

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 307

Swarm Trading als Marktmanipulation?

Grenzen des Art. 12 MAR
im Lichte der sozialen Medien

Von

Tobias Christoph Rüßmann



Duncker & Humblot · Berlin

TOBIAS CHRISTOPH RÜSSMANN

Swarm Trading als Marktmanipulation?

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 307

Swarm Trading als Marktmanipulation?

Grenzen des Art. 12 MAR
im Lichte der sozialen Medien

Von

Tobias Christoph Rüßmann



Duncker & Humblot · Berlin

Die Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft
hat diese Arbeit im Jahr 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpär
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19810-8 (Print)
ISBN 978-3-428-59810-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsübersicht

§ 1 Einleitung	25
A. Ziel der Untersuchung und Abgrenzung des Forschungsgegenstands	26
B. Gang der Untersuchung	27
§ 2 Der Fall GameStop – Chronologie und Einflussfaktoren	29
A. Die Reddit-Rally: Chronologie der Ereignisse	29
B. Einflussfaktoren	35
I. Leerverkäufe durch institutionelle Investoren	36
II. Neobroker als Einstiegstor zu den Kapitalmärkten	45
III. Soziale Medien als Anknüpfungspunkt für Investitionsentscheidungen	54
C. Fazit	60
§ 3 Konzeptionelle Grundlagen effizienter Kapitalmärkte	62
A. Begriff des Kapitalmarktrechts	62
B. Regelungsziele	63
I. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als übergeordnetes Ziel	63
II. Anlegerschutz	65
C. Die Bedeutung von Kursen für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt	66
I. Informations- und Bewertungsfunktion	67
II. Kapitalmarkttheorie versus Kapitalmarktrealität	70
§ 4 Swarm Trading	76
A. Begriff und Erscheinungsformen	76
I. Begriffsbildung: Der Schwarm als Ausgangspunkt	76
II. Kategorien der Swarm Trader	80
III. Zwischenfazit	83
B. Abgrenzung zu weiteren online-basierten Handelspraktiken	83
I. Crowdinvesting	83
II. Social Trading	86

C. Wohlfahrtsökonomische Auswirkungen auf die Kapitalmärkte	90
I. Chancen	91
II. Risiken	96
D. Fazit	108
§ 5 Überblick: Das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 12, 15 MAR	110
A. Ökonomische Rechtfertigung und Telos	110
B. Regelungsstruktur im europäischen Mehrebenensystem	112
I. Level 1	112
II. Level 2	113
III. Level 3 und 4	114
IV. Nationale Umsetzung	114
C. Normstruktur und Wirkweise des Art. 12 MAR	115
§ 6 Marktmanipulation durch interaktive Swarm Trader	119
A. Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	119
I. Abgabe einer Stellungnahme	120
II. Ausnutzung eines Zugangs zu den Medien	125
III. Vorheriges Eingehen einer Position	126
IV. Keine Mitteilung des Interessenkonflikts	127
V. Nutzziehung aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs	144
VI. Subjektiver Tatbestand	179
B. Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR	180
I. Manipulationshandlung	180
II. Täuschung	182
III. Manipulationseffekt: (Wahrscheinliche) Kursbeeinflussung	186
IV. Subjektiver Tatbestand	186
C. Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR	187
I. Verbreitung von Informationen	188
II. Manipulationseffekt	190
III. Subjektiver Tatbestand	195
D. Fazit	196
§ 7 Marktmanipulation auch durch verdeckte Swarm Trader	198
A. Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR	199
I. Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung	199
II. Absprache als verbindendes Element	205

III. Manipulationseffekt	230
IV. Subjektiver Tatbestand	232
B. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR	232
I. Manipulationshandlung	233
II. Manipulationseffekt	234
III. Kein Tatbestandsausschluss	245
C. Fazit	246
 § 8 Schlussbetrachtung	 247
A. Swarm Trading und die Neujustierung des „Privatanlegers“	247
B. Eignung des Marktmanipulationsverbots zur Erfassung von Anlegerschwärmen	248
C. Überlegungen für einen regulatorischen Zugriff	251
I. Lockerung der Offenlegungspflichten von Leerverkäufern	251
II. Obligatorische anlassbezogene Warnhinweise durch Neobroker	252
III. Künstliche Intelligenz als notwendiges Instrument der Marktaufsicht	253
D. Ausblick	255
 § 9 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	 256
 Literaturverzeichnis	 266
Sachwortverzeichnis	291

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	25
A. Ziel der Untersuchung und Abgrenzung des Forschungsgegenstands	26
B. Gang der Untersuchung	27
§ 2 Der Fall GameStop – Chronologie und Einflussfaktoren	29
A. Die Reddit-Rally: Chronologie der Ereignisse	29
B. Einflussfaktoren	35
I. Leerverkäufe durch institutionelle Investoren	36
1. Der Leerverkauf	37
a) Begriff	37
b) Gedeckte und ungedeckte Leerverkäufe	38
c) Charakteristika der Leerverkaufsposition	39
d) Risiko des <i>short squeeze</i>	40
2. <i>Short squeeze</i> im Fall GameStop	42
II. Neobroker als Einstiegstor zu den Kapitalmärkten	45
1. Begriffsbestimmende Merkmale des Neobrokers	45
2. <i>Payment for Order Flow</i>	46
3. Bedeutung für die Kapitalmärkte	51
a) Erschließung einer neuen Anlegergeneration	51
b) Rolle im Fall GameStop	53
III. Soziale Medien als Anknüpfungspunkt für Investitionsentscheidungen	54
1. Reddit als maßgebliche Kommunikationsplattform	54
a) Bedeutung von Reddit als soziales Netzwerk	54
b) Funktionsweise	55
c) r/wallstreetbets	56
2. Einfluss sozialer Medien auf die Kursentwicklung von „ <i>Meme Stocks</i> “	59
C. Fazit	60
§ 3 Konzeptionelle Grundlagen effizienter Kapitalmärkte	62
A. Begriff des Kapitalmarktrechts	62

B. Regelungsziele	63
I. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als übergeordnetes Ziel	63
1. Allokationseffizienz	63
2. Institutionelle Effizienz	64
3. Operationale Effizienz	65
II. Anlegerschutz	65
C. Die Bedeutung von Kursen für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt	66
I. Informations- und Bewertungsfunktion	67
1. Informationsfunktion	67
2. Bewertungsfunktion	68
II. Kapitalmarkttheorie versus Kapitalmarktrealität	70
1. Grundannahmen der ECMH in ihrer halbstrengen Form	70
a) Rationale Bewertung der Handelsobjekte durch den Markt	70
b) Unverzögliche Ausnutzung von Arbitragemöglichkeiten	70
2. Einwände der Behavioral Finance	72
a) Begrenzte Rationalität der Marktteilnehmer	72
b) „Limits of arbitrage“	73
3. Folgen für die Auslegung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften	74
§ 4 Swarm Trading	76
A. Begriff und Erscheinungsformen	76
I. Begriffsbildung: Der Schwarm als Ausgangspunkt	76
1. Emergente Verhaltensmuster der Schwarmmitglieder	77
2. Räumliches Zusammenwirken: Soziale Medien als Schwarmforum	77
3. Zeitliches Zusammenwirken: Positionseröffnung bis -schließung	78
4. Schlussfolgerungen	79
II. Kategorien der Swarm Trader	80
1. Interaktive Swarm Trader	80
2. Verdeckte Swarm Trader	81
III. Zwischenfazit	83
B. Abgrenzung zu weiteren online-basierten Handelspraktiken	83
I. Crowdinvesting	83
1. Funktionsweise und europäische Regulierung	84
2. Abgrenzung zum Swarm Trading	85
II. Social Trading	86
1. Funktionsweise	87
2. Abgrenzung zum Swarm Trading	89
C. Wohlfahrtsökonomische Auswirkungen auf die Kapitalmärkte	90
I. Chancen	91
1. Beitrag zur „Demokratisierung der Kapitalmärkte“	91

2. Steigerung der Informationseffizienz durch kollektive Intelligenz?	92
a) Ausgangspunkt: Informationsarbitrage vs. Verhaltensökonomik	93
aa) Schlussfolgerung nach dem Informationsarbitragemodell	94
bb) Interpretationsmöglichkeiten aus Sicht der Behavioral Finance	94
b) Fazit: Steigerung der Informationseffizienz nur in Einzelfällen	95
II. Risiken	96
1. Verringerung der Informationseffizienz durch Falschinformationen	96
2. Verringerung der Bewertungseffizienz durch Herdenverhalten	98
3. Verringerung der Informations- und Bewertungseffizienz durch <i>predatory trading</i>	100
a) Funktionsweise am Beispiel des <i>squeezing</i>	101
b) <i>Predatory trading</i> durch Swarm Trader	102
c) Wohlfahrtsökonomische Implikationen	103
aa) Allgemeine Implikationen des <i>predatory trading</i>	103
bb) Auswirkungen auf Leerverkäufer: Verringerung der Informations- effizienz	104
(1) Funktion von Leerverkäufen am Kapitalmarkt	104
(2) Auswirkungen des <i>squeezing</i>	106
cc) Zwischenergebnis	107
D. Fazit	108
 § 5 Überblick: Das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 12, 15 MAR	110
A. Ökonomische Rechtfertigung und Telos	110
B. Regelungsstruktur im europäischen Mehrebenensystem	112
I. Level 1	112
II. Level 2	113
III. Level 3 und 4	114
IV. Nationale Umsetzung	114
C. Normstruktur und Wirkweise des Art. 12 MAR	115
 § 6 Marktmanipulation durch interaktive Swarm Trader	119
A. Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	119
I. Abgabe einer Stellungnahme	120
1. Begriff der Stellungnahme	120
2. Stellungnahmen durch interaktive Swarm Trader	121
a) Social-Media-Aktivität als Stellungnahme	121
b) Stellungnahmen von Keith Gill im Fall GameStop	123
c) Zwischenergebnis	125
II. Ausnutzung eines Zugangs zu den Medien	125

III. Vorheriges Eingehen einer Position	126
IV. Keine Mitteilung des Interessenkonflikts	127
1. Erfordernis der „gleichzeitigen“ Mitteilung	128
a) Funktionales Verständnis	128
b) Gleichzeitige Mitteilung des Interessenkonflikts durch Keith Gill?	129
2. Umfang der Mitteilungspflicht	130
a) Mitteilungspflicht hinsichtlich der Positionshöhe	130
aa) Teile der Literatur: Mitteilungspflicht (bei entsprechender Erheblichkeit)	131
bb) Herrschende Meinung: Keine Mitteilungspflicht	131
cc) Bedeutung des Streits am Beispiel der Stellungnahmen von Keith Gill	132
dd) Eigene Würdigung	133
(1) Erheblichkeit der Position als untaugliches Abgrenzungselement	133
(2) Grundsätzliche Pflicht zur Offenlegung der Positionshöhe	134
b) Mitteilungspflicht hinsichtlich einer Glattstellungsabsicht	135
aa) Nichtoffenlegung einer bestehenden Glattstellungsabsicht	136
bb) Täuschung über das (Nicht-)Bestehen einer Glattstellungsabsicht	139
(1) Typische Konstellationen	139
(2) Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR als einschlägige Sanktionsgrundlage?	140
c) Erforderlichkeit einer Identitätsoffenlegung	142
3. Zwischenfazit	144
V. Nutzziehung aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs	144
1. Feststellung der Auswirkungen auf den Kurs	144
a) Problemaufriss	145
b) Lösungsansätze	148
aa) Strafrechtliche Kausalitäts- und Zurechnungsdogmatik	148
(1) Parallelen zur Kausalität bei Kollektiventscheidungen in Gremien	150
(a) Herleitung	150
(b) Anwendung auf Swarm Trader	151
(2) Parallelen zu den „Kumulationsdelikten“ des Umweltstrafrechts	153
(a) Herleitung	153
(b) Anwendung auf Swarm Trader	155
(3) Zwischenergebnis	155
bb) Autonom kapitalmarktrechtliche Betrachtung	155
(1) Anknüpfung an Art. 12 Abs. 1 MAR: Kursbeeinflussungswahrscheinlichkeit	156

(2) Konturierung des verständigen Anlegers	158
(a) Individualisierende vs. kollektive Betrachtung	159
(aa) Herrschend: individualisierende Betrachtung des ver- ständigen Anlegers	159
(bb) Im Vordringen: verständiger Anleger als Marktabbild	161
(b) Die Berücksichtigungsfähigkeit irrationaler Marktreaktionen als insiderrechtlich geprägte Debatte	163
(aa) <i>Pro</i> Berücksichtigung irrationaler Marktreaktionen ..	164
(bb) <i>Contra</i> Berücksichtigung irrationaler Marktreaktionen	165
(α) Ad-hoc-Publizitätspflicht	166
(β) Insiderhandelsverbot	167
(γ) Zwischenergebnis	169
(cc) Zwischenfazit	170
(c) Die Berücksichtigungsfähigkeit irrationaler Marktreaktionen im Rahmen des Art. 12 MAR	170
(aa) Der verständige Anleger als Auslegungskriterium des Marktmanipulationstatbestands	170
(bb) Rationalitätsgrad: Abweichung vom Leitbild des Art. 7 Abs. 4 MAR	171
(α) Wortlaut	173
(β) Telos	173
(cc) Zwischenfazit	175
(3) Bedeutung für die Stellungnahme des interaktiven Swarm Tra- ders	176
2. Nutzziehung	177
VI. Subjektiver Tatbestand	179
B. Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR	180
I. Manipulationshandlung	180
II. Täuschung	182
1. Allgemeine Anforderungen	182
2. Mögliche Abweichungen vom Täuschungsinhalt des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	182
a) Abgabe der Stellungnahme vor Positionseröffnung	183
b) Täuschung über Glattstellungsabsicht trotz Aufdeckung des Interessen- konflikts	185
III. Manipulationseffekt: (Wahrscheinliche) Kursbeeinflussung	186
IV. Subjektiver Tatbestand	186
C. Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR	187
I. Verbreitung von Informationen	188

II. Manipulationseffekt	190
1. Markttäuschungswahrscheinlichkeit	190
a) Signalwirkung	190
b) Falsch oder irreführend	192
2. Kursmanipulationswahrscheinlichkeit	193
III. Subjektiver Tatbestand	195
D. Fazit	196
 § 7 Marktmanipulation auch durch verdeckte Swarm Trader	 198
A. Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR	199
I. Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung	199
1. Marktbeherrschende Stellung	200
2. Sicherung	203
II. Absprache als verbindendes Element	205
1. Anknüpfung an kartellrechtliche Kriterien	207
a) Art. 102 AEUV	207
b) Anwendung auf Swarm Trading	208
2. Anknüpfung an kapitalmarktrechtliche Kriterien: <i>acting in concert</i>	211
a) Kapitalmarktrechtliche Einordnung	211
aa) Beteiligungstransparenz	211
bb) Übernahmerecht	213
b) Implementierung in Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR	215
aa) Abstimmungsobjekt	215
(1) Ausgangspunkt Transparenz-RL und Übernahme-RL	215
(2) Abstimmungsobjekt in Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR: Sicherung der marktbeherrschenden Stellung	216
bb) Abstimmungsverhalten	218
c) Anwendung auf Swarm Trading	220
3. Absprache als Einfallstor für die allgemeine Strafrechtsdogmatik?	220
4. Stellungnahme	221
a) Grammatische und systematische Auslegung	222
b) Teleologische Auslegung	224
aa) Ziel der Verhaltensabstimmung	225
bb) Form der Verhaltensabstimmung	226
cc) Kausalzusammenhang	228
c) Zwischenfazit	228
5. (Kein) Handeln in Absprache durch Swarm Trader?	229
III. Manipulationseffekt	230
IV. Subjektiver Tatbestand	232

B. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR	232
I. Manipulationshandlung	233
II. Manipulationseffekt	234
1. Rückgriff auf Indikatoren gemäß Art. 12 Abs. 3 MAR: <i>Abusive Squeeze</i>	234
2. Allgemeine Voraussetzungen	237
a) Markttäuschungswahrscheinlichkeit	237
aa) Signalwirkung	237
bb) Falsches Signal	239
cc) Irreführendes Signal	239
b) Kursmanipulationswahrscheinlichkeit	242
c) Übertragung der Wertung des Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR	243
3. Zwischenergebnis	245
III. Kein Tatbestandsausschluss	245
C. Fazit	246
 § 8 Schlussbetrachtung	247
A. Swarm Trading und die Neujustierung des „Privatanlegers“	247
B. Eignung des Marktmanipulationsverbots zur Erfassung von Anlegerschwärmen	248
C. Überlegungen für einen regulatorischen Zugriff	251
I. Lockerung der Offenlegungspflichten von Leerverkäufern	251
II. Obligatorische anlassbezogene Warnhinweise durch Neobroker	252
III. Künstliche Intelligenz als notwendiges Instrument der Marktaufsicht	253
D. Ausblick	255
 § 9 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	256
 Literaturverzeichnis	266
Sachwortverzeichnis	291

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
ACM	Association for Computing Machinery
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft / Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankR-HdB	Bankrechts-Handbuch
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründer/in
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörseG	Börsegesetz (Österreich)
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
ca.	circa
CAIO	Chief Artificial Intelligence Officer
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
COBS	Conduct of Business Sourcebook
Corp.	Corporation
CRIM-MAD	Marktmissbrauchsrichtlinie (2014)
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DeIVO	Delegierte Verordnung
ders.	derselbe
dies.	dieselbe/n

DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DJT	Deutscher Juristentag
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
ECML	European Capital Markets Law
ECSP-VO	Schwarmfinanzierungsverordnung
Ed.	Edition
EFSL	European Financial Services Law
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
engl.	englisch
EnzEuR	Enzyklopädie Europarecht
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
et al.	et alii/aliae/alia („und andere“)
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EU-WirtschaftsR-HdB	Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGesR	Europäisches Gesellschaftsrecht
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUR	Euro
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FinTech	Finanztechnologie
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GIF	Graphical Interchange Format
GK	Großkommentar
GRUR-Prax	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht in der Praxis (Zeitschrift)
GZ	Geschäftszeichen
h. L.	herrschende Lehre
h. M.	herrschende Meinung
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber/in
i. V. m.	in Verbindung mit
Inc.	Incorporated
ISIN	International Security Identification Number
JC	Joint Committee

JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
Kap.	Kapitel
KapAnlR-HdB	Handbuch des Kapitalanlagerechts
Kapitalmarktinf-HdB	Handbuch der Kapitalmarktinformation
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KI	Künstliche Intelligenz
KK	Kölner Kommentar
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
krit.	kritisch
LG	Landgericht
lit.	littera (Buchstabe)
LK	Leipziger Kommentar
LLC	Limited Liability Company
LLP	Limited Liability Partnership
LP / L.P.	Limited Partnership
LS	Lang & Schwarz
Ls.	Leitsatz
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MAD	Marktmissbrauchsrichtlinie (2003)
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MarktmissbrauchsR-HdB	Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht
MiFID	Europäische Finanzmarktrichtlinie
MiFIR	Europäische Finanzmarktverordnung
MüKo	Münchener Kommentar
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NK	NomosKommentar
No.	Number
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over-The-Counter
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
RDl	Recht Digital (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Seite/Satz
SE	Societas Europaea
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannte/r
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
StGB	Strafgesetzbuch
str.	streitig
StV	Strafverteidiger (Zeitschrift)

SWK	StichwortKommentar
TK	Tübinger Kommentar
UAbs.	Unterabsatz
ÜbG	Übernahmegesetz (Österreich)
Urt.	Urteil
US/USA	Vereinigte Staaten (von Amerika)
USD	US-Dollar
v.	von/vom
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vorb.	Vorbemerkung
Vorlagebeschl.	Vorlagebeschluss
VW	Volkswagen
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZdiW	Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das ganze Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZJS	Zeitschrift für das juristische Studium
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft

§ 1 Einleitung

„If I put \$GME on your radar, and you did well, I'm happy for you. However, what is going on now – there should be legal and regulatory repercussions. This is unnatural, insane, and dangerous.“¹

Im Frühjahr 2021 wurden die Kapitalmärkte weltweit in Aufruhr versetzt. In einer bis dato beispiellosen Aktion gelang es einer Vielzahl von (vornehmlich Privat-)Anlegern, die über die sozialen Medien ihr Handelsverhalten abstimmten, die Aktienkurse der US-amerikanischen Einzelhandelskette GameStop und weiterer notleidender Unternehmen in exorbitante Höhen zu treiben. Der Preis der GameStop-Aktie, die im Laufe des Vorjahres noch Tiefstwerte von USD 3 verzeichnet hatte, stieg Ende Januar 2021 auf über USD 480.²

Ziel des preistreibenden Handelsverhaltens der koordiniert agierenden Anleger war erklärtermaßen die Schädigung von Hedgefonds und anderen leerverkaufenden Institutionen, die auf Kursverluste der betroffenen Aktien wetteten.³ Trotz des idealistisch anmutenden Ziels, finanziell schwächelnde Traditionsunternehmen vor dem preisdrückenden Handelsverhalten „raffgieriger“ Hedgefonds zu beschützen,⁴ erzielten einzelne Anleger im Rahmen ihres koordinierten Handelsverhaltens beträchtliche Renditen. Die Kehrseite der Medaille bildeten die Verluste der weniger erfolgreichen Anleger, die zu spät „auf den Zug aufgesprungen“ waren.⁵

Bemerkenswert sind weniger die finanziellen Erfolge oder Misserfolge einzelner Anlegergruppen, sondern die Auswirkungen der Causa GameStop auf die Marktinfrastruktur insgesamt: Nie zuvor war beobachtet worden, dass dem koordinierten Handelsverhalten einer solchen Vielzahl abgestimmter Akteure ein derartiges Kursverwerfungspotenzial zukommt. Der Fall GameStop zeigt exemplarisch die disruptiven Effekte einer über soziale Medien gesteuerten Koordinierung – ein

¹ Beitrag auf dem sozialen Netzwerk *Twitter* (heute X) durch den Investor Michael J. Burry, der im Vorlauf der weltweiten Finanzkrise 2007/2008 für seine Wetten gegen den US-amerikanischen Immobilienmarkt berühmt wurde; siehe *Kim*, Michael Burry Calls GameStop Rally Unnatural, Insane', Bloomberg, 27.1.2021, abrufbar unter: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-27/michael-burry-calls-gamestop-gain-unnatural-insane-dangerous>>. „GME“ ist das Kürzel der GameStop-Aktie.

² SEC, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions, S. 17 f.

³ Vgl. *Jakab*, The Revolution That Wasn't, S. 138: „It's not about the money – it's about sending a message“.

⁴ Ob und inwiefern dieses Narrativ zutrifft, wird in § 4 C.II.3.c)bb)(1) behandelt.

⁵ Vgl. *Loewenstein*, Short Squeeze, S. 14.

Phänomen, das in anderen gesellschaftlichen Bereichen bereits empirisch belegt ist, in der Kapitalmarktforschung jedoch noch am Anfang steht.⁶

Von Vertretern der deutschen Kapitalmarktrechtswissenschaft ist aufgrund der präzedenzlosen Kursvolatilitäten die Frage aufgeworfen worden, ob es angesichts der Handelskoordinierung im Fall GameStop, die hierzulande unter dem Terminus des „Swarm Trading“ firmiert,⁷ einer spezifischen kapitalmarktrechtlichen Regulierung sozialer Medien bedarf.⁸ Mit der vorliegenden Arbeit soll ein Beitrag zur Beantwortung dieser Frage geleistet werden.

A. Ziel der Untersuchung und Abgrenzung des Forschungsgegenstands

Bevor im kapitalmarktrechtlichen Diskurs über die Frage beschieden werden kann, ob *de lege ferenda* ein spezifischer Regelungsbedarf für die kapitalmarktrechtliche Erfassung sozialer Medien besteht, bedarf es zunächst der Analyse, ob und inwiefern bereits die *lex lata* die erforderlichen Instrumente zur Verfügung stellt, um die durch die sozialen Medien ermöglichte Koordinierung des Handelsverhaltens durch eine Vielzahl von Anlegern hinreichend zu erfassen. Ein Teilausschnitt der Analyse erfolgt im Rahmen dieser Untersuchung. Sie ist von der Frage geleitet, ob und unter welchen Voraussetzungen das Phänomen des Swarm Trading als marktmissbräuchlich im Sinne des europäischen Kapitalmarktrechts zu beurteilen ist.

Konkret formuliert: Verstoßen Anleger in Europa, die über die sozialen Medien ihr Handelsverhalten koordinieren und dadurch im Kollektiv massive Kursbewegungen der von ihnen gehandelten Finanzinstrumente verursachen, gegen das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 12, 15 MAR⁹?

⁶ Vgl. Allen et al., Squeezing Shorts Through Social Media Platforms, S. 4: „However, with the rise of social media platforms, the degree of individual traders’ ‘unsophistication’ is not clear anymore“

⁷ Vgl. Klöhn/Franke, NZG 2021, 257; Maume, in: BeckOK-Wertpapierhandelsrecht, Art. 12 MAR Rn. 156; Schmolke, in: Klöhn, MAR, Art. 12 Rn. 316a; Veil, in: Veil, Kapitalmarktrecht, § 15 Rn. 68; Merwald/Schauer, BKR 2021, 280, 287; Piepenburg/Schwarz, BKR 2021, 760, 766; Sajnovits, in: Köhler/Korch, Schwärme, S. 197 ff.; Koch, AG 2021, 249, 251; Merkt/Degenhart, WM 2023, 2209, 2214 in Fn. 117; Seibt/Danwerth, AG 2021, 369, 375; Veil/Templer, ZIP 2021, 981, 988; Voß, ZdiW 2022, 97; Koch, AG 2021, 249, 251; Merkt/Degenhart, WM 2023, 2209, 2214 in Fn. 117.

⁸ Klöhn/Franke, NZG 2021, 257, 258; insbesondere im Hinblick auf das Verbot der Marktmanipulation Veil, in: Veil, Kapitalmarktrecht, § 15 Rn. 68.

⁹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 v. 12.6.2014, S. 1.

Die Untersuchung beschränkt sich thematisch auf das Marktmanipulationsverbot, das im Regelungsgefüge des europäischen Kapitalmarktrechts als maßgebliches Instrument gegen Störungen des Preisbildungsmechanismus auf den Finanzmärkten fungiert.¹⁰ Die eingehende Würdigung weiterer Segmente des Kapitalmarktrechts, die durch die Koordinierung von Anlageentscheidungen mittels sozialer Medien berührt werden, ließe die notwendige Tiefenschärfe bei der Untersuchung des Swarm Trading als potenziell manipulative Verhaltensweise vermissen und hat an dieser Stelle zu unterbleiben.¹¹

Wenn im Folgenden von der kapitalmarktbezogenen Nutzung der sozialen Medien die Rede ist, dann ist hiermit einzig die Verwendung von sozialen Kommunikationsplattformen durch Anleger gemeint. In sachlicher Hinsicht abzugrenzen ist diese Untersuchung daher von der intensiv debattierten Frage, welche Folgen von der Nutzung sozialer Medien durch Emittenten eines Finanzinstruments sowie dessen Organe ausgehen, die abseits der hiesigen Thematik¹² typischerweise das insiderrechtliche Offenlegungsverbot (Art. 10, 14 lit. c MAR) und die Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 MAR) betrifft.¹³

B. Gang der Untersuchung

Mit der vorliegenden Arbeit wird eine abstrakte Untersuchung des Swarm Trading und dessen Subsumtionsfähigkeit unter Art. 12 MAR verfolgt. Da die Praxis erstmals im Fall GameStop beobachtet werden konnte, bietet es sich gleichwohl an, der Abhandlung eine Chronologie der Ereignisse um die GameStop-Aktie und weiterer sogenannter „Meme Stocks“¹⁴ im Frühjahr 2021 voranzustellen (§ 2 A.). Sodann werden die Einflussfaktoren beleuchtet, die zu den exzessiven Kursvolati-

¹⁰ Hierzu eingehend unter § 5 A.

¹¹ Siehe für Berührungspunkte mit weiteren Segmenten des Kapitalmarktrechts die ebenso vom GameStop-Fall inspirierte Abhandlung von *Tatu*, *Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt*, 2024, der in einem breiter angelegten Forschungsansatz die kapitalmarktrechtliche Einordnung sogenannter „Finfluencer“ verfolgt; hierzu auch *Möslein/Jetzen*, ZBB 2024, 236.

¹² Überschneidungen zur hiesigen Thematik erschöpfen sich darin, dass auch die kapitalmarktbezogene Social-Media-Nutzung durch Emittenten dem Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation (Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR) unterfallen kann; eingehend zu dieser unter § 6 C.

¹³ Siehe hierzu beispielhaft *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 137 f.; *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 7 MAR Rn. 115; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 MAR Rn. 141; *Krause*, in: Meyer/Veil/Rönnau, *MarktmisbrauchsR-HdB*, § 6 Rn. 92 f.; *Brellocks*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, *Kapitalmarktinf-HdB*, § 1 Rn. 75; *Buck-Heeb*, AG 2021, 42; *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737; *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190; *Langenbacher*, ZHR 185 (2021), 414; *Mayer-Uellner*, NZG 2013, 1052; *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333; monographisch *Bothe*, *Anlassbezogene Sekundärmarktpublizität und soziale Netzwerke in Deutschland und den USA*, 2022.

¹⁴ Zum Begriff siehe unten § 2 B.III.2.

litäten geführt haben (§ 2 B.). Es wird aufgezeigt, dass die Kursbewegungen maßgeblich auf das koordinierte Handelsverhalten einer Vielzahl von Anlegern mittels der sozialen Medien zurückzuführen ist (§ 2 B.III.2.).

Nach der konkreten Betrachtung des GameStop-Falls erfolgt ein Überblick über die wesentlichen Funktionsbedingungen effizienter Kapitalmärkte (§ 3), die im Fortgang der Abhandlung als maßgebliche Kriterien zur teleologischen Auslegung des Marktmanipulationsverbots dienen.

Darauf aufbauend wird anhand der Geschehnisse im GameStop-Fall eine abstrakte Definition des Swarm Trading entwickelt (§ 4 A.), wobei eine Unterteilung in „interaktive“ und „verdeckte“ Swarm Trader erfolgt (§ 4 A.II.). Zur Begriffsschärfung erfolgt ein Vergleich mit zwei Handelspraktiken aus der FinTech-Terminologie, die konzeptionelle Ähnlichkeiten zum Swarm Trading aufweisen (§ 4 B.). Im Zentrum des Kapitels stehen die wohlfahrtsökonomischen Auswirkungen des Swarm Trading auf die Kapitalmärkte (§ 4 C.), beurteilt anhand der in § 3 dargestellten Effizienzkriterien.

Angesichts der von der Koordinierung ausgehenden Wohlfahrtsverluste (§ 4 C. II.) stellt sich die Frage, ob Swarm Trading *de lege lata* als manipulative Handelspraxis einzuordnen ist. Zu diesem Zweck wird ein Überblick über das Telos (§ 5 A.) und die Systematik (§ 5 B. und C.) des Marktmanipulationsverbots nach Art. 12, 15 MAR vermittelt. Im Anschluss erfolgt die detaillierte Untersuchung, ob interaktive (§ 6) und verdeckte Swarm Trader (§ 7) gegen das Marktmanipulationsverbot verstoßen.

In § 6 steht die Frage im Mittelpunkt, unter welchen Voraussetzungen die aktive Teilnahme an der kapitalmarktbezogenen Kommunikation in den sozialen Medien eine Marktmanipulation darstellt. Im Fokus stehen daher diejenigen Tatbestände des Art. 12 MAR, für deren Verwirklichung ein aktiver Kommunikationsbeitrag in den sozialen Medien infrage kommt. Im Kontext des Swarm Trading sind dies neben dem Spezialtatbestand des *Scalping* nach Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR (§ 6 A.) der Basistatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR (§ 6 B.) sowie die informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR (§ 6 C.).

§ 7 ist von der Frage geleitet, unter welchen Voraussetzungen gleichgerichtetes Handelsverhalten entsprechend einer in sozialen Medien formulierten Strategie als Marktmanipulation zu qualifizieren ist. Beleuchtet werden diejenigen Tatbestände, die an einen effektiven Handel mit Finanzinstrumenten anknüpfen. Neben dem Spezialtatbestand des *Abusive Squeeze* in Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR (§ 7 A.) wird dementsprechend der Basistatbestand in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR (§ 7 B.) behandelt.

Nach der Schlussbetrachtung (§ 8) rundet eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse (§ 9) die Ausführungen ab.