

Die objektive Darstellung der Anlageempfehlung (Teil 1) - Zum Recht auf Konkretisierung der vollharmonisierten MAR - die umstrittenen Pflichten zur Recherche, Unvoreingenommenheit und Anhörung

Thomas M. J. Möllers

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2026. "Die objektive Darstellung der Anlageempfehlung (Teil 1) – Zum Recht auf Konkretisierung der vollharmonisierten MAR – die umstrittenen Pflichten zur Recherche, Unvoreingenommenheit und Anhörung." In *Festschrift für Jens Ekkenga: zum 70. Geburtstag*, edited by Udo Becker, Thilo Kuntz, and Carsten Schirmacher, 557–70. Hürth: Carl Heymanns.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:

Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/>



Die objektive Darstellung der Anlageempfehlung (Teil 1)*

– Zum Recht auf Konkretisierung der vollharmonisierten MAR – die umstrittenen Pflichten zur Recherche, Unvoreingenommenheit und Anhörung

THOMAS M.J. MÖLLERS

I. AUFTAKT: FEHLERHAFTHEIT ANLAGEEMPFEHLUNGEN UND IHRE FOLGEN

1. *Short-Sell-Attacken, Bilanzskandale und Finfluencer*

Seit seiner Habilitationsschrift¹ hat sich der Jubilar mit Fragen des Gesellschafts-, Bilanz- und Kapitalmarktrechts befasst und zu vielen Themen prominent Stellung genommen. Das Handeln einzelner Marktteilnehmer führt immer wieder zu neuen Fragestellungen, die der Klärung bedürfen. Schon vor knapp 20 Jahren hatte ich zu fehlerhaften Finanzanalysen publiziert und die notwendige Konkretisierung inhaltlicher Standards angemahnt.² Bilanzskandale wie Comroad oder Wirecard, aber auch unzulässige Short-Sell-Attacken³ haben oft das Vertrauen in die Börsen beschädigt. Wer glaubt, dass die Rechtslage nun einfacher und klarer geworden ist, wird enttäuscht; das Gegenteil ist der Fall: Zum Teil sind Pflichten (heftig) umstritten, zum Teil werden solche gar nicht thematisiert.

* Der erste Teil dieses Beitrags behandelt kontroverse Fragen im Zusammenhang mit der Pflicht zur objektiven Darstellung von Anlageempfehlungen. Er gibt einen Überblick über den aktuellen Meinungsstand und übt Kritik an der unklaren Rechtslage, die zu Unsicherheiten führt und weitere Fragen aufwirft. Im zweiten Teil werden diese Fragen aufgegriffen, Stellung dazu genommen und Lösungsvorschläge unterbreitet, s. Möllers, Die objektive Darstellung der Anlageempfehlung (Teil 2), in Festschrift für Mülberty, 2027 (im Erscheinen). Alle Internetquellen waren bei Erstellung des Manuskriptes abrufbar. Ich danke Frau stud. Mitarbeiterin Alexandra Jahn für die tatkräftige Unterstützung.

1 Beispielhaft Ekkenga, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Eine vergleichende Studie zum europäischen, deutschen und britischen Bilanz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 1998.

2 Möllers in KK-WpHG, 2007, § 34b Rn. 123 ff.; Möllers/Lebherz, NZG 2007, 349 ff.; Möllers, AfP 2010, 107 ff.

3 Hierzu etwa Möllers, NZG 2018, 649 ff.; Mülberty, ZHR 182 (2018), 105 ff.; Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307 ff.; Poelzig, ZHR 194 (2020), 697 ff.; Schmolke, ZGR 2020, 291 ff.; jüngst leitete die spanische Börsenaufsichtsbehörde CNMV ein Disziplinarverfahren gegen den aktivistischen Leerverkäufer Gotham City Research ein, vgl. CNMV, The CNMV initiates sanctioning proceedings against Gotham and General Industrial Partners for market manipulation regarding Grifols's shares v. 25.9.2024, www.cnmv.es/portal/home.

Der bisher nur bedingt aufgearbeitete Wirecard-Bilanzskandal verdeutlicht dies recht plastisch:⁴ Die Journalisten Dan McCrum und Paul Murphy veröffentlichten in der Financial Times (FT) über einen Zeitraum von fünf Jahren mehr als 16 Berichte, in welchen sie minutiös nicht nachvollziehbare Zahlungsströme und Bilanzbuchungen des Wirecard Konzerns bei verschiedenen asiatischen Tochtergesellschaften aufdeckten;⁵ auch deutsche Zeitschriften berichteten darüber.⁶ Nachdem die FT weitere Ungereimtheiten aufgedeckt hatte, beauftragte die Wirecard AG selbst Mitte Oktober 2019 die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG mit einer »Sonderuntersuchung«. Am 27. April 2020 stellte KPMG dann fest, dass zahlreiche Bilanzbuchungen nicht bestätigt werden können, weil Unterlagen nicht oder nicht im Original vorgelegt wurden.⁷ Ernst Young (EY) verweigerte daraufhin am 18. Juni 2020 den Bestätigungsvermerk; nur eine Woche später stellte die Wirecard AG Insolvenzantrag. Weil zu befürchten ist, dass gegen die insolvente Wirecard AG keine Schadensersatzforderungen mehr durchgesetzt werden können, fokussieren sich die geschädigten Anleger auf die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft EY als Anspruchsgegner.⁸

Die überschwänglich euphorische Stimmung der nahezu gesamten Finanzbranche zugunsten Wirecard war beeindruckend. An dieser Stelle soll nur das Verhalten der Finanzanalysten interessieren:⁹ Bis zur Insolvenz hatten 2/3 aller Finanzanalysten die Wirecard-Aktie zum Kauf empfohlen, bei nur einer einzigen Verkaufsempfehlung.¹⁰ Der Kurs der Wirecard-Aktie, der sich 2020 zwischen 70 und 125 € bewegte, wurde noch im April und Mai 2020 mit Kurszielen von mehr als 100 %, nämlich 230 und 270 EUR empfohlen.¹¹ Dass Marktteilnehmer Kurse »pushen«, also versuchen, nach

4 S. Beschlussempfehlung und Bericht des 3. Untersuchungsausschusses der 19. Wahlperiode gemäß Artikel 44 des Grundgesetzes v. 22.6.2021, BT-Drs. 19/30900, S. 599 ff.; vorher schon ausführlich Möllers in Festschrift 50 Jahre Juristische Fakultät, 2021, S. 473; englische Fassung: Möllers, 54 The International Lawyer, 325 ff. (2021).

5 Sie konnten sich hierbei auf Informationen von Whistleblowern von Wirecard stützen. S. ausführlich KPMG, Sonderbericht über die unabhängige Sonderuntersuchung der Wirecard AG v. 27.4.2020, S. 11 ff.; Bartz/Hesse, FT Reporter on the Downfall of Wirecard Head, Spiegel International v. 5.11.2020, www.spiegel.de/international.

6 Dohms/Borgwerth/Siegert, Das 250-Millionen-Euro-Rätsel des Börsenwunders Wirecard, manager magazin v. 23.2.2017, manager-magazin.de; Jauernig, Das steckt hinter dem Börsenstar Wirecard, Der Spiegel v. 5.9.2018, Heft 18, S. 65, www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen.

7 KPMG, Sonderbericht über die unabhängige Sonderuntersuchung der Wirecard AG v. 27.4.2020, S. 12 f.

8 Allein beim LG München I wurden mehr als 8.500 Verfahren ausgesetzt. Weitere 19.000 Personen haben Schadensersatzansprüche angemeldet. Zur umstrittenen Frage der Anwendbarkeit des KapMuG s. Möllers, BKR 2025, 97 ff.; zustimmend BayObLG, Musterentscheid v. 28.2.2025 – 101 Kap 1/22, BeckRS 2025, 3193.

9 Zum Versagen der gesamten Finanzbranche s. ausführlich Möllers in Festschrift 50 Jahre Juristische Fakultät, 2021, S. 473 ff.

10 S. die Einlassung von Pauls in Beschlussempfehlung und Bericht des 3. Untersuchungsausschusses der 19. Wahlperiode gemäß Artikel 44 des Grundgesetzes v. 22.6.2021, BT-Drs. 19/30900, S. 743.

11 Etwa von Simon Bentlage (Privatbank Hauck & Aufhäuser) am 23. April 2020 in Höhe von 270 €, von der Baader-Bank am 26. April 2020 von 240 € und noch im Mai 2020 (!) von Heike Pauls (Commerzbank) mit einem Kursziel von 230 €, vgl. Bergermann/Buschmann/Finkenzeller/Ter Haseborg/Zdrzalek, »Fake News«, Wirtschaftswoche v. 26.6.2020, S. 26,

oben zu treiben, ist nicht unüblich, etwa in jüngster Zeit von Influencern in den sozialen Medien, den sog. Finfluencern.¹²

2. Anlageempfehlung und objektive Darstellung

Die frühere MiFiD I sprach von Finanzanalysen, die heutige MAR¹³ verwendet die Begriffe Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung.¹⁴ Der Begriff Anlageempfehlung und der frühere Begriff der Finanzanalyse wird im Folgenden als Synonym verwendet, weil ein Unterschied für die hier einschlägigen Fragen nicht ersichtlich ist.¹⁵ Es geht jeweils um eine Empfehlung eines Experten zu einem Wertpapier gegenüber einem unbestimmten Personenkreis.

Anlageempfehlungen müssen nach Art. 20 (1) MAR objektiv dargestellt und auf Nachfrage der Aufsichtsbehörde vertretbar sein. Weil die Zukunft keiner kennt,¹⁶ erfolgt die Beurteilung ex ante.¹⁷ 90 % aller Anlageempfehlungen sind deshalb ex ante ihrem Inhalt nach ungeachtet einer möglichen Abweichung von der Prognose vertretbar, denn ex post ist man bekanntlich immer schlauer.

Was aber ist mit den restlichen 10 %? Für die ex ante Beurteilung der objektiven Darstellung der Finanzanalyse drängt sich denklogisch die Frage auf, welche Rechtspflichten den Finanzanalysten bei der Erststellung treffen. Durch die Auferlegung eines gewissen Mindeststandards lassen sich einzelne Skandale vermeiden.

3. Drei potentielle Rechtspflichten

Konkret kommen drei potentielle Rechtspflichten in Betracht:

- Wie weit reicht die Recherchepflicht der Finanzanalysten? Hätten im Fall der Wirecard AG die Informationen der FT nicht ausgewertet und berücksichtigt werden

27; Börse Online, Wirecard-Aktien nach Bilanz-Prüfbericht und Achterbahnfahrt: Was die Analysten sagen, v. 2.5.2020, www.boerse-online.de/nachrichten/aktien.

- 12 Buck-Heeb/Tatu, RDi 2024, 461 ff.; Möslin/Jetzen, ZBB 2024, 236 ff.; Merwald/Schauer, BKR 2021, 280 ff.; Tatu, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, 2024. Zur unzureichenden Qualität von Finanzanalysen s. bereits Stanzel, Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysen, 2007. S. unten III.2.
- 13 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung – Market Abuse Directive) v. 16.4.2014, ABl. EU L 173, S. 1 – MAR.
- 14 Vgl. Art. 20 (1) sowie Art. 3 (1) Nr. 34, 35 MAR. Zu den Versuchen einer Abgrenzung etwa Sajnovits in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, Art. 20 MAR Rn. 22 f.
- 15 Dafür spricht auch, dass Anh. 1 Abschnitt B (5) Richtlinie (EU) 2014/65 für Finanzanalysen v. 15.5.2014, ABl. EU L 173, S. 349–496 – MiFiD II noch von Finanzanalyse spricht. Für den Gleichklang der drei Begriffe s. etwa Rothenhöfer in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. Aufl. 2023, § 21 Rn. 6; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 20 Rn. 2; Meyer in Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, S. 939, 949.
- 16 Prediction is very difficult, especially about the future. Das Bonmot wird gleichermaßen Valentin, Twain, Lichtenberg, Tucholsky, Churchill und dem dänischen Nobelpreisträger Bohr zugeschrieben.
- 17 Möllers in KK-WpHG, 2007, § 36b Rn. 141; Möllers/Lebherz, NZG 2007, 349, 351.

müssen? Gibt es für Finanzanalysten eine vergleichbare know-your-product-Pflicht wie sie der BGH in der Bond-Rechtsprechung für Wertpapierdienstleistungsunternehmen entwickelt hat?

- Sind die Grundsätze der journalistischen Verdachtsberichterstattung auf Finanzanalysten übertragbar? Muss der Finanzanalyst das betroffene Unternehmen hinsichtlich nicht weternachprüfbarer Gerüchte anhören und ggf. die Gegenargumente des börsennotierten Unternehmens in den Bericht mit aufnehmen?
- Wenn der Finanzanalyst Gerüchte kennt, muss er darüber in seiner Anlageempfehlung berichten? Oder darf der Finanzanalyst die negative Berichterstattung der FT als fake news abtun? Gehört zu einem Mindestmaß an objektiver Berichterstattung auch die Verpflichtung zur Unvoreingenommenheit, so dass bei einer positiven Anlageempfehlung die Argumentation gegenläufiger, sprich: negativer Informationen und Bewertungen zu berücksichtigen ist und umgekehrt?

Der folgende Beitrag will anhand dieser drei potentiellen Rechtspflichten das geltende Recht darstellen (II.), um im Anschluss aufzuzeigen, dass sich die gesetzgeberischen Vorgaben verschlechtert haben (III.). An dieser Stelle werden in einem ersten Teil die streitigen Fragen aufgeworfen und Erklärungsversuche gegeben.

Lösungsvorschläge finden sich dann in einem zweiten Teil.¹⁸ Grund scheint die europäische (Voll-) Harmonisierung zu sein; allerdings erlaubt auch diese ein rechtsvergleichendes Arbeiten (IV.). Unter Heranziehung der Regelungszwecke des Kapitalmarktrechts lassen sich dann die Recherchepflicht, die Anhörungspflicht bei Verdachtsberichterstattung und die Pflicht zur Unvoreingenommenheit rechtsdogmatisch begründen (V.). Abschließend ist auf praktische Umsetzungsmöglichkeiten einschließlich der Künstlichen Intelligenz durch Sprachmodelle knapp einzugehen (VI.).

II. DER AKTUELLE MEINUNGSSTAND

1. Die kapitalmarktrechtlichen Regelungen in der MAR und das frühere deutsche Recht

a) Gesetzliche Vorgaben nach Artt. 20 f. MAR und Anlageempfehlungs-DelVO 2016/598

Das europäische Kapitalmarktrecht ist inzwischen mehr als 60 Jahre alt, durch das Lamfalussy-Verfahren¹⁹ hat es eine immense Verdichtung, ja Normenflut erlebt. Inzwischen gibt es in vielen Bereichen eine Vollharmonisierung durch unmittelbar

¹⁸ S. oben Fn. *.

¹⁹ Zum Lamfalussy-Verfahren s. Möllers, Juristische Methodenlehre, 6. Aufl. 2025, § 2 Rn. 75, § 7 Rn. 42 m.w.N.

wirkende europäische Verordnungen wie die MAR. Auf der sog. zweiten Ebene des Lamfalussy-Verfahren existieren sog. Delegierte Richtlinien oder Verordnungen wie die einschlägige Anlageempfehlungs-DelVO 2016/958.²⁰ Die ESMA selbst hat auf der dritten Stufe einige Q&A veröffentlicht,²¹ die für die Rechtsfragen allerdings nicht einschlägig sind. Man könnte glauben, dass alle Fragen abschließend geklärt seien – Das Gegenteil ist der Fall.

Hinsichtlich aller drei potentiellen Rechtspflichten gilt: Auf der ersten Ebene des Lamfalussy-Verfahren verlangt der europäische Gesetzgeber lediglich die objektive Darstellung der Anlageempfehlung gem. Art. 20 MAR.²² Konkrete Rechtspflichten lassen sich, anders als für Journalisten, denen Art. 21 MAR ein Recht auf die eigenen Berufs- und Standesregeln verschafft, daraus nicht unmittelbar herauslesen. Die DelVO 2017/958 präzisiert die objektive Darstellung insoweit, als alle Informationsquellen »zuverlässig«²³ sein müssen und bei »Zweifeln an der Zuverlässigkeit der Quelle« darauf hingewiesen werden muss.²⁴ Zudem kann die Aufsichtsbehörde gem. Art. 3 (3) DelVO 2016/598 verlangen, die Anlageempfehlung zu begründen.²⁵ Ziel der DelVO ist nach den Erwägungsgründen, dass die Marktteilnehmer oder die Öffentlichkeit nicht in die Irre geführt werden.²⁶ Aus all dem folgt nach dem Wortlaut unmittelbar weder eine Recherche- oder Anhörungspflicht noch eine Pflicht zur unvoreingenommenen Anlageempfehlung.

b) Die präziseren Vorgaben der § 34b WpHG a.F. und FinAnV a.F.

Erstaunt muss man feststellen, dass die früheren deutschen Vorschriften präziser waren als das jetzige vollharmonisierende, europäische Recht. Schon § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. verpflichtete den Finanzanalysten zu der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit,²⁷ also deutlich genauer als das weniger präzise »objektive Darstellen« des Art. 20 (1) MAR. Darüber hinaus verlangte § 3 Abs. 2 S. 1 FinAnV, »dass die Zuverlässigkeit der Informationsquellen mit vertretbarem

20 Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die technischen Regulierungsstandards für die technischen Modalitäten für die objektive Darstellung von Anlageempfehlungen v. 9.3.2016, ABl. EU L 160, S. 15.

21 ESMA_QA_1744, ESMA_QA_1745, ESMA_QA_1747, ESMA_QA_1748, www.esma.europa.eu. Zur Rechtsqualität ausführlich Merwald, Questions and Answers im Europäischen Wirtschaftsrecht, 2022.

22 S. oben I.3.

23 Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 93 spricht von »Zuverlässigkeitsprüfung«.

24 Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1135.

25 S. auch ErwG 63 S. 2 MAR.

26 ErwG 1 S. 1, 3 DelVO 2016/958.

27 Die Formulierung wurde durch das AnlegerschutzverbesserungG eingeführt, s. Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes (AnlSchStG) v. 5.4.2011. BGBl. I 2011, S. 538.

Aufwand sicherzustellen« ist und statuierte damit explizit eine Recherchepflicht.²⁸ Dagegen spricht die heutige Fassung des Art. 3 (1) lit. c) DelVO 2016/598 nur davon, auf unzuverlässige Quellen hinzuweisen. Dies entspricht der Vorläufernorm, der europäischen Richtlinie 2003/125/EG.

Auch bzgl. der unvoreingenommenen Anlageempfehlung war das bisherige deutsche Recht präziser als der heutige Wortlaut: Nach dem klaren Wortlaut des § 5 Abs. 1 FinAnV musste die Finanzanalyse »unvoreingenommen« erstellt werden. Insoweit galten die Grundsätze der Objektivität und Neutralität.²⁹ Finanzanalysen waren mit den Bewertungsparametern hinreichend zu erläutern, § 4 Abs. 1 Nr. 3 FinAnV. Die Neufassung der Deutschen Grundsätze für Finanzresearch des DVFA von 2021 betonen die Unabhängigkeit und Objektivität des Finanzanalysten.³⁰ Konkret verlangt eine Stärken-/Schwächen-Analyse, Chancen und Risiken in komprimierter Form aufzuzeigen.³¹ Für entsprechende Sorgfaltspflichten bei der Erstellung der Finanzanalyse sprach sich das Deutsche Aktieninstitut (DAI) bereits 2001 im Rahmen eines Entwurfs eines entsprechenden Verhaltenskodex für Finanzanalysten aus.³²

2. Recherchepflicht, Anhörungspflicht und Pflicht zur Unvoreingenommenheit durch die deutsche Rechtsprechung

Das bisherige deutsche Recht wurde darüber hinaus durch die Rechtsprechung weiter präzisiert.

a) Die Rechtsprechung in Sachen Bond und Stiftung Warentest

Eine Recherchepflicht hatte der BGH etwa für Wertpapierdienstleistungsunternehmen in der berühmten Bond-Entscheidung begründet. Als sog. know-your-product-Pflicht formulierte er über australische Bonds: »Nimmt [die Bank] ausländische Papiere in ihr Programm auf, hat sie sich – auch anhand ausländischer Quellen – über die Güte dieser Papiere zu informieren und sie einer eigenen Prüfung zu unterziehen. Der Anlageinteressent darf davon ausgehen, daß seine ihn beratende Bank, der er sich aufgrund der von dieser in Anspruch genommenen Sachkunde

28 Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV) v. 17.12.2004, BGBl. I, S. 3522; Möllers in KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 34b Rn. 125 ff.

29 Zum früheren Recht Möllers/Lebherz, BKR 2007, 349, 352; Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrecht-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 109 Rn. 88; Fuchs in Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 34b Rn. 34; Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1135.

30 DVFA, Deutsche Grundsätze für Finanzresearch, Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs, Januar 2025, Ziff. 1, 2.

31 DVFA, Deutsche Grundsätze für Finanzresearch, Mindeststandards für Finanzresearch, Januar 2021, Ziff. 3.6.

32 Von Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, 2001, S. 68 f.

anvertraut, die von ihr in das Anlageprogramm aufgenommenen Papiere selbst als »gut« befunden hat.«³³

b) Zulässigkeit der Verdachtsberichterstattung bei vorheriger Anhörung durch die Presse

Die Verdachtsberichterstattung betrifft oft eine natürliche Person, der nicht selten eine Straftat vorgeworfen wird. In diesem Fall liegt oft eine Interessentrias vor, die erstens aus der Informationsfreiheit der Öffentlichkeit und dem insoweit bestehenden Informationsinteresse der Allgemeinheit besteht, zweitens aus der Meinungsäußerungsfreiheit sowie der Freiheit der Berichterstattung der Medien gem. Art. 5 Abs. 1 GG, Art. 10 EMRK sowie drittens den Interessen des Betroffenen, insbesondere dem Allgemeinen Persönlichkeitsrecht (Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 1 Abs. 1 GG sowie Art. 8 Abs. 1 EMRK), und den Verfahrensgrundrechten wie Unschuldsvermutung sowie dem Recht auf ein faires Verfahren.³⁴ Auch Unternehmen können einen guten Ruf verlieren, auch für sie gilt die Unschuldsvermutung. Schließlich stehen hinter Unternehmen auch immer natürliche Personen, regelmäßig der Vorstand und vor allem der CEO und CFO. Die Grundsätze der Verdachtsberichterstattung hat die Rechtsprechung auf Unternehmen übertragen. Sie hat deshalb die Grundsätze auch auf Fälle angewendet, in denen allgemein gegen das Unternehmen und seine Mitarbeiter berichtet wurde.³⁵ Unternehmen können sich zwar nicht auf das allgemeine Persönlichkeitsrecht berufen. Die Rechtsprechung hat aber ein sog. allgemeines Unternehmenspersönlichkeitsrecht aus Art. 2 Abs. 1 iVm Art. 19 Abs. 3 GG, Art. 8 Abs. 1 EMRK anerkannt.³⁶

Um den Eingriff in die Rechte des Betroffenen so gering wie möglich zu halten, muss er vor einer Veröffentlichung gehört werden; die Presse hat dann diese Gegenargumente des Betroffenen zu berücksichtigen. Im Einzelnen sind die Voraussetzungen der Anhörung hoch: »Hat der Betroffene eine substantiierte Stellungnahme zu den berichteten Vorwürfen abgegeben, so muss diese zumindest in ihren wesentlichen Punkten in die Berichterstattung aufgenommen werden, da eine pauschale oder sinnentstellende zusammenfassende Wiedergabe die mögliche Überzeugungskraft

33 BGH, 6.7.1993, XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126, 129 – Bond. Hierzu etwa Möllers in KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 31 Rn. 29 und unten V.2.

34 EGMR, 7.6.2007, 1914/02, ECLI:CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, NJW 2008, 3412; BGH, 7.12.1999, VI ZR 51/99, BGHZ 143, 199, 204; BVerfG, 5.6.1973, 1 BvR 536/72, BVerfGE 35, 202, 219 ff; Hoene in Soehring/Hoene, Presserecht, 7. Aufl. 2024, Rn. 19.74; Rixecker in MünchKomm-BGB, Anh. § 12 Rn 254; Gounalakis, NJW 2012, 1473, 1475 ff; Klass, ZUM 2022, 1, 4.

35 OLG Stuttgart, 1.2.2023, 4 U 144/22, MDR 2023, 636 – Kaninchenzuchtbetrieb; LG Berlin II, 31.3.2025, 270 78/25ev, GRUR-RS 2025, 4781 – Öffentlich-rechtliche Rundfunkanstalt.

36 BGH, 28.7.2015, VI ZR 340/14, NJW 2016, 56, 59 – Fortdauernde Rufbeeinträchtigung.

der Entgegnung entwerfen könnte.«³⁷ Im Ergebnis wird dem Betroffenen so die Möglichkeit eröffnet, auf die Schwere des Eingriffs zu reagieren.³⁸

Nach einer zulässigen Anhörung darf über einen Verdacht berichtet werden: Auch wenn sich dieser im Nachhinein als falsch herausstellt, bleibt die Berichterstattung rechtmäßig.³⁹ Für den Betroffenen gilt die Unschuldsvermutung.⁴⁰ Teleologisch stellt bei der journalistischen Verdachtsberichterstattung die Anhörungspflicht das Korrektiv für das Recht des Journalisten dar, über unbewiesene (vermeintliche) Tatsachen berichten zu dürfen.⁴¹ Insoweit sind die Vorstandsmitglieder, aber auch hohe Manager⁴² durch diese Rechtsprechung geschützt. Dieses Recht gilt nach deutschem und europäischem Recht unbestritten gegenüber natürlichen Personen, da das allgemeine Persönlichkeitsrecht massiv beeinträchtigt ist, wenn die Presse dem Betroffenen eine Straftat vorwirft.

c) Die Rechtsprechung in Stiftung Warentest

Auch die Pflicht zur Unvoreingenommenheit wurde von der deutschen Rechtsprechung präzisiert: Die Rechtsprechung zur Stiftung Warentest hat den Eingriff in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb gem. § 823 Abs. 1 BGB mit der Meinungsfreiheit von Art. 5 Abs. 1 GG abgewogen. Bei Warentests unterliegt die bewertende Organisation dem prozeduralen Sorgfaltsmaßstab, wonach die Stiftung Warentest neutral, objektiv, unabhängig und sachkundig recherchieren und berichten muss.⁴³

37 Hierzu etwa OLG Hamburg, 21.2.2007, 7 U 64/05, NJW-RR 2006, 1707, 1708 – Geldentschädigung wegen anprangernder Verdachtsberichtserstattung; LG Köln, 21.6.2017, 28 O 357/16, NJW-RR 2018, 299, 300; Brost/Conrad/Rödter, AfP 2018, 287, 289; zahlreiche Beispiele bei Klass in Erman, BGB, 17. Aufl. 2023, Art. 12 Anh. Rn. 146 ff.; dies., ZUM 2022, 1.

38 Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1134.

39 EGMR, 2.12.2014, 18748/10, ECLI:CE:ECHR:2014:1202DEC001874810, NJW 2016, 785, 787; BVerfG, 23.2.2000, 1 BvR 456/95, NJW-RR 2000, 1209, 1210; BGH, 25.5.1965, VI ZR 1964, GRUR 1966, 157, 158; BGH, 30.1.1996, VR ZR 386/94, NJW 1996, 1131, 1134; OLG Frankfurt a.M., 8.5.2024, 16 U 33/23, ZUM-RD 2024, 440.

40 Vgl. Art. 20 Abs. 3 GG und Art. 6 Abs. 2 EMRK, Art. 48 Abs. 1 GrCh; BVerfG, 29.5.1990, 2 BvR 254/88 u.a., BVerfGE 82, 106, 114 – Unschuldsvermutung.

41 Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1134.

42 BGH, 30.10.2012, VI ZR 4/12, MDR 2013, 27, 28 – Gazprom-Manager; OLG Köln, 10.9.2020, 15 U 230/19, AfP 2021, 58 – VW-Manager; BGH, 16.11.2021, VI ZR 1241/20, NJW 2022, 940 – VW-Manager.

43 BGH, 9.12.1975, VI ZR 157/73, BGHZ 65, 325, 334 – Warentest II; Assmann/Kübler, ZHR 142 (1978), 413, 423; BGH, 17.6.1997, VI ZR 114/96, GRUR 1997, 942, 943. S. auch Wagner in MünchKomm-BGB, 9. Aufl. 2024, § 823 Rn. 442; Köhler in Köhler/Feddersen, UWG, 43. Aufl. 2025, § 6 Rn. 198 ff. m.w.N.

3. Der Meinungsstand zu den drei Rechtspflichten für Anlageempfehlungen

a) Der vertretbare Rechercheaufwand

Zum Teil wird einer Recherchepflicht für Anlageempfehlungen in der Literatur zugestimmt;⁴⁴ andere beschreiben diese knapp⁴⁵ oder thematisieren sie gar nicht.⁴⁶ Wegen der Vollharmonisierung der MiFID II zweifeln darüber hinaus etliche Autoren schon im Bereich der Banken, ob die know-your-product-Pflicht der Bond-Rechtsprechung überhaupt noch angewendet werden darf.⁴⁷

b) Die umstrittene Pflicht zur Anhörung bei Verdachtsberichterstattung

Eine Anhörungspflicht des börsennotierten Unternehmens bei Verdachtsmomenten vor Veröffentlichung wird im Gesetz nicht explizit verlangt. 2018 hatte ich eine entsprechende Pflicht bejaht und hierfür eine Konkretisierung des Begriffs der objektiven Darstellung vorgenommen. Begründet hatte ich dies mit den Grundsätzen der Verdachtsberichterstattung, die für die Presse gelten.⁴⁸

In der Kommentarliteratur lehnt die ganz überwiegende Anzahl der Autoren eine solche Pflicht zur Anhörung des börsennotierten Unternehmens bei einer Verdachtsberichterstattung vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung ab. Schon der Wortlaut sehe eine solche Anhörungspflicht nicht vor.⁴⁹ Eine Offenlegungspflicht gebe es nach Art. 4 (1) lit. a) DelVO 216/958 nur bei der Änderung der Empfehlung.⁵⁰ Während der europäische Gesetzgeber für Ratingagenturen und Abschlussprüfer entsprechende Anhörungspflichten vorgesehen hätte,⁵¹ fänden sich vergleichbare

44 Flörstedt, ZIP 2023, 113, 119 ff.

45 Zum Teil unter Hinweis auf FinAnV a.F. Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 20 Rn. 84: »angemessenen Umfang auf ihre Zuverlässigkeit hin zu überprüfen«; Rothenhöfer in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. Aufl. 2023, § 22 Rn. 23; Poelzig/Strobel in Fuchs/Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2024, Art. 20 Rn. 55: »Zuverlässigkeit zu überprüfen.«

46 Etwa Schmolke in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 132 f. Unklar bzgl. einer Recherchepflicht Harnos in Seibt/Buck-Heeb/Harnos, Wertpapierhandelsrecht, 2024, Art. 20 MAR Rn. 63.1.

47 Verneinend etwa Mülbert, WM 2007, 1149, 1156; ders., ZHR 172 (2008), 170, 183; Nikolaus/d'Oleire, WM 2007, 2129, 2134; Herresthal, ZBB 2009, 348, 351 ff.

48 Möllers, NZG 2018, 649, 655; Möllers/Cygklakow, JZ 2018, 1131, 1137. S. gerade II.2.b).

49 Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 719 f.; Poelzig/Strobel in Fuchs/Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2024, Art. 20 Rn. 56.

50 Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 719 f.; Poelzig/Strobel in Fuchs/Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2024, Art. 20 Rn. 56; ihr folgend Schmolke in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 134.

51 Anh. I Abschnitt D.1 (3) Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (Rating-VO) v. 16.9.2009, ABI. EU L 302, S. 1 sowie Art. 7 (1) Verordnung (EU) Nr. 537/2014 über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen (Abschlussprüfer-VO) v. 16.4.2014, ABI. EU L 158/77.

Regeln weder in Art. 20 MAR noch in der DelVO 216/958.⁵² Zudem wird noch ein vermeintliches »Totschlägerargument« vorgetragen: Die Vollharmonisierung sei abschließend.⁵³ Die Anforderungen ergäben sich detailliert und abschließend aus der vollharmonisierten MAR.⁵⁴ Der Vorrang des europäischen Rechts schließe damit weitergehende Pflichten auf nationaler Ebene aus. Eine solche Extension des Art. 3 (1) lit. c) DelVO sei abzulehnen.⁵⁵ Im Ergebnis wäre eine Anhörung des Unternehmens zwar statthaft, rechtlich aber nicht geboten.⁵⁶

c) Die Pflicht zur Unvoreingenommenheit

Darf eine Anlageempfehlung einseitig sein? Muss sie unvoreingenommen sein? An anderer Stelle hatte ich bereits formuliert, dass man zu den objektiv unrichtigen Anlageempfehlungen auch solche zählen muss, die nur einseitig positiv oder negativ empfehlen und widersprechende Überlegungen unterschlagen, weil damit die Zweifel an den Informationen nicht offengelegt werden.⁵⁷ Ggf. wird man sogar fordern, dass die Anlageempfehlung ausgesetzt wird, solange eine seriöse Bewertung nicht möglich ist.⁵⁸

In der Rechtsliteratur wird eine solche Pflicht zur Unvoreingenommenheit in der Regel nicht thematisiert.⁵⁹ Teilweise wird zwar eine Sorgfaltspflicht für alle Informationsquellen verlangt⁶⁰ – inwieweit dies auch eine Verpflichtung verlangt, gegenläufige Informationen anzugeben, bleibt unklar. Zum Teil wird auch gefordert, unzuverlässige Informationsquellen, die nicht berücksichtigt wurden, anzugeben. Auch diese Forderung wird wenig konkretisiert.⁶¹ Letztlich wird vertreten, eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Emittenten sei gar nicht erforderlich;⁶² dann bedarf es

52 Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 719 f.; Poelzig/Strobel in Fuchs/Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2024, Art. 20 Rn. 56; ihr folgend Schmolke in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 134.

53 Schmolke in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 134.

54 Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316; Sajnovits in Assmann/Schneider/Mülberr, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, Art. 20 MAR Rn. 85.

55 Schmolke in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 134.

56 Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316; Schmolke, ZGR 2020, 291, 303; ders. in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 134; Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 719 f.; Poelzig/Strobel in Fuchs/Zimmermann, Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2024, Art. 20 Rn. 56; zweifelnd auch Florstedt, ZIP 2023, 113, 119; Harnos in Seibt/Buck-Heeb/Harnos, Wertpapierhandelsrecht, 2024, Art. 20 MAR Rn. 63.1.

57 So bereits Möllers in Festschrift 50 Jahre Juristische Fakultät Augsburg, 2021, S. 473, 495.
58 S. unten V.4.b).

59 Etwa Schmolke in Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 20 Rn. 132 f.; Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 20 Rn. 83 ff.

60 Harnos in Seibt/Buck-Heeb/Harnos, Wertpapierhandelsrecht, 2024, Rn. 63.1.

61 Foerster in Habersack/Mülberr/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020, § 23 Rn. 86.

62 Etwa Kumpan/Schmidt in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 20 Rn. 36; Rothenhöfer in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. Aufl. 2023, § 21 Rn. 28.

naheliegenderweise auch keiner Auseinandersetzung von pro und contra. Die obige genannte Pflicht der »Unvoreingenommenheit« gem. Art. 5 Abs. 1 FinAnV a.F.⁶³ wird damit von diesen Stimmen in der Literatur stillschweigend aufgegeben.

III. KRITIK AM GELTENDEN RECHT: LÜCKENHAFTIGKEIT UND SACKGASSEN

1. Die Paradoxie – *unklareres Recht nach Lamfalussy – und Vollharmonisierung*

Die Schwächen des Lamfalussy-Verfahrens sind schon mehrfach beschrieben worden: Recht ist handwerklich schlecht gemacht, ausschweifend und oft nicht hilfreich.⁶⁴ Wenn ErwG. 5 S. 1 MAR betont, dass durch eine einheitliche Auslegung die Regeln klarer definiert werden, ist paradoxerweise genau das Gegenteil zutreffend. Das deutsche Recht war präziser; das eigentliche Ziel, klareres Recht zu schaffen, wird durch das Lamfalussy-Verfahren konterkariert. Die früheren deutschen Vorschriften mit § 34b WpHG und der FinAnV waren deutlich präziser, etwa mit der Verpflichtung zu einer Recherche »mit vertretbarem Aufwand« oder zur »Unvoreingenommenheit« der Finanzanalyse; zusätzliche Präzisierungen gibt die bisherige zivilrechtliche Rechtsprechung.⁶⁵ Dagegen sind die jetzigen Begriffe von MAR und DelVO 2016/958 weit weniger scharf; es bleibt im Zweifel nur die Verpflichtung zur »objektiven Anlageempfehlung«. Schlechte Gesetze führen im Zweifel auch zu wenig hilfreichen Kommentierungen. Man vermisst zum einen jegliche Fälle, welche positiv oder negativ Anschauungsmaterial für Anlageempfehlungen bereit stellen würden. Der empirische Befund ist defizitär. Zum anderen mangelt es an einer kritischen Begleitung des europäischen Normtextes.⁶⁶

2. Die lückenhafte Überwachung

In früheren Artikeln hatte ich die fehlende Überwachung seitens der BaFin und des Presserates kritisiert.⁶⁷ Getan hat sich seitdem wenig: Zwar hat die BaFin vereinzelt die fehlende Identität einzelner Anlageempfehlungen gerügt.⁶⁸ Ansonsten finden sich in den Jahresberichten der BaFin bis heute keinerlei Entscheidungen, in welchen die

63 S. oben II.1.b).

64 Mülbert, ZHR 176 (2012), 369 ff.; Möllers, ZEuP 2008, 480 ff.; ders., ZEuP 2016, 325, 335 ff.; Zetzsche/Eckner in Gebauer/Teichmann, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, 2016, § 7 Rn. 134; kritisch auch Florstedt, ZIP 2023, 113, 124.

65 S. oben II.1. und 2.

66 Oft beschränken sich die Kommentierungen auf eine reine Textexegese der MAR sowie der DelVO 2016/958, S. oben II.3.

67 Etwa Möllers, AfP 2010, 107; ders., NZG 2018, 649, 654.

68 Hierzu unten VI.1.

BaFin frühere Anlageempfehlungen als rechtswidrig eingestuft und entsprechende Sanktionen angeordnet hat. Das überrascht umso mehr als der Gesetzgeber das »Naming und Shaming« ausdrücklich vorsieht⁶⁹ und durch die MAR noch verschärft hat, um präventiv vor rechtswidrigem Verhalten abzuschrecken.⁷⁰

Vergleichbares gilt für die Journalisten, die Anlageempfehlungen erstellen. Für sie gilt eine Überwachung durch den Deutschen Presserat.⁷¹ Der Presserat hat erst 1999 einen Leitfaden für Journalistische Berichterstattung herausgegeben.⁷² Dort sind hauptsächlich Interessenkonflikte geregelt; auf die gerade genannten Pflichten wird dagegen nicht eingegangen. Es überrascht insoweit nicht, dass sich seit 1988 bis heute kein einziges Verfahren über unzureichende Berichterstattung von Finanzanalysten wiederfindet.⁷³ Eine effektive Durchsetzung findet nicht statt,⁷⁴ zumal es sich auch lediglich um eine freiwillige Selbstkontrolle der Presse handelt.⁷⁵

Das ist umso bedauerlicher, als bis heute die Wild West Manier anhält. So sei an die obigen Bilanzskandale und Short-Sell-Attacken erinnert. Wirecard ist kein Einzelfall. Auch heute finden sich im Internet und sonstigen Medien unschwer Anlageempfehlungen, die den oben genannten Kriterien nicht einseitiger Berichterstattung nicht statthalten. Gerade sog. Finfluencer »pushen« verschiedene Finanzprodukte, oft Kryptowährungen, über ihre verschiedenen Social Media Kanäle gegenüber einer immer weiter wachsenden Community.⁷⁶ Statt einer Sanktionierung rechtswidrigen Verhaltens findet man Warnungen von BaFin und ESMA an den (Klein-)Anleger, Anlageempfehlungen und Ausführungen von Influencern genau zu lesen.⁷⁷ Das ist fast schon beschämend, so als würde die Polizei nicht die Einbrecher verfolgen, sondern vorrangig die Hauseigentümer bitten, alle Türen und Fenster sorgfältig zu sichern.

Auch die zivilrechtliche Haftung fällt weitgehend aus, weil bei Finanzanalysten im Gegensatz zu den Wertpapierdienstleistungsunternehmen in der Regel keine vertraglichen Ansprüche gegenüber Anlegern bestehen.⁷⁸ Die Lage ist insoweit mit der der

69 Zum alten § 40b WpHG s. Möllers, AcP 208 (2008), 1, 16 f.

70 Zur Neufassung des § 40b WpHG s. die jetzigen §§ 123–125 WpHG.

71 Zur damaligen fehlenden Überwachung s. noch Möllers, AfP 2010, 107, 110 ff.

72 Presserat, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung v. 20.3.2019, www.presserat.de.

73 S. hierzu die Webseite www.presserat.de und 7.4. Wirtschafts- und Finanzberichterstattung.

74 Kritisch schon Möllers, AfP 2010, 107 ff.; Foerster in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020, § 23 Rn. 13; Sajnovits in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, Art. 20 MAR Rn. 140.

75 Grabenwarter in Dürig/Herzog/Scholz, GG, 106. EL Okt. 2024, Art. 5 Rn. 475.

76 S. oben I.1.

77 BaFin, Anlagetipps in sozialen Medien: Vorsicht ist oberstes Gebot, www.bafin.de; Online-Finanz-Coachings: worauf Sie achten sollten v. 27.7.2023, www.bafin.de; ESMA, Warning For people posting Investment Recommendation on social media v. 6.2.2024, ESMA74–1103241886-912, www.esma.europa.eu. Im Folgenden wird aber auf die einzelnen Rechtsfragen der Finfluencer nicht weiter eingegangen.

78 Soweit ersichtlich, gibt es bisher keine Urteile, die eine Haftung von Finanzanalysten begründen, Möllers in KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 34b Rn. 289 ff.

Wirtschaftsprüfer vergleichbar.⁷⁹ Im Ergebnis kommt das Groß der rechtswidrigen Anlageempfehlungen weiterhin ungeschoren davon, weil das europäische Recht der MAR so wenig klar ist und als Folge davon die entsprechenden Ressourcen nicht bereit gestellt werden.

3. *Vergebliche Appelle an Gesetzgeber*

Florstedt hat jüngst noch einmal auf die gesetzlichen Lücken hingewiesen und gefordert, dass Schwächen des Gesetzes behoben werden müssen.⁸⁰ Damit reiht er sich ein in die Schar der Kritiker; allein: seit 2007 ist nichts passiert, obwohl ständig der Optimierungsbedarf angemahnt wurde.⁸¹ Oder noch schlimmer: Das Lamfalussy-Verfahren hat die Normenflut erhöht, letztlich aber unklare Begriffe mit wenig Inhalt eingeführt. Vergleichbares lässt sich auch über die Normen zum Marktmissbrauch sagen.⁸² Damit zeigt sich der Versteinereffekt auf europäischer Ebene:⁸³ Gefundene Kompromisse werden beibehalten – zu einer Änderung kann sich der europäische Gesetzgeber nur schwer durchringen.⁸⁴

ZUSAMMENFASSUNG

1. Anlageempfehlungen spielen bei Short-Sell-Attacken, Bilanzskandalen und Finfluncern eine unrühmliche Rolle. Drei Pflichten würden die Qualität einer objektiven Darstellung der Anlageempfehlung verbessern: Die Pflicht zu einer angemessenen

79 Gegenüber EY gibt es jetzt im Wirecard-Skandal allerdings Klagen, die einen Anspruch wegen sittenwidriger Schädigung gem. § 826 BGB geltend machen. Hierzu s. etwa OLG München, 20.12.2021, 8 U 6063/21, WM 2022, 174, 177; OLG München, 19.9.2022, 8 U 8302/21, NZG 2022, 1632, 1638 Rn. 83 ff.; Fischer/Zastrow, GWR 2020, 351, 353; Poelzig, ZBB 2001, 71, 81 ff.

80 Florstedt, ZIP 2023, 113, 124: »Der stark vermehrte Normtext von MAR und MiFID II ist in Wahrheit ein inhaltlich-verarmtes Inflationsgut, dem eine wichtige Anwendungsdimension mangelt: sie bezeichnen die Verhaltensgebote für Finanzanalysten zu wenig. Worauf es ankommt, ist: die unionsrechtlichen Vorgaben klarer zu fassen, konkrete materiellrechtliche Kontrollpflichten für Analysten zu positivieren, die schädlichen Interessenkonflikte schlüssiger zu bestimmen und einen auch für Privatanleger verständlichen Zustand der Mindesttransparenz herzustellen.«

81 S. oben I.1.

82 Kritisch etwa Schröder, HRRS 2013, 253, 258 f.; bzgl. § 20a WpHG a.F. Schwark in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 20a WpHG Rn. 34.

83 Schön in Everling/Roth, Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 1997, S. 55, 69; allgemein Kieninger, Wettbewerb der Privatrechtsordnungen im Europäischen Binnenmarkt, 2002.

84 Vorschläge für ein europäisches Haftungsrecht etwa bei Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005; Möllers in Festschrift 50 Jahre Juristische Fakultät 2021, S. 493, 501 ff.

Recherche, die Pflicht zur Anhörung im Rahmen einer Verdachtsberichterstattung und die Pflicht zur unvoreingenommenen Anlageempfehlung.

2. Art. 20 MAR verlangt eine objektive Darstellung der Anlageempfehlung. Auch die Anlageempfehlungs-DelVO 2017/508 gibt wenig Hilfestellung bei der Frage, ob Finanzanalysten die gerade genannten Pflichten erfüllen müssen. Deutlich genauer waren dagegen das frühere deutsche Recht, § 34b WpHG a.F. sowie die FinAnV a.F. Zudem hatte die deutsche Rechtsprechung vergleichbare Pflichten weiter konkretisiert, etwa mit dem Bond-Urteil (know your product), einer Anhörungspflicht im Rahmen der Verdachtsberichterstattung und der Pflicht zur Unvoreingenommenheit der Stiftung Warentest. Dagegen bleiben Pflichten zur Recherche, Anhörung und Unvoreingenommenheit in Bezug auf die Anlageempfehlung in der Rechtsliteratur heftig umstritten.

3. Obwohl das Lamfalussy-Verfahren und die Vollharmonisierung durch die Normverdichtung das level playing field und eine höhere Rechtssicherheit erreichen wollten, finden sie in den Normtexten keine klaren Antworten zu den drei Rechtsfragen. Das führt letztlich zu dem Paradox, dass zwar besseres Recht geschaffen werden sollte, tatsächlich aber ein Rückschritt an Rechtsklarheit und Rechtssicherheit gegenüber der früheren Mindestharmonisierung festzustellen ist.

In einem Teil 2 werden die Überlegungen zur europäischen Methodenlehre vertieft. Dabei wird sich zeigen: Die Vollharmonisierung beschränkt mit der Pflicht zur autonomen Auslegung zwar grundsätzlich die Anwendung von nationalem Recht. Die vollharmonisierende Verordnung bindet aber unstrittig schon dann nicht, wenn der konkrete Fall außerhalb des Anwendungsbereichs der Verordnung liegt oder sie auf das nationale Recht zurückverweist. Die autonome Auslegung europäischen Rechts schließt die Rechtsvergleichung mit ein. In diesem Rahmen dürfen, das übersieht die Gegenansicht, die deutschen Vorläufernormen zur Konkretisierung des Begriffs der objektiven Darstellung herangezogen werden. Dazu bedarf es des Nachweises, dass das neue Recht das alte Recht nicht aufheben wollte; zudem müssen die konkretisierenden Pflichten den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts entsprechen.⁸⁵

85 Hierzu dann ausführlich Möllers, Die objektive Darstellung der Anlageempfehlung, Teil 2, Festschrift für Mühlert, 2027 (im Erscheinen).