

# Inhaltsverzeichnis

Einleitung	17
A) Gegenstand der Untersuchung	17
B) Gang der Untersuchung	19
1. Kapitel: Grundlegende Begriffe und technische Hintergründe	21
A) Blockchain als dezentrale Registertechnologie	21
I. Transaktionen	22
II. Erweiterung der Blockchain	24
III. Konsensmechanismen	26
1. Proof-of-Work	26
2. Proof-of-Stake	27
IV. Kategorien von Blockchains	27
1. Private Blockchains	28
2. Öffentliche Blockchains	28
a) Die Bitcoin-Blockchain	29
b) Die Ethereum-Blockchain	30
B) Smart Contracts	31
I. Weites Begriffsverständnis	31
II. Anwendungsbeispiele	32
1. Erzeugung von Werteinheiten	32
2. Decentralized Finance (DeFi)	34
3. Decentralized Autonomous Organizations (DAO)	35
C) Krypto-Token und Krypto-Derivate	36
I. Kategorisierung von Krypto-Token	36
1. Einheitlicher Oberbegriff Krypto-Token	36
2. Kategorisierung anhand einer theoretisch-funktionalen Betrachtungsweise	37
a) Funktion als Zahlungsmittel (Currency-Token)	38
b) Funktion als Repräsentant spezifischer Nutzungsrechte (Utility-Token)	38
c) Funktion als Investitionsvehikel (Investment-Token)	39

3. Praktische Einordnungsschwierigkeiten durch hybride Merkmale	40
II. Weitere Erscheinungsformen von Krypto-Token	41
1. Non-Fungible Token (NFT)	41
2. Governance-Token	42
III. Krypto-Derivate	42
2. Kapitel: Erwerb von Krypto-Token	45
A) Originärer Erwerb auf dem Primärmarkt	45
I. Dezentrale Emission durch Initiierung einer Blockchain	45
II. Zentrale Emission durch Initial Coin Offerings	45
B) Derivativer Erwerb und Handel auf dem Sekundärmarkt	47
I. On- und Off-Chain-Transaktionen	48
II. Zentralistische und dezentrale Krypto-Handelsplattformen	49
1. Zentralistische Krypto-Handelsplattformen	49
2. Dezentrale Krypto-Handelsplattformen	50
C) Eigenschaften des Krypto-Markts und des auf ihm aktiven verständigen Anlegers	51
I. Der Krypto-Markt	51
II. Der verständige Anleger am Krypto-Markt	54
3. Kapitel: Überblick über Regulierungsansätze	57
A) Internationale Regulierungsansätze durch die FATF	57
B) Europäische Regulierungsansätze	58
I. Geldwäschebekämpfung	58
1. „Fünfte EU-Geldwäscherichtlinie“, RL (EU) 2018/843	58
2. Neufassung der EU-Geldwertetransferverordnung, VO (EU) 2023/1113	59
II. Strategie für ein digitales Finanzwesen	60
1. DLT-Pilotregime, VO (EU) 2022/858	62
2. Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), VO (EU) 2023/1114	63
C) Regulierungsansätze in Deutschland	65
I. Ausgangspunkt: Aufsichtsrechtliche Einordnung der BaFin und Rechtsprechung des KG Berlin	65

II. Umsetzung der „krypto-spezifischen“ Vorgaben aus der RL (EU) 2018/843	66
1. Implementierung im KWG	66
2. Kryptowerte als Finanzinstrumente nach dem KWG	66
III. Weitergehende Implementierung in das nationale Recht	68
IV. Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG)	69
V. Entwurf für ein Finanzmarktdigitalisierungsgesetzes (FinmadiG-E)	70
1. Anpassung bestehender Fachgesetze	70
2. Entwurf eines Kryptomärkteaufsichtsgesetzes (KMAG-E)	71
D) Zusammenfassung	72
4. Kapitel: Strafbare Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Krypto-Token und Krypto-Derivaten de lege lata	75
A) Skizzierung der Historie des Marktmissbrauchsstrafrechts	75
B) Rechtsgüterschutz	78
C) Systematik strafrechtlicher Sanktionsnormen gegen Marktmissbrauch	82
D) Exkurs: Normspaltung bei Blankettstrafgesetzen	83
I. Figur der Normspaltung	83
II. Normspaltung im nationalen Recht	85
III. Europarechtlicher Kontext	88
E) Anwendungsbereich der MAR im Zusammenhang mit Krypto-Token	90
I. Finanzinstrument	90
1. Übertragbare Wertpapiere	91
a) Regelbeispiele übertragbarer Wertpapiere in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II	92
aa) Aktien	92
bb) Aktien oder Anteile an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere	93
cc) Schuldtitel	95
	11

b) Krypto-Token als übertragbare Wertpapiere sui generis	96
aa) Standardisierung	97
bb) Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt	98
cc) Funktionale Vergleichbarkeit	100
(a) Funktionale Vergleichbarkeit mit Currency-Token	101
(b) Funktionale Vergleichbarkeit mit Utility-Token	101
(c) Funktionale Vergleichbarkeit mit Investment-Token	103
dd) Keine Zahlungsinstrumente	104
2. Sonstige Finanzinstrumente nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR i. V. m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II, Anhang I Abschnitt C MiFID II	105
a) Geldmarktinstrumente	105
b) Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen	105
c) Termingeschäfte	107
d) Finanzielle Differenzgeschäfte	107
3. Zwischenergebnis	108
II. Marktbezug	109
1. Geregelter Markt	110
2. Multilaterales Handelssystem	110
3. Organisiertes Handelssystem	112
III. Zwischenergebnis	113
F) Insiderdelikte	113
I. Insiderinformationen	114
1. Präzise Informationen	115
a) Kursspezifität	115
b) Erscheinungsformen präziser Informationen	117
2. Emittenten- oder Finanzinstrumentsbezug	119
3. Nicht öffentlich bekannt	120
4. Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	123
a) Eignung zur Kursbeeinflussung	123
b) Bestimmung der Erheblichkeit des Kursbeeinflussungspotenzials	125

II. Die einzelnen Insiderdelikte	126
1. Verbotenes Tätigen von Insidergeschäften	126
a) Kasuistik	127
aa) Regulierung	127
bb) Listings auf Krypto-Handelsplattformen	127
cc) Maximum Extractable Value (MEV) als Bedingung für Front Running von Transaktionen auf öffentlichen Blockchains	128
2. Strafbares Empfehlen und Verleiten	131
3. Strafbare Offenlegung von Insiderinformationen	132
G) Marktmanipulationsverbote	135
I. Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereichs	136
1. Erweiterung durch Art. 2 Abs. 2 MAR	136
a) Ware	136
b) Referenzwert	137
2. Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereichs durch § 25 WpHG	139
II. Erscheinungsformen der Marktmanipulation	140
1. Handelsgestützte Marktmanipulation	141
a) Tathandlungen	141
b) Falsche oder irreführende Signale	142
c) Erzielen eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus	144
d) Indikatoren, Art. 12 Abs. 1 lit. a), Abs. 3 i. V. m. Anhang I A. MAR i. V. m. Anhang II Abschnitt 1 del VO 2016/522/EU	145
aa) Transaktionen mit großen Volumina, Anhang I A. lit. a) MAR, Anhang II Abschnitt 1 Nr. 1 del VO 2016/522	146
(a) Anhang II Abschnitt 1 Nr. 1 lit. a) del VO 2016/522	146
(b) Anhang II Abschnitt 1 Nr. 1 lit. b) del VO 2016/522	147
bb) Innehaben bedeutender Kaufs- oder Verkaufspositionen, Anhang I A. lit. b) MAR, Anhang II Abschnitt 1 Nr. 2 del VO 2016/522	148
(a) Anhang II Abschnitt 1 Nr. 2 lit. b) del VO 2016/522	148

(b) Anhang II Abschnitt 1 Nr. 2 lit. c) und d) del VO 2016/522	150
cc) Wirtschaftliche Identität von Käufer und Verkäufer, Anhang I A. lit. c) MAR, Anhang II Abschnitt 1 Nr. 3 del VO 2016/522	150
(a) Anhang II Abschnitt 1 Nr. 3 lit. a) i) – ii) del VO 2016/522	151
(b) Anhang II Abschnitt 1 Nr. 3 lit. c) del VO 2016/522	152
dd) Gegenläufiges Handeln, Anhang I A. lit. d) MAR, Anhang II Abschnitt 1 Nr. 4 del VO 2016/522	152
ee) Generierung eines Trends mit nachfolgend gegenläufiger Preisänderung, Anhang I A. lit. e) MAR	154
e) Tatbestandskonkretisierungen der handelsgestützten Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 2 lit. a) bis c) und lit. e) MAR	155
aa) Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR	155
bb) Art. 12 Abs. 2 lit. b) MAR	157
cc) Art. 12 Abs. 2 lit. c) MAR	158
2. Marktmanipulation durch handelsbegleitende und sonstige Täuschungshandlungen, Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	160
a) Tathandlung, Art. 12 Abs. 1 lit. b) Alt. 2 MAR	161
b) Täuschungselement	162
3. Die informationsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	163
a) Tathandlung	163
aa) Falsche oder irreführende Informationen	163
bb) Verbreiten	165
b) Marktirreführungstatbestand	166
c) Tatbestandskonkretisierung der informationsgestützten Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR	167
aa) Eingehen von Positionen	168
bb) Ausnutzung eines Zugangs zu Medien durch Abgabe einer Stellungnahme	169

cc) Nutzenziehen aus den Auswirkungen der Stellungnahme	170
dd) Ohne Mitteilung des Interessenkonflikts	171
ee) Beispiel „coin of the day“	171
4. Die Referenzwertmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. d) MAR	172
III. Einwirkungserfolg	173
H) Zwischenergebnis	179
 5. Kapitel: Strafbare Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Krypto-Token de lege ferenda	 181
A) Ergänzung von § 25 WpHG um Kryptowerte gemäß § 1 Abs. 11 Satz 4 KWG	181
B) Verweisung auf die Vorgaben der MiCAR	181
I. Vorgaben der MiCAR zur Verhinderung von Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Kryptowerten	182
1. Anwendungsbereich der Vorschriften zur Verhinderung von Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Kryptowerten	182
a) Kryptowerte	183
b) Handelsplattformbezug	184
2. Vorschriften zum Insiderrecht	184
a) Begriff der Insiderinformationen	185
b) Insiderrechtliche Verbote	185
3. Vorschriften zur Marktmanipulation	186
a) Grundtatbestände, Art. 91 Abs. 1 MiCAR	186
b) Tatbestandskonkretisierungen	186
c) Keine Indikatoren und keine Befugnis zum Erlass delegierter Rechtsakte	187
4. Sanktionen nach MiCAR	189
II. Strafrechtliche Blankettnormen im KMAG-E	189
1. Strafbare Handeln ohne Zulassung und Unterlassen einer Insolvenzanzeige	190
2. Strafbare Marktmissbrauch	190
a) Insiderdelikte	191
b) Marktmanipulation	191

## *Inhaltsverzeichnis*

III. Kritische Würdigung	192
1. Erwägungen zur Strafbarkeit	192
2. Kritik	194
 6. Kapitel: Ergebnisse und Thesen	 195
A) Ergebnisse	195
B) Thesen	196
 Schlussbetrachtung	 199
 Literaturverzeichnis	 201