung gelegt. In einem ersten Schritt wird das in der Soziologie erforschte Phänomen der Meinungsführer entlang der kommunikationswissenschaftlichen Fortentwicklung des daraus abgeleiteten Konzepts der Meinungsführerschaft in einen finanzbezogenen Kontext übertragen (I.). Von dem Phänomen der Finanz-Meinungsführer wird in einem zweiten Schritt das im Zuge der fortschreitenden Digitalisierung aufgekommene Phänomen der Finanz-Influencer abgeleitet und im Hinblick auf das Geschäftsmodell sowie die damit einhergehenden Risiken für Kleinanleger beleuchtet (II.), womit Finanz-Influencer letztlich als neuer Typus eines Finanz-Meinungsführers eingeordnet werden (III.).

#### *A. Das Phänomen der Finanz-Meinungsführer*

Um das Phänomen der Finanz-Influencer mit seinen gesamtgesellschaftlichen Auswirkungen adäquat begreifen zu können, ist eine Betrachtung des Konzepts der Meinungsführer als Ausgangspunkt einer mehr als ein halbes Jahrhundert überspannenden Entwicklung der Informationsgewinnung und Meinungsbildung essenziell. Im Jahr 1940 untersuchten die Soziologen *Paul Felix Lazarsfeld*, *Bernard Berelson* und *Hazel Gaudet* in einem politischen Kontext den Einfluss der zu dieser Zeit vorherrschenden Massenmedien auf die Meinungsbildung der US-amerikanischen Bevölkerung.<sup>1</sup>

#### *I. Meinungsführer im sozialen Umfeld*

Im Mittelpunkt dieser in der Gemeinde Erie County im Bundesstaat Ohio durchgeführten Feldstudie stand dabei zunächst das Interesse, die persuasive Wirkung von Presse und Radio auf das politische Meinungsbild und die Entscheidungs-

---

<sup>1</sup> Zur Methodik, *Lazarsfeld/Berelson/Gaudet*, *The People's Choice*, S. 3 ff.; eingehend auch *Lowery/De Fleur*, *Milestones in Mass Communication Research*, S. 82 ff.; knapp bei *Geise*, *Meinungsführer und der „Flow of Communication“*, 2017, S. 39 ff.

findung im Vorfeld der im selben Jahr stattfindenden Präsidentschaftswahl zu untersuchen. Wie sich jedoch bereits nach den ersten Befragungen herauskristallisierte, fungierten anstelle der Medien vielfach Personen aus dem sozialen Umfeld als primärer Einflussfaktor. Daraufhin wurde die Untersuchung um die Identifikation dieser Personen und die Beobachtung ihres Einflusses erweitert.<sup>2</sup>

### 1. Entstehung und Begriff der Meinungsführer

Zur Identifikation dieser Personen wurde der Fragenkatalog um zwei Fragen erweitert. Konkret wurden die Befragten gefragt, ob sie in letzter Zeit versucht hatten, jemanden von ihrer politischen Ausrichtung zu überzeugen („Have you tried to convince anyone of your political ideas recently?“), oder ob man sie für Rat zu politischen Themen konsultiert hatte („Has anyone asked your advice on a political question recently?“).<sup>3</sup> Personen, die mindestens eine der beiden Fragen bejahten, wurden als sog. *opinion leaders* klassifiziert.<sup>4</sup> Die abschließenden Befunde dieser Befragungen offenbarten, dass etwa ein Fünftel der Befragten eigenen Angaben zufolge versucht hatte, jemanden von der eigenen politischen Meinung zu überzeugen oder von anderen um Rat gefragt worden war.<sup>5</sup> Die der Gruppe der Meinungsführer zugeordneten Personen gaben an, sich aufgrund ihres genuinen Interesses an der bevorstehenden Präsidentschaftswahl intensiv mit diesem Thema auseinandergesetzt und die dazugehörige Medienberichterstattung in Presse und Radio intensiv verfolgt zu haben, während Personen, die sich von den *opinion leaders* hatten überzeugen lassen oder ihrem Rat gefolgt waren (sog. *followers*), demgegenüber ein signifikant geringeres Interesse an der Wahl und eine gleichsam geringere Verfolgung der Medienberichterstattung bekundeten.<sup>6</sup> Während *opinion leaders* ihre politischen Überzeugungen aktiv kommunizierten und ihre Deutungsmuster häufiger an Dritte weitergaben, beschränkte sich die Rolle der *followers* im Kommunikationsprozess weitgehend auf die Rezeption und Konsumtion der von den *opinion leaders* vermittelten Informationen.<sup>7</sup> Demnach kam den Massenmedien im Vergleich zur Gruppe der *opinion leaders* aus dem unmittelbaren sozialen Umfeld im Hinblick auf die Beeinflussung der politischen Meinung sowie der individuellen Wahlentscheidung nur

<sup>2</sup> Siehe etwa Lowery/De Fleur, *Milestones in Mass Communication Research*, S. 100; Geise, *Meinungsführer und der „Flow of Communication“*, 2017, S. 40.

<sup>3</sup> Lazarsfeld/Berelson/Gaudet, *The People's Choice*, S. 50.

<sup>4</sup> Lazarsfeld/Berelson/Gaudet, *The People's Choice*, S. 50.

<sup>5</sup> Lazarsfeld/Berelson/Gaudet, *The People's Choice*, S. 50.

<sup>6</sup> Während von den Meinungsführern 61 % ein starkes Interesse an der Wahl bekundeten, bestätigten dies nur 24 % der sog. „followers“: Lazarsfeld/Berelson/Gaudet, *The People's Choice*, S. 51.

<sup>7</sup> Geise, *Meinungsführer und der „Flow of Communication“*, 2017, S. 41.