

BASTIAN REICH

Marktmanipulation unter Geltung der MiCAR

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung
45*

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

45



Bastian Reich

Marktmanipulation unter Geltung der MiCAR

Eine Betrachtung des Art. 91 MiCAR in Abgrenzung
zum klassischen Kapitalmarktrecht

Mohr Siebeck

Bastian Reich, geboren 1997; 2015 Ausbildung zum Bankkaufmann; 2018 Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Münster; 2022 Erste Juristische Prüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht - Abt. I der Universität Münster; 2025 Promotion; Rechtsreferendariat am OLG Hamm.
orcid.org/0009-0005-2936-9949

D 6

Zugl.: Münster (Westf.), Uni., Diss. der Rechtswissenschaftlichen Fakultät, 2025

ISBN 978-3-16-200117-7 / eISBN 978-3-16-200118-4

DOI 10.1628/978-3-16-200118-4

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.

© 2025 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.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

*Meinen Eltern und
Großeltern*

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2025 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Münster als Dissertation angenommen. Die herangezogene Literatur befindet sich größtenteils auf dem Stand Juli 2025.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Matthias Casper. Nicht nur ließ er mir die für mich erforderliche Freiheit, um die Arbeit zu einem erfolgreichen Abschluss zu bringen, sondern stand mir gleichzeitig während des gesamten Promotionsverfahrens mit Rat und Tat zur Seite. Ihm sei zudem für die sehr spannende und lehrreiche Zeit an seinem Lehrstuhl gedankt, die für mich nicht erst im Dezember 2022 als wissenschaftlicher Mitarbeiter, sondern bereits im Februar 2019 als studentische Hilfskraft begann. Herrn Professor Dr. Ingo Saenger gebührt ebenfalls ein besonderer Dank für die äußerst zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern der *Schriften zum Recht der Digitalisierung* danke ich herzlich für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe.

Für die sehr schöne Zeit am Lehrstuhl gebührt auch meinen Kolleginnen und Kollegen ein weiterer Dank. Namentlich zu nennen ist zunächst insbesondere Frau Bernharde Herbert, die jederzeit mit Rat zu sämtlichen organisatorischen Fragen bereitstand. Hervorzuheben sind zudem Anna Sprinkmeyer, Susanne Zäck, Max Kress, Dr. Jonas Diebel, Lucas Roters, Rasmus Christiansen und Lukas Wunram. Ihnen sei für die mühevollen fachliche Durchsicht des Entwurfs und die sehr hilfreichen Anmerkungen dazu gedankt. Jonas, Rasmus und den Luk(c)assen sei zudem für ihre oft stundenlange Geduld gedankt, sich jede noch so verrückte Idee meinerseits anzuhören und kritisch zu würdigen. Ein weiterer Dank gebührt zudem unseren studentischen Hilfskräften, die jederzeit bereitstanden, um Bücher auszuleihen oder Scanaufträge auszuführen. Stellvertretend für alle sei Theresa Beuse namentlich genannt, die mir bei der Erstellung der englischsprachigen Synopse von Art. 15, 12 MAR und Art. 91 MiCAR sehr geholfen hat.

Für die Auflockerung der Promotionszeit am Wochenende sei erneut Dr. Jonas Diebel sowie zudem Julian Ramelli und Michel Rosenbohm gedankt. Gerne denke ich an den einen oder anderen Bundesliga-Nachmittag oder Besuch im Preußenstadion zurück.

Der letzte und größte Dank gebührt meiner Familie. Zu nennen ist zunächst meine Patentante Tanja Kulina, die den ersten mühevollen Teil des Lektorats übernommen hat. Nicht sinnvoll in Worte zu fassen ist zudem der Dank, der meinen Eltern Andrea und Friedhelm Reich gebührt. Dennoch danke ich für die Unterstützung, die Ihr mir nicht nur in der Promotionszeit, sondern während des gesamten Studiums zgedacht habt. Ohne Euch wäre weder der Abschluss des Studiums noch dieser Arbeit möglich gewesen! Zuletzt seien meine Großeltern genannt, die mir jederzeit zur Seite standen. Euch allen sei diese Arbeit in größtmöglicher Dankbarkeit gewidmet.

Münster im Sommer 2025

Bastian Reich

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	XV
Abkürzungsverzeichnis	XXVI
Abbildungsverzeichnis	XXXV
§ 1 Einleitung.....	1
A. Problemaufriss.....	1
B. Themeneingrenzung und Gang der Untersuchung	4
§ 2 Technische Grundlagen	7
A. Die grundlegende Idee einer Blockchain-basierten Währung	7
B. DLT, Blockchain und Smart Contracts.....	9
I. Distributed-Ledger-Technology	9
II. Die Blockchain-Technologie	11
III. Der Einfluss von Smart Contracts	25
IV. Die Ebenen der Blockchain	28
C. Der technische Hintergrund eines Kryptowerts	30
D. Ergebnis	31
§ 3 Die Grundstruktur der Digital Finance Strategy	32
A. Die Digital Finance Strategy.....	34
I. Prioritäten der Digital Finance Strategy	35
II. Die weiteren legislativen Maßnahmen der Digital Finance Strategy ..	36
III. Zwischenergebnis.....	46
B. Die Entstehung der MiCAR im Besonderen.....	47

I. Die vier Regelungsziele der MiCAR.....	50
II. Die Entwicklung zur finalen Fassung der MiCAR.....	59
III. Zwischenergebnis.....	59
C. Ergebnis.....	67
 § 4 Der Anwendungsbereich der MiCAR.....	69
A. Bedeutung für das Marktmanipulationsverbot.....	69
B. Die Kryptowerte der MiCAR.....	71
I. Kryptowertdefinition nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR.....	72
II. Ausschluss von Finanzinstrumenten	77
III. Sonstige Ausnahmetatbestände nach Art. 2 Abs. 4 MiCAR.....	123
IV. Ausschluss von NFT?	124
V. Kein Ausschluss dezentraler Kryptowerte	130
C. Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen im Überblick.....	134
I. Ausgangspunkt	134
II. Der Betrieb einer Handelsplattform als Kryptowerte-Dienstleistung im Überblick	136
D. Ergebnis	137
 § 5 Einführung in das Marktmissbrauchsrecht der MiCAR.....	139
A. Der Geltungsbereich der Vorschriften zum Marktmissbrauch.....	139
I. Sachlicher Geltungsbereich des Marktmissbrauchsrechts.....	139
II. Persönlicher, räumlicher und ortsunabhängiger Geltungsbereich des Marktmissbrauchsrechts.....	147
III. Zwischenergebnis.....	148
B. Titel VI der MiCAR im Überblick	149
 § 6 Das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 91 MiCAR	151
A. Sinn und Zweck des Verbots der Marktmanipulation.....	153
I. Volkswirtschaftliche Grundlagen der Preisbildung	154

II. Preisbildung am Kapitalmarkt als Grundlage der Marktmanipulation.....	163
III. Die Besonderheiten des „Kryptomarkts“	175
IV. Zwischenergebnis	219
B. Der Tatbestand des Art. 91 MiCAR im Vergleich zu Art. 12, 15 MAR.	220
I. Art. 91 Abs. 1 MiCAR als Pendant zu Art. 15 MAR?	221
II. Die Marktmanipulationstatbestände nach Art. 91 Abs. 2 und Abs. 3 MiCAR	224
III. Systematisierung der Marktmanipulationstatbestände	238
IV. Zwischenergebnis	250
C. Ergebnis.....	250
 § 7 Grundsatzprobleme des Art. 91 MiCAR.....	251
A. Die Probleme von Art. 15, 12 MAR im Kontext von Art. 91 MiCAR... ..	251
I. Primärrechtliche Bedenken gegen Art. 91 MiCAR	252
II. Marktmanipulation durch Unterlassen?	253
III. Der subjektive Tatbestand	265
IV. Die Effekte eines manipulativen Verhaltens.....	271
V. Der Versuch einer Marktmanipulation.....	322
VI. Ergebnis.....	324
B. Individualisierungsmerkmale des Art. 91 MiCAR.....	324
I. Die legitimen Gründe im Kontext des Art. 91 Abs. 2 lit. a MiCAR... ..	325
II. Weitere Ausnahmetatbestände im Kontext des Art. 91 MiCAR.....	340
III. Zwischenergebnis.....	354
C. Ergebnis.....	354
 § 8 Besondere Anwendungsfälle des Art. 91 MiCAR.....	356
A. „Finfluencer“ und Memecoins	356
B. Kooperatives Zusammenwirken und Marktmanipulation	358
C. Der Einfluss des Konsensmechanismus	361
I. Ausgangspunkt	362
II. Manipulationen durch Erringen einer Mehrheitsposition	364
III. Sonstige Manipulationen unter Ausnutzung des Konsensmechanismus	369

IV. Zwischenergebnis	371
D. Die Besonderheiten dezentraler Handelsplattformen.....	371
I. Der Liquiditätspool im Kontext der Marktmanipulation.....	372
II. Tauschgeschäfte im Kontext des Art. 91 MiCAR	373
E. Manipulation von Waren, Dienstleistungen und sonstigen Referenzwerten?.....	374
F. Exploits und Hacking im Kontext der Marktmanipulation.....	376
I. Die Ausnutzung von Programmierschwächen im Code des Kryptowerts	377
II. Angriffe auf den Emittenten	379
III. Angriffe auf das Handelssystem.....	379
G. Das Problem der Wale	380
H. Ergebnis	381
 § 9 Rechtsfolgen von Verstößen gegen Art. 91 MiCAR.....	383
A. Aufsichtsmaßnahmen und Sanktionen	383
B. Ansprüche von Einzelpersonen bei Verstößen gegen Art. 91 MiCAR...	385
I. Ein kurzer Blick auf die mangelnde Individualschutzwirkung der Art. 15, 12 MAR	386
II. Auswirkungen der anlegerschützenden Komponente des Art. 91 MiCAR	390
C. Exkurs: Die Sanktionierung staatlicher Verstöße gegen Art. 91 MiCAR.....	392
 § 10 Zusammenfassung in Thesen und rechtspolitischer Ausblick	394
A. Zusammenfassung in Thesen	394
B. Rechtspolitischer Ausblick.....	401

Anhang I – Synopse (deutsche Sprachfassung).....	405
Anhang II – Synopse (englische Sprachfassung)	410
Anhang III – Abbildungen	414
Literaturverzeichnis.....	417
Sachregister.....	449

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXVI
Abbildungsverzeichnis	XXXV
§ 1 Einleitung.....	1
A. Problemaufriss.....	1
B. Themeneingrenzung und Gang der Untersuchung	4
§ 2 Technische Grundlagen	7
A. Die grundlegende Idee einer Blockchain-basierten Währung	7
B. DLT, Blockchain und Smart Contracts.....	9
I. Distributed-Ledger-Technology	9
1. Verteilte Datenaufzeichnung	9
2. Mehr-Parteien-Übereinkunft und unabhängige Validierung.....	10
3. Verhinderung von Manipulationen	11
4. Zwischenergebnis.....	11
II. Die Blockchain-Technologie	11
1. Grundlagen.....	12
a) Die Hash-Funktion	12
b) Die Merkle-Bäume	14
c) Der Aufbau der Blockchain	14
d) Das Schlüsselsystem der Blockchain	15
e) Beispielhafter Ablauf der Bitcoin-Transaktion.....	17
2. Konsensmechanismus.....	18
a) Proof-of-Work	19
b) Proof-of-Stake	21
3. Offene oder Private Blockchain.....	23
4. Zwischenergebnis.....	24

III. Der Einfluss von Smart Contracts	25
IV. Die Ebenen der Blockchain	28
C. Der technische Hintergrund eines Kryptowerts	30
D. Ergebnis	31
 § 3 Die Grundstruktur der Digital Finance Strategy	32
A. Die Digital Finance Strategy	34
I. Prioritäten der Digital Finance Strategy	35
II. Die weiteren legislativen Maßnahmen der Digital Finance Strategy ..	36
1. Der Digital Operations Resilience Act	37
2. Die DLT-Pilot-VO	38
a) Problemkreise des „Handels“ mit tokenisierten Finanzinstrumenten	40
b) Lösungsansätze der DLT-Pilot-VO	42
c) Abgrenzungsprobleme zur MiCAR?	44
III. Zwischenergebnis	46
B. Die Entstehung der MiCAR im Besonderen	47
I. Die vier Regelungsziele der MiCAR	50
1. Das Ziel „Rechtssicherheit“	50
2. Das Ziel „Innovationsförderung“	51
3. Das Ziel „Verbraucher- und Anlegerschutz sowie Marktintegrität“	53
a) Kapitalmarktrechtlicher Zieldualismus in der MiCAR?	53
b) Verbraucherschutz in der MiCAR?	55
4. Das Ziel „Finanzstabilität“	56
5. Gesamtbetrachtung der Zielsetzung	58
II. Die Entwicklung zur finalen Fassung der MiCAR	59
1. Überblick über das Gesetzgebungsverfahren	59
2. Der Aufbau der finalen Fassung der MiCAR	61
3. Einordnung in den Gesamtkontext der europäischen Kapitalmarktrechts	63
4. Regulatorischer Anknüpfungspunkt der MiCAR	65
III. Zwischenergebnis	59
C. Ergebnis	67

§ 4 Der Anwendungsbereich der MiCAR.....	69
A. Bedeutung für das Marktmanipulationsverbot.....	69
B. Die Kryptowerte der MiCAR.....	71
I. Kryptowertdefinition nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR.....	72
II. Ausschluss von Finanzinstrumenten	77
1. Übertragbare Wertpapiere	78
a) „Übertragbare Krypto-Wertpapiere“ vor Geltung der MiCAR	80
aa) Voraussetzungen des übertragbaren Wertpapiers.....	81
(1) Standardisierung.....	81
(2) Handelbarkeit	81
(a) Übertragbarkeit	81
(b) Kapitalmarktfähigkeit	85
(3) Ausschluss von Zahlungsinstrumenten	87
(4) Vergleichbarkeit zum Beispielkatalog	88
bb) Einordnung der Kryptowerte vor Geltung der MiCAR.....	88
(1) Investment-Token.....	89
(a) Funktionsweise	89
(b) Einordnung nach MiFID II.....	90
(2) Currency-Token	91
(a) Funktionsweise	91
(b) Einordnung nach MiFID II.....	92
(3) Utility-Token.....	93
(a) Funktionsweise	93
(b) Einordnung nach MiFID II.....	94
(4) Token-Hybride	95
b) Einfluss der MiCAR.....	96
aa) Das rechtsaktübergreifende Konzept der europäischen Kryptoregulierung	98
(1) Ausgangspunkt.....	98
(2) Die Notwendigkeit einer rechtsaktübergreifenden Auslegung der MiFID II.....	101
(3) Kriterien zur Abgrenzung zwischen MiCAR und MiFID II bei Utility-Token	105
(a) Die direkte vs. die indirekte Investmentfunktion	109
(b) Spekulationsfunktion als Abgrenzungskriterium?	113
(c) Rechtsaktübergreifende Absicherung des Konzepts...	116
bb) Zwischenergebnis.....	118
cc) Übertragung auf hybride Konzepte.....	119
c) Zwischenergebnis	120
2. Kryptoderivate und sonstige Finanzinstrumente	120
III. Sonstige Ausnahmetatbestände nach Art. 2 Abs. 4 MiCAR.....	123

IV. Ausschluss von NFT?	124
1. Funktionsweise.....	124
2. Einordnung unter Geltung der MiCAR.....	126
a) „Klassische“ NFTs im Anwendungsbereich der MiCAR?.....	126
b) Franktionalisierte NFTs.....	129
V. Kein Ausschluss dezentraler Kryptowerte	130
C. Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen im Überblick.....	134
I. Ausgangspunkt	134
II. Der Betrieb einer Handelsplattform als Kryptowerte-Dienstleistung im Überblick	136
D. Ergebnis	137
 § 5 Einführung in das Marktmissbrauchsrecht der MiCAR	139
A. Der Geltungsbereich der Vorschriften zum Marktmissbrauch.....	139
I. Sachlicher Geltungsbereich des Marktmissbrauchsrechts.....	139
1. Ausgangspunkt.....	139
2. Zulassung zum Handel	141
3. Marktmissbrauchsrecht und fehlende Handelszulassung.....	144
II. Persönlicher, räumlicher und ortsunabhängiger Geltungsbereich des Marktmissbrauchsrechts.....	147
III. Zwischenergebnis.....	148
B. Titel VI der MiCAR im Überblick	149
 § 6 Das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 91 MiCAR	151
A. Sinn und Zweck des Verbots der Marktmanipulation.....	153
I. Volkswirtschaftliche Grundlagen der Preisbildung	154
1. Vom Individuum zum Kapitalmarkt	154
2. Gründe für Preisvorschläge	156
a) Die Grundannahmen des homo oeconomicus.....	156
b) Behavioral Finance als Gegenentwurf zur Figur des homo oeconomicus?	159
3. Zwischenergebnis.....	162
II. Preisbildung am Kapitalmarkt als Grundlage der Marktmanipulation.....	163
1. Preisfunktionen	163

a) Informations- und Bewertungsfunktion.....	163
b) Allokationsfunktion.....	166
2. Unverfälschte Preisbildung am Kapitalmarkt.....	167
a) Schutz des Finanzmarkts durch das Marktmanipulationsverbot?	168
b) Regulatorische Verbindung zwischen Preisfunktion und Anlegerverhalten	170
3. Zwischenergebnis.....	174
III. Die Besonderheiten des „Kryptomarkts“	175
1. Der Kryptomarkt	176
a) Begriffsbestimmung	176
b) Markttatsachen	177
2. Funktionsweise des Kryptomarkts	179
a) Infrastruktur der Handelsplattformen	180
aa) Der Handel auf zentralisierten Handelsplattformen	181
bb) Der Handel auf dezentralisierten Handelsplattformen	183
b) On-Chain- und Off-Chain-Abwicklung	185
c) Preisbildung auf Kryptohandelsplattformen.....	188
d) Zwischenergebnis.....	189
3. Marktintegrität als regulatorisches Ziel des Marktmanipulationsverbots der MiCAR.....	190
a) Informations- und Bewertungseffizienz des Kryptomarkts	191
aa) Informationseffizienz auf dem Kryptomarkt.....	192
(1) Literaturübersicht	193
(2) Schlussfolgerungen	195
bb) Behavioral Finance auf dem Kryptomarkt.....	198
cc) Bewertungseffizienz bei Kryptowerten.....	200
(1) Der „richtige Preis“ von Utility-Token und wertstabilisierten Kryptowerten	201
(a) MiCAR-Utility-Token.....	201
(b) Wertstabilisierte Kryptowerte	202
(2) Sonstige Currency-Token	202
dd) Zwischenergebnis.....	204
b) Der Kryptomarkt als Spiegelbild des alloka-tionseffizienten Kapitalmarkts?.....	205
aa) Allokationseffizienz bei Utility-Token	205
bb) Untergeordnete Bedeutung der Allokationseffizienz bei sonstigen MiCAR-Kryptowerten	206
(1) Zahlungsmittel und Allokationseffizienz	206
(2) Absage an die Allokationseffizienz als Metaziel eines internen Kryptomarkts	210
cc) Anlegerschutz als Metazielziel des internen Kryptomarkts	212

(1) Anlegerschutz als Folge des integren Markts.....	213
(2) Kollektiver Anlegerschutz als Metaziel des Art. 91 MiCAR	215
(3) Unterschiedliche Behandlung von MiCAR-Utility-Token und Currency-Token?	218
(4) Konsequenzen für die Anwendung des Marktmanipulationsverbots nach Art. 91 MiCAR	218
c) Zwischenergebnis	219
IV. Zwischenergebnis	219
B. Der Tatbestand des Art. 91 MiCAR im Vergleich zu Art. 12, 15 MAR	220
I. Art. 91 Abs. 1 MiCAR als Pendant zu Art. 15 MAR?	221
1. Grundsätzliche Erwägungen	221
2. Wer ist „Niemand“ im Sinne des Art. 91 Abs. 1 MiCAR?	221
II. Die Marktmanipulationstatbestände nach Art. 91 Abs. 2 und Abs. 3 MiCAR	224
1. „Handelsgestützte“ Marktmanipulation nach Art. 91 Abs. 2 lit. a MiCAR.....	225
2. „Handlungsgestützte“ Marktmanipulation nach Art. 91 Abs. 2 lit. b MiCAR	226
3. „Informationsgestützte“ Marktmanipulation nach Art. 91 Abs. 2 lit. c MiCAR.....	228
4. Die zwingenden Beispiele des Art. 91 Abs. 3 MiCAR.....	229
a) Art. 91 Abs. 3 lit. a MiCAR – Cornering und Abusive Squeeze	230
b) Art. 91 Abs. 3 lit. b MiCAR – Illegitime Handelsmethoden	232
c) Art. 91 Abs. 3 lit. c MiCAR – Scalping	235
5. Zwischenergebnis	238
III. Systematisierung der Marktmanipulationstatbestände	238
1. Meinungsstand zur Systematisierung des Art. 12 MAR.....	239
a) Die traditionelle Systematisierung	239
b) Der neue Ansatz	241
2. Systematisierung des Art. 91 MiCAR vor dem Hintergrund der Diskussion zur MAR	241
3. Konkurrenzen.....	245
4. Zwischenergebnis	248
5. Exkurs – Konflikte zwischen Art. 15, 12 MAR und Art. 91 MiCAR?.....	248
IV. Zwischenergebnis	250
C. Ergebnis.....	250

§ 7 Grundsatzprobleme des Art. 91 MiCAR.....251

A. Die Probleme von Art. 15, 12 MAR im Kontext von Art. 91 MiCAR... 251

I. Primärrechtliche Bedenken gegen Art. 91 MiCAR	252
II. Marktmanipulation durch Unterlassen?	253
1. Wortlaut und Systematik als zwingende Argumente?	254
2. Unterlassen im teleologischen Zusammenhang.....	256
3. Pflichtenverstoß als Grundvoraussetzung	258
a) Marktmanipulation durch unterlassene Informationsoffenlegung.....	258
b) Handelsgestützte Marktmanipulation durch Unterlassen.....	261
aa) Burning von Kryptowerten und die marktbeherrschende Stellung?	262
bb) Marktmanipulatives Unterlassen der Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen	262
4. Zwischenergebnis	265
III. Der subjektive Tatbestand	265
1. Absage an ein allgemeines Vorsatzerfordernis.....	266
2. Subjektiver Einschlag einzelner Tatbestandsmerkmale.....	268
3. Zwischenergebnis	271
IV. Die Effekte eines manipulativen Verhaltens.....	271
1. Falsche und irreführende Signale auf dem Kryptomarkt	272
a) Der Signalbegriff	272
b) Das maßgebliche Anlegerleitbild.....	273
aa) Homo oeconomicus als Ausgangspunkt.....	273
bb) Der irrationale Anleger des Kryptomarkts	275
(1) Ausgangspunkt	275
(2) Argumente für ein spezifisches Kryptoanlegerleitbild	276
(a) Vergleich zur MAR.....	277
(b) Die Besonderheiten der MiCAR im Kontext des Marktmanipulationsverbots	278
(c) Keine andere Beurteilung aufgrund von Art. 87 Abs. 4 MiCAR.....	280
(d) Systematische Absicherung dieser Argumentation in Art. 91 Abs. 3	282
(3) Schlussfolgerungen für Art. 91 MiCAR.....	283
c) Das wahrscheinliche Signal	287
d) Das Irreführungspotenzial in der praktischen Anwendung.....	288
aa) Manipulationspraktiken im Kontext des Handels.....	289
(1) Problematik der „Scheingeschäfte“.....	289
(2) Die Irreführungswirkung effektiver Geschäfte.....	291
(a) Bedeutende Handelsaufträge	291

(b) Handelsaufträge im Kontext von Täter-Positionen	293
(3) Irreführung in sonstigen Fällen	294
bb) Marktmanipulationspraktiken im Kontext der Informationsverbreitung	295
e) Zwischenergebnis	297
2. Das künstliche Kursniveau des Kryptomarkts.....	298
a) Ansätze zur Bestimmung der Künstlichkeit	299
aa) Testbezogene Ansätze	299
bb) Subjektiver Ansatz	301
cc) Fallbezogener Ansatz der MAR.....	302
b) Die Künstlichkeit auf dem Kryptomarkt	303
aa) Die Indikatoren der MAR im Kontext der MiCAR	303
bb) Das Grundproblem des künstlichen Kursniveaus in der MiCAR	304
cc) Gefahr von Regelungslücken?	307
dd) Verbleibender Anwendungsbereich des künstlichen Kursniveaus in der MiCAR	308
(1) Direkte Eingriffe in den Marktprozess.....	308
(2) Das künstliche Kursniveau bei Stablecoins.....	309
c) Zwischenergebnis	310
3. Kursbeeinflussung durch Täuschung gem.	
Art. 91 Abs. 2 lit. b MiCAR	311
a) Die Kursbeeinflussung.....	311
b) Die Täuschung.....	312
c) Kausalität zwischen Täuschungsverhalten und Kursbeeinflussung?	316
aa) Unvorhersehbare Marktreaktion bei irrationalen Marktteilnehmern.....	316
bb) Lösungsvorschlag.....	317
d) Der Auffangtatbestand in der praktischen Anwendung.....	320
e) Zwischenergebnis	321
4. Zwischenergebnis	321
V. Der Versuch einer Marktmanipulation.....	322
VI. Ergebnis.....	324
B. Individualisierungsmerkmale des Art. 91 MiCAR.....	324
I. Die legitimen Gründe im Kontext des Art. 91 Abs. 2 lit. a MiCAR...	325
1. Dogmatische Einordnung der legitimen Gründe	326
2. Legitime Gründe im Kontext des irrationalen Anlegers.....	328
a) Legitime Gründe im Kontext der Markttäuschung	329
aa) Legitimes Marktverhalten und Handelsaufträge.....	330
bb) Wirtschaftliche Betätigungsfreiheit versus Anlegerschutz	332

b) Legitime Gründe im Kontext direkter Markteingriffe	334
c) Legitime Gründe im Kontext der Art. 91 Abs. 3 lit. a und b MiCAR	335
d) Zwischenergebnis	335
3. Beweislast	336
4. Zwischenergebnis	340
II. Weitere Ausnahmetatbestände im Kontext des Art. 91 MiCAR	340
1. Das Meinungs- und Informationsprivileg im Kontext des Art. 91 MiCAR	341
a) Art. 11 GRC im Kontext der handels- und handlungsgestützten Marktmanipulation	342
b) Art. 11 GRC und informationsgestützte Marktmanipulation	343
aa) Schutzbereich	344
(1) Persönlicher Schutzbereich	344
(2) Sachlicher Schutzbereich	345
bb) Eingriff	346
cc) Eingriffsrechtfertigung	346
c) Zwischenergebnis	348
2. Bereichsausnahmen von Art. 91 MiCAR	348
a) Personelle Ausnahmen vom Anwendungsbereich der MiCAR	349
aa) Ein kurzer Blick auf Art. 6 MAR	349
bb) Die „carte blanche“ des Art. 2 Abs. 2 MiCAR	349
cc) Bedürfnis einer Anpassung des Art. 2 Abs. 2 MiCAR?	351
dd) Zwischenergebnis	353
b) Bereichsausnahme für Rückkauf- und Kursstabilisierungsmaßnahmen?	353
3. Zwischenergebnis	354
III. Zwischenergebnis	354
C. Ergebnis	354
 § 8 Besondere Anwendungsfälle des Art. 91 MiCAR	356
A. „Influencer“ und Memecoins	356
B. Kooperatives Zusammenwirken und Marktmanipulation	358
C. Der Einfluss des Konsensmechanismus	361
I. Ausgangspunkt	362
II. Manipulationen durch Erringen einer Mehrheitsposition	364
1. Das PoW-Verfahren	364
a) Die 50+1-Attacke zur Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung?	365

b) Die 50+1-Attacke als Marktmanipulation nach Art. 91 Abs. 2 lit. a MiCAR.....	366
c) Double-Spending-Angriffe unterhalb der Schwelle der 50+1-Attacke.....	367
2. Das PoS-Verfahren.....	368
III. Sonstige Manipulationen unter Ausnutzung des Konsensmechanismus.....	369
IV. Zwischenergebnis.....	371
D. Die Besonderheiten dezentraler Handelsplattformen.....	371
I. Der Liquiditätspool im Kontext der Marktmanipulation.....	372
II. Tauschgeschäfte im Kontext des Art. 91 MiCAR.....	373
E. Manipulation von Waren, Dienstleistungen und sonstigen Referenzwerten?.....	374
F. Exploits und Hacking im Kontext der Marktmanipulation.....	376
I. Die Ausnutzung von Programmierschwächen im Code des Kryptowerts.....	377
II. Angriffe auf den Emittenten.....	379
III. Angriffe auf das Handelssystem.....	379
G. Das Problem der Wale.....	380
H. Ergebnis.....	381
 § 9 Rechtsfolgen von Verstößen gegen Art. 91 MiCAR.....	383
A. Aufsichtsmaßnahmen und Sanktionen.....	383
B. Ansprüche von Einzelpersonen bei Verstößen gegen Art. 91 MiCAR...	385
I. Ein kurzer Blick auf die mangelnde Individualschutzwirkung der Art. 15, 12 MAR.....	386
II. Auswirkungen der anlegerschützenden Komponente des Art. 91 MiCAR.....	390
C. Exkurs: Die Sanktionierung staatlicher Verstöße gegen Art. 91 MiCAR.....	392
 § 10 – Zusammenfassung in Thesen und rechtspolitischer Ausblick.....	394
A. Zusammenfassung in Thesen.....	394

B. Rechtspolitischer Ausblick.....	401
Anhang I – Synopse (deutsche Sprachfassung).....	405
Anhang II – Synopse (englische Sprachfassung)	410
Anhang III – Abbildungen.....	414
Literaturverzeichnis.....	417
Sachregister.....	449

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz/Absätze
Absch.	Abschnitt
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ADA	Cardano
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft/Aktiengesellschaft
ähnl.	ähnlich(e)
allg.	allgemein
allg.M.	allgemeine Meinung
Alt.	Alternative
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AMM	Automated Market Maker
Anh.	Anhang
Anh.	Anhang
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
Ausn.	Ausnahme(n)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bank-/KapMStR	Bank- und Kapitalmarktrafrecht
BankR	Bankrecht
BB	Betriebs-Berater
BBl.	Bundesblatt (Schweiz)
Bd.	Band
BeckOGK	beck-online.Grosskommentar
BeckOK	Beck'sche Online-Kommentare
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BEG	schweizerisches Buheffektengesetz

Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
Bio.	Billion
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BNB	Binance Coin
BörsG	Börsengesetz
Bsp.	Beispiel(e)
BTC	Bitcoin
BT-Drs.	Deutscher Bundestag Druckssache
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CA	Kalifornien
CB	Compliance Berater
CCAF	Cambridge Center for Alternative Finance
CCM	Kredit und Kapital
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CF	Corporate Finance
CNMV	Comision Nacional del Mercado de Valores
COM	Europäische Kommission
CR	Computer und Recht
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
CSDR	Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012
CTFC	Commodity Futures Trading Commission
d.h.	das heißt
DAO	Dezentralized Autonomous Organization
DB	Der Betrieb
DeFi	decentralized finance
DeIVO	delegierte Verordnung
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
Diss.	Dissertation
DLT	Distributed Ledger Technology

DLT-MTF	multilaterales DLT-Handelssystem
DLT-Pilot-VO	Verordnung (EU) 2022/858 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU
DLT-SS	DLT-Abwicklungssystem
DLT-TSS	DLT-Handels- und Abwicklungssystem
DOGE	Dogecoin
DORA	Verordnung (EU) 2022/2554 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011 Verordnung (EU) 2022/2554 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011
DoS	Denial-of-Service
DStR	Deutsches Steuerrecht
DuD	Datenschutz und Datensicherheit
E	Entwurf
e.V.	eingetragener Verein
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
ebd.	ebenda
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
ECML	European Capital Market Law
Ed.	Edition
E-Geld	elektronisches Geld
E-Geld-RL	Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
eIDAS-2-VO	Verordnung (EU) 2024/1183 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. April 2024 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 910/2014 im Hinblick auf die Schaffung des europäischen Rahmens für eine digitale Identität
Einl.	Einleitung
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
EL	Ergänzungslieferung

EMRK	Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten
EnzEuR	Enzyklopädie Europarechts
EP	Europäisches Parlament
ERC-20/721/1155	Tokenstandards im Ethereum-Netzwerk
ErwG	Erwägungsgrund/Erwägungsgründe
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht
Europ.	Europäische
EuropML	Europäische Methodenlehre
EUV	Vertrag über die Europäische Union i.d.F. des Vertrags von Lissabon
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EVM	Ethereum Virtual Machine
eWpG	Gesetz über elektronische Wertpapiere
exempl.	exemplarisch
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgend
F.A.S.	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	folgende
Finanzinstrumente- Aufzeichnungspflicht-DVO	Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie
FinMaDiG	Finanzmarktdigitalisierungsgesetz
FinTech	Financial Technology
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde
Fn.	Fußnote(n)
FS	Festschrift

Geldwäsche-RL	Richtlinie (EU) 2015/849 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 2005/60/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinie 2006/70/EG der Kommission
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht
GG	Grundgesetz
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRC	Grundrechtecharta
grds.	grundsätzlich
GVwR	Grundlagen des Verwaltungsrechts
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
h.M.	herrschende Meinung
Habil.	Habilitation
HdB	Handbuch
Hervorh. d. Verf.	Hervorhebung durch Verfasser
Hervorh. i. Orig.	Hervorhebung im Original
hinsichtl.	hinsichtlich
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
Hs.	Halbsatz
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.Erg.	im Ergebnis
i.R.d.	im Rahmen des/der
i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.e.	im Sinne einer
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
ICO	Initial Coin Offering
IEEE	Institute of Electrical and Electronics Engineers
IKT	Informations- und Kommunikationstechnologien
Informations-/MedienR	Informations- und Medienrecht
insb.	insbesondere
insg.	insgesamt
IntWV	Internationale Wirtschaftsverträge
IOSCO	International Organization of Securities Commission
IPR	Internationales Privatrecht

IT	Information Technology
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
K&R	Kommunikation und Recht
Kap.	Kapitel
KapAnlR	Kapitalanlagerecht
Kapitalmarktinf	Kapitalmarktinformation
KapMR	Kapitalmarktrecht
KartellR	Kartellrecht
KG	Kammergericht
KI	künstliche Intelligenz
KMAG	Kryptomärkteaufsichtsgesetz
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
krit.	kritisch
KryptoFAV	Verordnung über Kryptofondsanteile
KWG	Kreditwesengesetz
LegalTech	Legal Technology
lit.	litera
lt.	laut
m.	mit
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 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
MDR	Mitteldeutscher Rundfunk
MEV	Maximum Extractable Value
MHdB	Münchener Handbuch
MiCAR/MiCA	Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937
MiCAR-E 2020	ursprüngliche Entwurfsfassung der MiCAR (COM (2020), 593 final)
MiCAR-E 2022	nicht konsolidierte Trilogfassung
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments

	und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
Mio.	Million
MMR	Zeitschrift für IT-Recht und Digitalisierung/Multimediarrecht
MNGO	Mango-Token
Mrd.	Milliarde
MTF	multilaterales Handelssystem
MüKoBGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKoStGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
n.F.	neue Fassung
Nachw.	Nachweis/Nachweise(n)
NBER	National Bureau of Economic Research
NFT	nicht fungible Token
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number(s)
Nr.	Nummer(n)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
ÖBA	Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
ÖJZ	Österreichische Juristenzeitung
OLG	Oberlandesgericht
OR	schweizerisches Obligationenrecht
OTC	over-the-counter
OTF	organisiertes Handelssystem
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
PFOF	Payment-for-Order-Flow
PIN	Persönliche Identifikationsnummer
PloS	Public Library of Science
PoA	Proof-of-Authority
PoS	Proof-of-Stake
PoW	Proof-of-Work
ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG
PSD III	Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Zahlungsdienste und E-Geld-Dienste im Binnen-

	markt, zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG und zur Aufhebung der Richtlinien (EU) 2015/2366 und 2009/110/EG
PSD II	Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 2002/65/EG, 2009/110/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2007/64/EG
PSR	Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Zahlungsdienste im Binnenmarkt und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, COM (2023), 367 final
Pt.	Point(s)
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rating-VO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RDigital	Recht Digital
RdZ	Recht der Zahlungsdienste
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite(n)/Satz (Sätze)
s.	siehe
s.o.	siehe oben
s.u.	siehe unten
SEC	Securities and Exchange Commission
SHA	Secure Hash Algorithm
SSRN	Social Science Research Network
StGB	Strafgesetzbuch
str.	streitig
SZ	Süddeutsche Zeitung
TRX	Tronix
TVTG	Token- und VT-Dienstleister-Gesetz
u.	und
u.a.	und andere
UAbs	Unterabsatz
unstr.	unstreitig
Urt.	Urteil
USA	Vereinigten Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
USDC	USD Coin
USDT	Tether

usw.	und so weiter
UTXO	Unspent Transaction Output
v.	von
v. d.	von der
Var.	Variante
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
vs.	versus
WBTC	Wrapped Bitcoin
WD	Wirtschaftsdienst
weit.	weitere
Wirtschaftsrechtliche Blätter	Zeitschrift für österreichisches und europäisches Wirtschafts- recht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
XRP	Ripple
z.B.	zum Beispiel
z.Zt.	zur Zeit
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZdiW	Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfDR	Zeitschrift für Digitalisierung und Recht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz
zugl.	zugleich
zul.	zuletzt
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Merkle-Baum mit Wurzel-Hash1234	414
Abb. 2: Indifferenzkurve	415
Abb. 3: Marktkapitalisierung der 10 größten Kryptowerte am 11.6.2025...	416

§ 1 Einleitung

A. Problemaufriss

Kryptowerte sind „finanzielle Massenvernichtungswaffen“¹. Diesen Vorwurf mussten sich zwar keine Kryptowerte, wohl aber Derivate durch den US-amerikanischen Investor *Warren Buffet* im Aktionärsbrief an die Aktionäre von *Berkshire Hathaway* vom Februar 2003 gefallen lassen. Spätestens seit der Finanzkrise wird dieser Vorwurf auf innovative Finanzprodukte übertragen.² Kryptowerte sind ohne Frage nicht nur innovative Finanzprodukte. Vielmehr fehlte bis zum Geltungsbeginn der MiCAR am 30.12.2024³ ein konsistenter Regulierungsrahmen. Anleger und Markt standen den unterschiedlichsten Betrugsfällen auf dem Kryptomarkt weitgehend schutzlos gegenüber. Zu nennen sind z.B. – ohne Anspruch auf Vollständigkeit⁴ – der Untergang des ersten größeren Handelsplatzes *Mt. Gox* 2014⁵, der „Hack“ der dezentralen und autonomen Organisation *The DAO* 2016⁶, der Zusammenbruch des Stablecoin-Projekts *TerraUSD/Luna* im Mai 2022⁷, die Insolvenz der zu diesem Zeitpunkt drittgrößten Handelsplattform *FTX* im November 2022⁸ oder der „Ripple Hack“ 2024⁹. Jeder dieser Fälle war mit der Vernichtung größerer Kapitalsummen durch erhebliche Kurseinbrüche auf dem Kryptomarkt verbunden. Tat-

¹ *Buffet*, Aktionärsbrief Berkshire Hathaway, S. 15 (abrufbar unter: elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6826&context=yyps-documents; zul. abgerufen: 18.8.2025).

² So *Möslein*, ZBB 2013, 1 (1 f.), der weitere ähnliche Zitate nennt.

³ S. dazu insg. Art. 149 MiCAR, die Titel III u. IV gelten bereits seit 30.6.2024.

⁴ S. auch *Arner/Zetzsche/Buckley u.a.*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2023/19 (14 f.).

⁵ S. dazu *Draht*, *Mt. Gox: Aufstieg und Fall der ersten Bitcoin-Börse* (abrufbar unter: btc-echo.de/news/mt-gox-aufstieg-und-fall-der-ersten-bitcoin-boerse-80046/; zul. abgerufen: 18.8.2025); die Auswirkungen davon sind bis heute erkennbar, vgl. *Dörner*, Handelsblatt v. 27.6.2024, S. 47.

⁶ S. dazu *Mienert*, DAOs und Gesellschaftsrecht, 2021, S. 58–63.

⁷ *Briola/Vidal-Tomás/Wang u.a.*, Finance Research Letters 51 (2023), 103358.

⁸ S. dazu *Huemer*, F.A.S. v. 27.11.2022, S. 31.

⁹ S. dazu *Mathias Wagner*, XRP-Kurs fällt: Wallet von Ripple Co-Founder gehackt (abrufbar unter: blockchainwelt.de/news/xrp-kurs-faellt-wallet-von-ripple-co-founder-gehackt/; zul. abgerufen: 18.8.2025).

sächlich kann daher in gewisser Weise von einer „finanziellen Massenvernichtungswaffe“ gesprochen werden.

Der europäische Gesetzgeber möchte sich diesem Problem nun durch einen umfassenden Regulierungsansatz annehmen. Der Gesetzgeber wählt dabei einen zweigleisigen Ansatz, der zwischen dem klassischen Kapitalmarktrecht auf der einen und einem neuartigen Rechtsakt speziell für *bislang* gänzlich unregulierte Kryptowerte auf der anderen Seite, der MiCAR, unterscheidet. Daher wirkt es auf den ersten Blick so, als hätte die MiCAR lediglich eine Auffangwirkung für diese Kryptowerte.¹⁰ Dies trifft zwar insoweit zu, als die MiCAR das bisherige Kapitalmarktrecht augenscheinlich nicht berühren soll (ErwG Nr. 3 f., 9 MiCAR). Klar ist aber auch, dass die der Marktkapitalisierung nach wichtigsten und größten Kryptowerte sämtlich von der MiCAR erfasst werden.¹¹ Die Bedeutung für den Kryptomarkt ist daher enorm, auch wenn es rechtssystematisch tatsächlich nicht gänzlich von der Hand zu weisen sein wird, dass der MiCAR gewisse Auffangfunktion zukommt.¹²

Gem. ErwG Nr. 6 MiCAR ist es das Ziel des europäischen Gesetzgebers, einen spezifischen Rechtsakt zu schaffen, der auf die Besonderheiten des Kryptomarkts reagiert. Kryptowerte verbinden die technologische Innovation der Distributed-Ledger und Blockchain-Technologie mit dem Kapitalmarkt.¹³ Der Gesetzgeber bewegt sich daher auf einer für innovative Finanzinstrumente typischen Schnittstelle zwischen Innovationsförderung und Technologieoffenheit auf der einen und Regulierung auf der anderen Seite.¹⁴ Diesen Widerspruch sucht die MiCAR möglichst schonend auszugleichen, indem eine Regulierung geschaffen wird, die zwar technologieoffen ist, gleichzeitig aber auf die Risiken des Kryptomarkts reagiert (ErwG Nr. 1 f., 5 MiCAR). Dabei ist neben klassischen „Diebstahls-“ und Betrugsszenarien insbesondere auch an Cyberangriffe zu denken. Es ist zudem nicht von der Hand zu weisen, dass die Preise auf dem Kryptomarkt gerade während des „ICO-Hypes“ nicht zuletzt auch durch Manipulationen getrieben waren.¹⁵ Auch die bereits genannten „Betrugs-

¹⁰ S. z.B. Heinz Beck/Samm/Kokemoor/Alfes, EL 235 März 2024, MiCAR Rn. 10; Bauerfeind/Hille/Loff, RdF 2023, 84 (86); Lorenz, ZIP 2024, 58 (61); Möslin, in: Möslin/Omlor, Kryptoaktien, S. 93 (108 f.); Poelzig, in: Möslin/Omlor, Kryptoaktien, S. 75 (77 f.).

¹¹ Völkel, in: Piska/Völkel, Blockchain rules, Rn. 13.6.

¹² Vgl. auch „First and foremost, MiCA is positioned between all existing EU financial regulation.“, Zetzsche/Buckley/Arner u.a., Remaining regulatory challenges in digital finance and cryptoassets after MiCA, S. 83 (abrufbar unter: [europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740083/IPOL_STU\(2023\)740083_EN.pdf](https://europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740083/IPOL_STU(2023)740083_EN.pdf); zul. abgerufen: 18.8.2025).

¹³ Von einer untrennbaren Verbindung sprechend Siegel, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 1; s. auch ErwG Nr. 1 f. MiCAR

¹⁴ Möslin, ZBB 2013, 1 (6); zu den Problemen auch Omarova, Journal of Financial Regulation 6 (2020), 75 (117 f.).

¹⁵ Maume, ECFR 20 (2023), 243 (271); ders., Art. 91 Rn. 4; s. auch die Einschätzung der ESMA, ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, S. 39, Rn. 178 (abrufbar unter: esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf; zul.

fälle“ bieten nicht nur das Potenzial der strafrechtlichen Relevanz nach nationalem Strafrecht,¹⁶ sondern können erhebliche Kursauswirkungen nach sich ziehen.¹⁷ 2024 folgte nun auch eine erste Verurteilung wegen handelsgestützter Marktmanipulation auf einem Kryptohandelsplatz.¹⁸ Erschwerend hinzu kommt die Problematik der sog. „Finfluencer“, also Personen, die über Social Media Informationen über innovative Finanzprodukte – von besonderer Relevanz sind Kryptowerte – teilen.¹⁹ Da Anleger auf dem Kryptomarkt wenig informationsbasiert, sondern emotionsgetrieben handeln,²⁰ sind sie anfällig für Stellungnahmen solcher „Finfluencer“. Dies gilt besonders, wenn Personen von Weltrang sich zu bestimmten Kryptowerten äußern. Dadurch ist nicht nur der US-amerikanische Tech-Milliardär *Elon Musk*²¹, sondern zuletzt auch immer wieder *Donald Trump*²² aufgefallen. Der europäische Gesetzgeber reagiert

abgerufen: 18.8.2025); aus ökonomischer Perspektive auch *Hamrick/Rouhi/Mukherjee u.a.*, The Economics of Cryptocurrency Pump and Dump Schemes (abrufbar unter: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3303365; zul. abgerufen: 18.8.2025); s. auch *Barsan*, Capital Markets Law Journal 20 (2025), kmf003 (1).

¹⁶ Einen Überblick über in Betracht kommende Konstellationen gibt *Rückert*, in: *Maume/Maute*, Kryptowerte-HdB, § 22.

¹⁷ S. zu den erheblichen Kurseinbrüchen im Laufe des Jahres 2022 *Dörner/D. Schwarz*, Handelsblatt v. 03.01.2023, S. 35.

¹⁸ S. dazu *U.S. Department of Justice*, Man Convicted for \$110M Cryptocurrency Scheme (abrufbar unter: justice.gov/archives/opa/pr/man-convicted-110m-cryptocurrency-scheme; zul. abgerufen: 18.8.2025).

¹⁹ Zu diesem Phänomen *Möslein/Jetzen*, ZBB 2024, 236 (237); *Buck-Heeb/Tatu*, RD i 2024, 461 (462, Rn. 3); monographisch jetzt auch *Tatu*, Finfluenceraktivitäten im Kapitalmarkt, 2024, S. 67–85; s. insb die Begriffsdefinition ebd., S. 85; kürzer *Hammerschmid*, ÖBA 2025, 405 (405); zur praktischen Relevanz ebd. (406 f.); s. auch *ESMA*, Warning for people posting Investment Recommendation on social media (abrufbar unter: esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025); *BaFin*, Generation Y und Z setzen auf Finfluencer (abrufbar unter: bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_2409_Finfluencer.html; zul. abgerufen: 18.8.2025); allg. auch *BaFin*, Anlagetipps in sozialen Medien (abrufbar unter: bafin.de/DE/Verbraucher/Finanzbetrug/Anlagebetrug/Social_Media/social_media_node.html?sessionId=017A24EFD9CF34D57DDF58C7122CC1A1.internet961; zul. abgerufen: 18.8.2025).

²⁰ So auch *Misterek/M. Roth*, ZIP 2024, 385 (392); ähnl. *Buck-Heeb/Tatu*, RD i 2024, 461 (463, Rn. 11).

²¹ S. dazu *Dörner/M. Müller/Neuhaus u.a.*, Erst Bitcoin-Einbruch, dann Dogecoin-Boom (abrufbar unter: handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devisen-rohstoffe/kryptowaehrungen-erst-bitcoin-einbruch-dann-dogecoin-boom-wie-elon-musk-die-krypto-kurse-bewegt/27188048.html; zul. abgerufen: 18.8.2025); aus wissenschaftlicher Perspektive auch *Ante*, How Elon Musk's Twitter activity moves cryptocurrency markets (abrufbar unter: blockchain-researchlab.org/wp-content/uploads/2020/05/BRL-Working-Paper-No-16-How-Elon-Musk-s-Twitter-activity-moves-cryptocurrency-markets.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

²² S. dazu *manager magazin*, Meme Coin: Trump-Coin bricht wieder ein, Kritik an Trumps Gier (abrufbar unter: manager-magazin.de/politik/weltwirtschaft/trump-coin-

auf diese Problematik, indem er in der MiCAR nun ein Marktmissbrauchsrecht für bislang unregulierte Kryptowerte schafft.

Das Marktmissbrauchsrecht ist jedoch dem Wortlaut nach keineswegs so spezifisch auf die Besonderheiten von Kryptowerten zugeschnitten, wie man es vielleicht erwartet hätte. Stattdessen stehen offensichtlich die einschlägigen Artikel der MAR Pate für das spezifische Kryptomarktmissbrauchsrecht.²³ Diese Arbeit verfolgt daher das Ziel, mit dem Marktmanipulationsverbot nach Art. 91 MiCAR einen spezifischen Tatbestand des neuen Marktmissbrauchsrechts näher zu beleuchten. Dazu wird die MiCAR im ersten Schwerpunkt dieser Arbeit in den Gesamtkontext der kapitalmarktrechtlichen Regulierung eingeordnet, um den Anwendungsbereich dieser neuen Verordnung von dem Marktverhaltensrecht der MAR abzugrenzen. Im zweiten Schwerpunkt wird es dann nicht nur darum gehen, den Tatbestand des Art. 91 MiCAR auszulegen. Vielmehr ist dieser in Bezug zu Art. 15, 12 MAR zu setzen, da sich auf Ebene der teleologischen Rechtfertigung des Marktmanipulationsverbots und der Bestimmung des maßgeblichen Anlegerleitbilds signifikante Besonderheiten des Kryptomarkts zeigen werden, die es bei der Anwendung des Art. 91 MiCAR künftig zu beachten gilt. Dabei wird der Fokus auf das seit dem 30.12.2024 geltende Recht gelegt. Rechtspolitische Handlungsempfehlungen werden daher nur am Rande gegeben. Dies betrifft besonders die weiter fortschreitende Dezentralisierung des Kryptomarkts, die die MiCAR gem. ErWG Nr. 22 MiCAR nicht ausdrücklich adressiert. Damit einhergehende Risiken werden somit nur am Rande behandelt.

B. Themeneingrenzung und Gang der Untersuchung

Die MiCAR begründet ein gänzlich neues Feld der kapitalmarktrechtlich anmutenden Regulierung, auch wenn es sich gerade nicht um einen Rechtsakt handelt, der klassische Kapitalmarktprodukte erfasst.²⁴ Naturgemäß besteht bei solch aktuellen Rechtsakten ein erheblicher Forschungsbedarf, der sich auf den gesamten Rechtsakt erstreckt. Diese Arbeit macht es sich jedoch nicht zur Aufgabe, die MiCAR in Gänze erfassen zu wollen. Stattdessen wird der Fokus einerseits auf die Frage des Anwendungsbereichs gelegt, der konstitutiv für sämtliche weiteren Überlegungen ist. Schließlich muss die Grundfrage für jede

usdtrump-mit-kurssturz-kryptowährung-bitcoin-knickt-ein-a-2956c3ab-52a9-4167-9214-aadc04e06879; zul. abgerufen: 18.8.2025); *Fränzi Meyer*, Eigene Meme-Coin: Missbraucht Trump die Krypto-Welt? (abrufbar unter: [zdf.de/nachrichten/politik/ausland/trump-meme-coin-krypto-100.html](https://www.zdf.de/nachrichten/politik/ausland/trump-meme-coin-krypto-100.html); zul. abgerufen: 18.8.2025).

²³ Von „Patenvorschriften“ sprechend *Maume*, RD 2022, 461 (462, Rn. 7); von einer „MAR in Kurzfassung“ sprechend *Eckhold/F. Schäfer*, in: Assmann/Schütze, KapAnlRHdB, § 17 Rn. 70.

²⁴ *Maume*, RD 2022, 461 (462, Rn. 5); krit auch *Renz*, FS Krimphove, S. 169 (179 f.).

weitere materiell-rechtliche Untersuchung sein, ob die MiCAR überhaupt anwendbar ist.²⁵ Die wenigen Veröffentlichungen, die sich zentral mit dieser Frage befassen,²⁶ bieten erste Ansätze, die durch diese Arbeit umfassend ergänzt oder modifiziert werden sollen. Ziel dabei ist es, ein möglichst schlüssiges Konzept zur Bestimmung des Anwendungsbereichs der MiCAR in Abgrenzung zum sonstigen Kapitalmarktrecht zu bieten (§ 4). Dies geschieht allerdings nicht abstrakt, sondern mit Blick auf den zweiten zentralen Forschungsgegenstand dieser Arbeit, den Tatbestand der Marktmanipulation nach Art. 91 MiCAR. Dabei zeichnet den Tatbestand der Marktmanipulation eine Brückenfunktion zwischen ökonomischer und juristischer Forschung aus.²⁷ So werden typischerweise Markteingriffe sanktioniert, die die „richtige“ Preisbildung auf dem Markt behindern. Aus diesem Grund soll zunächst eine ökonomische Einordnung des Art. 91 MiCAR vorgenommen werden (§ 6.A.), bevor im zweiten Schritt der Tatbestand überblicksmäßig behandelt wird (§ 6.B.). Wie bereits angedeutet, zeigt ein Blick in die einschlägigen Normtexte der Art. 15, 12 MAR, dass diese offensichtlich Pate für Art. 91 MiCAR standen.²⁸ Der Vergleich zur MAR wird daher bereits diese Ausführungen, aber insbesondere auch den § 7 dieser Arbeit prägen. Dort sollen die verschiedenen Probleme, die zur MAR diskutiert werden, in den neueren Kontext des Art. 91 MiCAR gesetzt und neu bewertet werden. Die dort gefundenen Konzepte sollen in § 8 dann auf einige spezifische „Kryptokonstellationen“ angewendet werden, ohne dass diese Ausführungen den Anspruch auf Vollständigkeit erheben könnten oder wollten. Die Betrachtung des Art. 91 MiCAR schließt in § 9 mit den drohenden Rechtsfolgen bei Verstoß gegen das Marktmanipulationsverbot. Lediglich überblicksmäßig wird dort noch der Frage nachgegangen, inwieweit Einzelpersonen einen Verstoß gegen Art. 91 MiCAR geltend machen können. Weitgehend ausgeblendet werden bei dieser Betrachtung des Art. 91 MiCAR etwaige mitgliedsstaatliche Implikationen des Straf- und Ordnungswidrigkeitenrechts, die nicht weiter zu vertiefen sind. Der Fokus wird vielmehr auf den europäischen Tatbestand des Marktmanipulationsverbots nach Art. 91 MiCAR gelegt.

Diese Überlegungen kommen allerdings nicht ohne drei kurze, allgemeinere Themenblöcke aus. Erstens handelt es sich bei Kryptowerten um ein technologisch determiniertes Phänomen (s. ErwG Nr. 1 MiCAR). Eine technische Einführung, die sich auf das Wesentliche beschränkt (§ 2), ist auch mit Blick auf § 8 daher unerlässlich. Ähnliches gilt zweitens für eine allgemeine Einordnung

²⁵ Lehmann, ÖBA 2024, 248 (250).

²⁶ S. z.B. Schinerl, in: Piska/Völkel, Blockchain rules, Kap. 15; Patti, in: Möslin/Omlor, Kryptoaktien, S. 21; Linardatos, WM 2024, 1633; Lehmann/Schinerl, Capital Markets Law Journal 19 (2024), 330.

²⁷ Exemplarisch ist etwa der Begriff des künstlichen Kursniveaus, vgl. nur Fuchs/M. Zimmermann/Poelzig, Art. 12 MAR Rn. 45.

²⁸ Maume, RDi 2022, 461 (462, Rn. 7).

der MiCAR in den Kontext der europäischen Kapitalmarktregulierung (§ 3), die im späteren Verlauf immer wieder aufzugreifen sein wird. Drittens dient § 5 der Brückenbildung zwischen den beiden großen Themenblöcken dieser Arbeit, indem der Geltungsbereich des Marktmissbrauchsrechts innerhalb der MiCAR erläutert und ein kurzer Überblick über den Titel VI der MiCAR gegeben wird.

Weitere Bereiche der MiCAR werden mit wenigen punktuellen Ausnahmen, die für die Hauptthemen dieser Arbeit relevant sind, nicht weiter thematisiert. Dies gilt insbesondere für die Tatbestände der Whitepaper-Haftung und die sonstigen Verhaltenspflichten der Emittenten. Ebenfalls nicht weiter thematisiert werden die Voraussetzungen, die die Titel III und IV an vermögenswert-referenzierte Token oder E-Geld-Token und die Titel V an die Anbieter für Kryptowertdienstleistungen stellt. Damit einher geht jedoch, dass diese Arbeit nicht vertieft auf die Funktionsweise von solchen wertstabilisierten Token wird eingehen können, weshalb diese im Kontext des Marktmanipulationsverbots nur am Rande behandelt werden.

§ 2 Technische Grundlagen

Kryptowerte sind ein technologisch geprägtes Phänomen, das auf der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) als „technische Basis“¹ aufbaut. Die Bedeutung dieser Technologie wird nicht nur in den Erwägungsgründen der MiCAR hervorgehoben (s. z.B. ErwG Nr. 1 f. MiCAR), sondern auch in der Definitionsnorm Art. 3 MiCAR wieder aufgegriffen. Ein gewisses Grundverständnis des technischen Hintergrunds ist daher unverzichtbar, auch wenn die teils diffizilen Abgrenzungen für das rechtliche Verständnis grundsätzlich ohne Belang sind.² Diese Grundidee stellt auch der europäische Gesetzgeber heraus, indem er sich in ErwG Nr. 6 und 9 MiCAR dem Grundsatz der Technologie-neutralität verschreibt. Die folgenden Ausführungen sollen sich daher auf ein absolutes Mindestmaß beschränken, das aber mit Blick auf die technische Prägung der Thematik gleichwohl erforderlich erscheint.

Ausgangspunkt dazu ist die Blockchain-Technologie als Unterfall der DLT.³ Deren Funktionsweise zu erläutern, ist die erste Aufgabe dieser Arbeit. Dazu wird ein kurzer Blick auf *Nakamotos* grundsätzliche Idee geworfen (A.). In den folgenden Abschnitten wird diese Idee dann erweitert, bis die Ausführungen unter B.V. auf das gesamte Blockchain-Ökosystem übertragen werden.

A. Die grundlegende Idee einer Blockchain-basierten Währung

Die erste Kryptowährung, die große internationale Bekanntheit erlangte, ist die am 9. Januar 2009 gestartete Bitcoin-Währung. Sie basiert auf dem im Oktober 2008 unter dem Pseudonym *Satoshi Nakamoto* veröffentlichten Whitepaper „Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System“⁴. Ursprüngliche Idee war es, ein Bezahlnetzwerk zwischen gleichgestellten Teilnehmern zu schaffen, über das Onlinezahlungen ohne die Zwischenschaltung von Intermediären abgewi-

¹ Siegel, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 2.

² Treffend Kaulartz, in: Möslein/Omlor, FinTech-HdB, § 5 Rn. 2.

³ S. nur Siegel, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 9, 105.

⁴ *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

ckelt werden können.⁵ Zentral für *Nakamoto* ist, dass die Parteien im „regulären“ Zahlungsverkehr nur über eine Zwischenpartei miteinander kommunizieren könnten, was das Betrugsrisiko erhöhe und damit zu höheren Kosten führe.⁶ Durch den Einsatz eines Peer-to-Peer-Netzwerks könne dieses Problem behoben werden, indem die Parteien ohne Intermediär direkt miteinander kommunizieren. Das erforderliche Vertrauen der Parteien in diesen zentralen Intermediär (z.B. eine Bank) werde durch einen kryptographischen Nachweis ersetzt.⁷ Dadurch solle eine Situation hergestellt werden, die einer Bargeldzahlung direkt zwischen zwei Parteien vergleichbar sei („physical currency“⁸). Genau wie bei einer Bargeldzahlung muss indes sichergestellt werden, dass die übertragene Coins nicht „gefälscht“ sind. Während der Aufwand, Bargeld zu fälschen, recht groß ist, besteht bei bloßer technischer Darstellung die Möglichkeit der einfachen Kopie. Bei Kryptowerten ist daher die Rede von einem Double-spending-Problem. Es wäre einzelnen Teilnehmern unter Umständen möglich, einen Kryptowert zu reproduzieren und im Falle einer Transaktion nur eine nicht identifizierbare Reproduktion zu übertragen.⁹ An dieser Stelle setzt *Nakamoto* an und möchte mit Hilfe eines digitalen Registers jederzeit darstellen können, welcher Teilnehmer in diesem Netzwerk welche Anzahl an Bitcoins hält und welche Transaktionen in diesem Netzwerk jemals erfolgt sind:

„In this paper, we propose a solution to the double-spending problem using a peer-to-peer distributed timestamp server to generate computational proof of the chronological order of transactions.“¹⁰

Bei diesem „peer-to-peer distributed timestamp server“ handelt es sich um eine sogenannte Blockchain, den wohl wichtigsten Unterfall der Distributed-Ledger-Technologie.

⁵ *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 1 (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

⁶ „A certain percentage of fraud is accepted as unavoidable.“, *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 1 (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

⁷ „What is needed is an electronic payment system based on cryptographic proof instead of trust“, *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 1 (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

⁸ *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 1 (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

⁹ Zum Double-Spending-Problem s. *Alt/Huch*, FinTech-Lexikon, 2022, S. 56; s. auch das Bsp. bei *Narayanan/Bonneau/Felten u.a.*, Bitcoin and Cryptocurrency Technologies, 2016, S. 1.

¹⁰ *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 1 (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025).

B. DLT, Blockchain und Smart Contracts

I. Distributed-Ledger-Technology

Der Begriff der „Distributed-Ledger-Technologie“ sowie dazugehörige Elemente werden in Art. 3 Abs. 1 Nr. 1–4 MiCAR definiert. Die MiCAR legt sich dabei nicht auf eine bestimmte Organisationsform der DLT fest, sondern bleibt im Sinne einer technologieneutralen Regulierung bewusst offen (s. z.B. ErWG Nr. 6, 9 MiCAR). Aus finanz-technischer Perspektive ist die Bezeichnung DLT ebenfalls nicht fest definiert, sondern bezeichnet „a variety of loosely related concepts“¹¹. Verallgemeinernd kann aber auf eine Reihe spezifischer Merkmale abgestellt werden, die ein solches System benötigt, um von DLT sprechen zu können.¹² Dabei handelt es sich erstens um eine verteilte Aufzeichnung, zweitens um eine Mehr-Parteien-Übereinkunft, drittens um die unabhängige Validierung von Transaktionen, sowie viertens die Möglichkeit, Manipulationen nachzuweisen oder diesen bereits präventiv zu widerstehen.¹³

I. Verteilte Datenaufzeichnung

Zunächst zeichnet eine DLT aus, dass eine Datenbank nicht an einem zentralen Ort gespeichert, sondern parallel von einer Vielzahl an Netzwerkteilnehmern aufgezeichnet wird. Dieses dezentrale Register wird Ledger genannt.¹⁴ Das Ledger ist daher das „Hauptbuch“ eines Kryptowertes. Die einzelnen Teilnehmer des Netzwerks (Netzwerkknoten) werden Nodes genannt.¹⁵ Dabei setzt die DLT noch keine feste Organisationsform für diese Aufzeichnung voraus,¹⁶ sondern erfasst eine Vielzahl verschiedener technologischer Möglichkeiten, die sämtlich auf einer dezentralen Datenbank beruhen.¹⁷ Im Unterschied zu einer

¹¹ Rauchs/Glidden/Gordon, DLT-Systems, 2018, S. 21, s. auch S. 19 ff. zu verschiedenen Definitionsmöglichkeiten; „Technologiefamilie“, M. Grieger/Poser/K. Kremer, ZfDR 2021, 394 (396).

¹² Rauchs/Glidden/Gordon, DLT-Systems, 2018, S. 22.

¹³ Rauchs/Glidden/Gordon, DLT-Systems, 2018, S. 24, die den letzten Punkt zweiteilen; ähnl. z.B., World Bank Group, DLT and Blockchain, 2017, S. 5.

¹⁴ Speziell für Bitcoin, Siegel, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 10; allgemeiner Alt/Huch, FinTech-Lexikon, 2022, S. 96; s. aber Rauchs/Glidden/Gordon, DLT-Systems, 2018, S. 25: bereits der Begriff Ledger wird mehrdeutig verstanden, so kann entweder der Datenbestand eines einzelnen Teilnehmers oder der Datenbestand der Mehrheit des Netzwerkes gemeint sein.

¹⁵ Statt vieler Fromberger/P. Zimmermann, in: Maume/Maute, Kryptowerte-HdB, § 1 Rn. 7.

¹⁶ S. aber Fromberger/P. Zimmermann, in: Maume/Maute, Kryptowerte-HdB, § 1 Rn. 1 (Fn. 5): „Deshalb nennt man die Blockchain auch Distributed Ledger.“

¹⁷ Siegel, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 105 ff., unter Nennung von weiteren Bsp. für andere Organisationsstrukturen; M. Grieger/Poser/K. Kremer, ZfDR 2021, 394 (396 f.).

herkömmlichen Datenbank, bei der alle Daten bei einem zentralen Intermediär gespeichert sind, werden bei einer dezentral geführten Datenbank sämtliche Daten bei allen Teilnehmern (Nodes) dieser Datenbank in möglichst gleicher Form gespeichert.¹⁸ Das bedeutet nicht, dass jeder Datensatz zu jedem Zeitpunkt identisch sein muss. Vielmehr hat die verteilte Aufzeichnung zur Folge, dass die Datenbestände bei den einzelnen Nodes zeitweise nur vorläufig oder unvollständig sind. Ziel der Organisationsform des Netzwerkes muss daher sein, aus den unterschiedlichen Fassungen ein „richtiges“ Ledger zu erstellen.¹⁹ Einem einzelnen Teilnehmer sollte es grundsätzlich nicht möglich sein, das Ledger zu verändern (also z.B. eine Transaktion zu erfassen). Vielmehr muss durch ein festgelegtes System eine Übereinkunft zwischen den Teilnehmern getroffen werden, um festzulegen, wie das Ledger fortgeführt wird.²⁰

2. Mehr-Parteien-Übereinkunft und unabhängige Validierung

Diese Aufteilung in unterschiedliche Fassungen bei den einzelnen Teilnehmern des dezentralen Netzwerkes gebietet, dass die Parteien eine Übereinkunft über ein geteiltes Ledger treffen können, das fortan von sämtlichen Nodes als richtig angesehen wird. Zentral ist, festzustellen, ob die jeweilige Veränderung im Netzwerk erlaubt ist und den Regeln des Programmcodes entspricht.²¹ Maßgeblich ist der Konsensmechanismus des Netzwerkes, der in dem grundlegenden Programmcodes des dezentralen Netzwerkes festgelegt wird. Durch einen solchen Konsens kann sichergestellt werden, dass ein *double-spending* von Kryptowerten ausgeschlossen ist, da dann kein Konsens über die doppelte Transaktion erzielt wird. Diese Aufgabe wird in einem zentralisierten Netzwerk von dem Intermediär übernommen, kann jedoch in einem dezentralen Netzwerk durch den Konsensmechanismus sichergestellt werden.²² Die auf diese Weise erzeugte Integrität des dezentralen Netzwerkes muss zu jeder Zeit und von jedem Teilnehmer überprüft und verifiziert werden können. Nur in diesem Fall kann das Vertrauen in eine zentrale Partei durch einen Konsensmechanismus ersetzt werden und das Ledger fortgeführt werden.²³

¹⁸ Dies grenzt die DLT zu sog. Cloud-Systemen ab, vgl. *Fromberger/P. Zimmermann*, in: Maume/Maute, Kryptowerte-HdB, § 1 Rn. 1.

¹⁹ *Rauchs/Glidden/Gordon*, DLT-Systems, 2018, S. 27; s. auch *D. Paulus*, JuS 2019, 1049 (1049).

²⁰ *World Bank Group*, DLT and Blockchain, 2017, S. 5.

²¹ *Siegel*, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 25.

²² *Siegel*, in: Omlor/Link, Kryptowährungen, Kap. 3 Rn. 27; *World Bank Group*, DLT and Blockchain, 2017, S. 6; *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 2 (abrufbar unter: bitcoin.org/bitcoin.pdf; zul. abgerufen: 18.8.2025); *Görnert*, CF 2022, 249 (249 f.); s. dazu noch § 2.B.II.2.

²³ *Rauchs/Glidden/Gordon*, DLT-Systems, 2018, S. 24; s. auch den bildlichen Vergleich von zentralisierten, dezentralisierten und verteilten Aufzeichnungen bei *Raj*, Foundations of Blockchain, 2019, S. 15.

Sachregister

50+1-Attacke

- künstlicher Kurs 366 f.
- marktbeherrschende Stellung 365 f.
- *siehe auch* Double Spending Angriffe
- *siehe auch* PoW Verfahren

abusive squeeze *siehe* marktbeherrschende Stellung

acting in concert

- besonderer Anwendungsfall des Art. 91 MiCAR 358 ff.
- marktbeherrschende Stellung 230 ff.

ähnliche Technologie 72 ff.

Allokationseffizienz

- Currency-Token 206–210
- kein Metaziel des integren Kryptomarkts 210 ff.
- Metaziel der Kapitalmarktregulierung 168 ff.
- Utility-Token 205 f.

Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen 134

- Betrieb einer Handelsplattform 136 f.
- dezentrale Erbringung 134 ff.
- *siehe auch* Markttatsachen

Algorithmen

- illegitime Handelsmethoden 232 f.
- Tütereigenschaft Art. 91 MiCAR 222 f.
- *siehe auch* künstliche Intelligenz

Anlegerleitbild 276–283

- *siehe* Effekte eines manipulativen Verhaltens

Anlegerschutz

- Ansprüche von Einzelpersonen (MAR) 386–390
- Ansprüche von Einzelpersonen (MiCAR) 390 ff.
- individuell 385

- kollektiv 215 ff.

- Metaziel des integren Kryptomarkts 213–219

- *siehe auch* Regelungsziele der MiCAR

Anwendungsbereich der MiCAR

- Abgrenzung zwischen MiCAR und MiFID II 98–120
- Anbieter von Kryptowerte Dienstleistungen 134
- Ausnahmetatbestand Art. 2 Abs. 3 MiCAR 126–129
- Ausschluss dezentraler Kryptowerte 130–134
- Ausschluss von Finanzinstrumenten 77–123

- Kryptoderivate 120–123

- Kryptowert 71–77
- personelle Ausnahmetatbestände 349–353

- *siehe auch* Geltungsbereich der Vorschriften zum Marktmissbrauch

- *siehe auch* Governance-Token
- sonstige Ausnahmetatbestände nach Art. 2 Abs. 4 MiCAR 123 f.

Ausnahmetatbestände Anwendungsbereich *siehe* Anwendungsbereich der MiCAR

Ausnahmetatbestände Art. 91 MiCAR

- Meinungs- und Informationsprivileg 341–348
- personell 349–353
- Rückkauf- und Kursstabilisierungsmaßnahmen 353
- *siehe auch* legitime Gründe

Automated Market Makers 183 ff.

Behavioral Finance

- Begriff 159–162
- Kapitalmarkt 159–162
- Kryptomarkt 198 ff.

- *siehe auch* Anlegerleitbild
- Bewertungseffizienz
- Kapitalmarkt 170 f.
- Kryptomarkt 200–205.
- *siehe auch* Preisfunktionen
- Blockchain-Technologie *siehe* Distributed-Ledger-Technology
- Bots
 - *siehe* Algorithmen
 - *siehe* künstliche Intelligenz
- Currency-Token
 - Einordnung nach MiFID II 92 f., 96 ff.
 - Funktionsweise 91 f.
 - *siehe auch* Allokationseffizienz
 - *siehe auch* Stablecoins
- Cyberangriffe
 - Besondere Anwendungsfälle der Marktmanipulation 376–379
 - IKT 37 f.
 - Täuschungswirkung 313 ff.
- Delegated-Proof-of-Stake-Verfahren 22 f.
- dezentrale Handelsplattformen
 - Besondere Anwendungsfälle der Marktmanipulation 371–374
 - *siehe auch* Kryptomarkt
- Distributed-Ledger-Technology 9 ff.
 - Blockchain 11–25
 - Konsensmechanismus 18–23
 - technischer Hintergrund 9 ff.
- Double-Spending-Angriffe 367 f.
- ECMH *siehe* Efficient Capital Market Hypothesis
- Effekte eines manipulativen Verhaltens 272–322
 - Anlegerleitbild 273–286
 - Irreführung 272 f., 283–286
 - Kausalität zwischen Täuschung und Kursbeeinflussung 316–320
 - Kryptoanlegerleitbild (Begründung) 275–283
 - Kryptoanlegerleitbild (Wirkung) 283–286, 312–316
 - künstlicher Preis auf dem Kryptomarkt 303–311
 - Signalbegriff 272 f.
 - *siehe auch* Manipulationspraktiken
 - Täuschungswirkung 312–316
 - wahrscheinliches Signal 287 f.
- Efficient Capital Market Hypothesis 157 ff.
 - Anlageentscheidung 156 ff.
 - *siehe auch* Behavioral Finance
- Effizienz
 - Allokationseffizienz als Metaziel der Art. 15, 12 MAR 168 ff.
 - Hierarchie der Effizienzbegriffe 167 f.
 - richtige Preisbildung 170–174
- Fair Value *siehe* Fundamentalwert
- Finanzinstrument 77 f.
 - *siehe* Anwendungsbereich der MiCAR
 - *siehe* Kryptoderivate
 - *siehe* übertragbare Wertpapiere
- Finfluencer
 - Art. 11 GRC 346 f.
 - Begriff 3 f.
 - besonderer Anwendungsfall des Art. 91 MiCAR 356 ff.
 - Informationsverbreitung 237, 295 ff.
- Fundamentalwert
 - Bedeutung innerhalb des Marktmanipulationsverbots 170–174
 - Bestimmung 164 ff.
 - Currency-Token 202, 202 ff.
 - *siehe auch* richtiger Preis
 - Utility-Token 201 f.
- Funktionsfähigkeit *siehe* Regelungsziele der MiCAR
- Geltungsbereich der Vorschriften zum Marktmissbrauch 139–149
 - fehlende Handelszulassung 144–147
 - persönlicher Geltungsbereich 147
 - räumlicher Geltungsbereich 147 f.
 - sachlicher Geltungsbereich 139–147
 - *siehe auch* Anwendungsbereich der MiCAR
 - Zulassung zum Handel 141–144
- Governance-Token
 - Anwendung der MiFID II 130–134
- handelsgestützte Marktmanipulation 225 f.
 - Einfluss des Konsensmechanismus 362 f.

- Manipulationspraktiken 289–295, 308 ff.
- *siehe auch* Systematisierung
- Tauschgeschäfte 373 f.
- handlungsgestützte Marktmanipulation 226 ff.
- Manipulationspraktiken 320
- *siehe auch* Systematisierung
- *siehe auch* Täuschung
- Warenmanipulation 375 f.
- historical approach
- MAR 299 f.
- MiCAR 304–307
- *siehe auch* Effekte eines manipulativen Verhaltens
- *siehe auch* künstliches Kursniveau
- homo oeconomicus 156–159
- Anlegerleitbild (Ausgangspunkt) 273 ff.
- Entscheidungsmuster 157 ff.
- *siehe auch* Effekte eines manipulativen Verhaltens
- hybride Token
- Einordnung nach MiFID II 95 f.
- Einordnung unter Geltung der MiCAR 119 f.
- Funktionsweise 95 f.
- *siehe auch* Anwendungsbereich der MiCAR
- Indikatoren
- mangelnde Übertragbarkeit auf die MiCAR 303 f.
- *siehe auch* künstliches Kursniveau
- individueller Anlegerschutz *siehe* Anlegerschutz
- informationsgestützte Marktmanipulation 228
- Manipulationspraktiken 295 ff.
- *siehe auch* Systematisierung
- Informationsparadoxon 158 f.
- Insiderrecht 149 f.
- Investment-Token
- Einordnung nach MiFID II 90 f., 96 f.
- Funktionsweise 89 f.
- irrationaler Kryptoanleger
- *siehe* Behavioral Finance
- *siehe* Effekte eines manipulativen Verhaltens

irreführende Signale *siehe* Effekte eines manipulativen Verhaltens

juristische Personen

- *siehe* Geltungsbereich der Vorschriften zum Marktmissbrauch
- Tütereigenschaft Art. 91 MiCAR 221 f.

kollektiver Anlegerschutz *siehe* Anlegerschutz

Konkurrenzen Art. 91 MiCAR 245–248

- Konflikte zwischen Art. 15, 12 MAR und Art. 91 MiCAR 248 f.

Konsensmechanismus

- besondere Fälle der Marktmanipulation 361–371

- technischer Hintergrund 18–23

Kryptoderivate 120–123

- Begriff 120 f.
- Einordnung nach MiFID II 121 f.
- Utility-Token 122 f.
- vermögenswertreferenzierte Token 122 f.

Kryptomarkt

- Begriffsbestimmung 176 f.
- dezentralisierte Handelsplattformen 183 ff.
- Infrastruktur 179–190
- Markttatsachen 177 ff.
- On Chain- und Off Chain Abwicklung 185 ff.
- Preisbildung 188 f.
- zentralisierte Handelsplattformen 181 ff.

Kryptowert

- Definition 72–75
- *siehe auch* Anwendungsbereich der MiCAR
- technischer Hintergrund 30 f.

künstliche Intelligenz

- informationsgestützte Marktmanipulation 295
- Tütereigenschaft Art. 91 MiCAR 222 ff.
- *siehe auch* Algorithmen

künstliches Kursniveaus

- Bestimmung in der MAR 298–302
- Bestimmung in der MiCAR 303–308

- *siehe auch* Effekte eines manipulativen Verhaltens
- *siehe auch* Manipulationspraktiken
- Kursbeeinflussung 311 f.
- *siehe auch* handlungsgestützte Marktmanipulation

- legitime Gründe 325–340
 - Beweislast 336–340
 - direkte Markteingriffe 334 f.
 - dogmatische Einordnung 326 f.
 - legitimes Marktverhalten 330 f.
 - wirtschaftliche Betätigungsfreiheit 332 f.
 - zwingende Beispiele 335
- Liquiditätspool 184 f.
 - Liquiditätspool im Kontext der Marktmanipulation 372 f.

- Manipulationspraktiken
 - besondere Anwendungsfälle des Art. 91 MiCAR 356–382
 - handelsgestützt 289–295, 308–310
 - handlungsgestützt 320
 - informationsgestützt 295 ff.
 - *siehe auch* zwingende Beispiele
- marktbeherrschende Stellung 230 ff.
 - künstlicher Kurs 306
 - Liquiditätspool 372 f.
 - PoW-Verfahren 365 f.
 - *siehe auch* 50+1-Attacke
 - subjektiver Tatbestand 270 f.
 - Wale 380 f.
- Marktintegrität *siehe* Regelungsziele der MiCAR
- Maximum Extractable Value 369 ff.
- Meinungsfreiheit *siehe* Ausnahmetatbestände Art. 91 MiCAR
- Metaziel der Regulierung
 - *siehe* Allokationseffizienz
 - *siehe* Anlegerschutz

- NFT
 - Einordnung unter Geltung der MiCAR 126–129
 - Funktionsweise 124 f.
 - *siehe auch* Anwendungsbereich der MiCAR

- PoS-Verfahren 21 ff.
 - besonderer Anwendungsfall des Art. 91 MiCAR 368 f.
- PoW-Verfahren 19 f.
 - besonderer Anwendungsfall des Art. 91 MiCAR 364–368
 - marktbeherrschende Stellung 365 f.
 - *siehe auch* 50+1-Attacke
- Preisfunktionen
 - Allokationsfunktion 166 f.
 - Bewertungsfunktion 164 ff.
 - Informationsfunktion 163 f.
- private enforcement
 - Art. 15, 12 MAR 386–390
 - Art. 91 MiCAR 390 ff.
 - *siehe auch* Anlegerschutz
- Proof-of-Stake *siehe* PoS-Verfahren
- Proof-of-Work *siehe* PoW-Verfahren

- Regelungsziele der MiCAR
 - Anlegerschutz 53 f., 212–219, 385–392
 - Finanzstabilität 56 ff.
 - Funktionsfähigkeit 53 f.
 - Innovationsförderung 51 ff.
 - Marktintegrität 53 f., 190 f.
 - Rechtssicherheit 50 f.
 - Verbraucherschutz 55 f., 216, 279 f.
 - Zieldualismus 53 f.
- richtiger Preis
 - Kapitalmarkt 167–175
 - *siehe auch* Fundamentalwert
 - Currency-Token (sonstige) 202 ff.
 - Utility-Token 201 f.
 - wertstabilisierte Kryptowerte 202

- Sabotage 313–316
 - *siehe auch* Cyberangriffe
- Safe-Harbour-Regelung *siehe* Ausnahmetatbestände Art. 91 MiCAR
- Scalping 235–238
 - *siehe auch* Finfluencer
 - *siehe auch* informationsgestützte Marktmanipulation
 - subjektiver Tatbestand 269 f.
- Signal *siehe* Effekte eines manipulativen Verhaltens
- Smart Contracts 25–28
- Social Media
 - besonderer Anwendungsfall des Art. 91 MiCAR 356 ff.
 - *siehe auch* Finfluencer

- *siehe auch* informationsgestützte Marktmanipulation
- Stablecoins 92
- algorithmische Stablecoins 309 f.
- künstlicher Kurs 309 f.
- *siehe auch* Currency-Token
- subjektiver Tatbestand
- allgemeines Vorsatzerfordernis 266 ff.
- einzelne Tatbestandsmerkmale 268–271, 288 f., 301
- informationsgestützte Marktmanipulation 228
- künstlicher Kurs 301
- marktbeherrschende Stellung 270 f.
- Scalping 268 f.
- Tatentschluss beim Versuch 322
- Täuschung 269 f.
- Vorsatz im Kontext konkreter Manipulationspraktiken 288 f.
- sonstige Kunstgriffe 313–316
- *siehe auch* Täuschung
- Systematisierung des Art. 91 MiCAR 241–245
- Täuschung 312–316
- Kausalität 316–320
- Manipulationspraktiken 320
- *siehe auch* handlungsgestützte Marktmanipulation
- subjektiver Tatbestand 269 f.
- übertragbare Wertpapiere 78–88
- Ausschluss von Zahlungsinstrumenten 87
- gutgläubiger Erwerb 82–85
- Handelbarkeit 81–87
- Kapitalmarktfähigkeit 85 ff.
- Kryptowerte nach Geltung der MiCAR 96–120
- Kryptowerte vor Geltung der MiCAR 88–96
- *siehe auch* Anwendungsbereich der MiCAR
- *siehe auch* Finanzinstrument
- Standardisierung 81
- Übertragbarkeit 81–85
- Unterlassen 253–265
- handelsgestützt 261–265
- Informationsoffenlegung 258–261
- Pflichtenverstoß als Grundvoraussetzung 258
- teleologischer Zusammenhang 256 ff.
- Wortlaut und Systematik des Art. 91 MiCAR 254 f.
- unusual price test
- MAR 299 f.
- MiCAR 304–307
- *siehe auch* Effekte eines manipulativen Verhaltens
- *siehe auch* künstliches Kursniveau
- Utility-Token
- Abgrenzung zwischen MiCAR und MiFID II 98–118
- Einordnung nach MiFID II 94 f.
- Funktionsweise 93 f.
- vermögenswertreferenzierte Token
- *siehe* Anwendungsbereich der MiCAR
- *siehe* Currency-Token
- *siehe* Kryptoderivate
- *siehe* richtiger Preis
- *siehe* Stablecoins
- Versuch 322 ff.
- Vorsatz *siehe* subjektiver Tatbestand
- Vorspiegelung falscher Tatsachen
- *siehe* handlungsgestützte Marktmanipulation
- *siehe* Täuschung
- Wale 380 f.
- *siehe auch* marktbeherrschende Stellung
- zentralisierte Handelsplattformen *siehe* Kryptomarkt
- Zulassung zum Handel *siehe* Geltungsbereich der Vorschriften zum Marktmissbrauch
- zwingende Beispiele 229–238
- illegitime Handelsmethoden 232–235
- legitime Gründe 335
- *siehe auch* Manipulationspraktiken
- *siehe auch* marktbeherrschende Stellung
- *siehe auch* Scalping
- *siehe auch* Systematisierung