

Das Machtmissbrauchsregime der MiCAR

Ab dem 30. Dezember 2024 gelten neue Regeln zur Verhinderung von Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Kryptowerten. Die ESMA hat unlängst das dritte und letzte Konsultationspapier¹ veröffentlicht, das unter anderem die Bestimmungen der MiCAR zur Verhinderung von Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Kryptowerten konkretisiert.

Einführung

Wer an Kryptowährungen wie den Bitcoin denkt, verbindet damit Eigenschaften wie dezentral, pseudonym und unreguliert. Zumindest in Bezug auf „unreguliert“ ist dies nur bedingt richtig, da Kryptowährungen und die damit verbundenen Finanzdienstleistungen bereits seit einigen Jahren der nationalen Regulierung unterliegen (z.B. nach dem Kreditwesengesetz). Mit der EU-Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) beginnt nun eine neue regulatorische „Ära“. Unter anderem gelten ab dem 30. Dezember 2024 neue Regeln, die marktmissbräuchliches Verhalten im Zusammenhang mit Kryptowerten verhindern sollen. Um Insiderhandel und Marktmanipulation mit Kryptowerten zu verhindern, werden in Titel VI der MiCAR Regeln „für von jedweden Personen vorgenommene Handlungen im Zusammenhang mit Kryptowerten“ aufgestellt (Art. 86 Abs. 1 MiCAR).

Der vorliegende Beitrag stellt die Neuerungen der MiCAR im Hinblick auf die Verhinderung von Marktmissbrauch dar und zeigt auf, welche Akteure betroffen sind und was diese zu beachten haben. Denn auch wenn bis zur vollständigen Geltung der MiCAR noch etwas Zeit ist – wer die Spielregeln versteht und sich frühzeitig auf die Umsetzung vorbereitet, kann der regulierten Zukunft des Kryptomarktes zuversichtlich entgegenblicken.

„MAR kompakt“ für Kryptowerte – ein neues sektorspezifisches Marktmissbrauchsrecht

Mit der MiCAR soll „ein sektorspezifisches Marktmissbrauchsrecht“ für Kryptowerte in der EU geschaffen werden. Die Verordnung trat bereits am 29. Juni 2023 in Kraft. Ein Großteil der Bestimmungen wird jedoch erst ab dem 30. Dezember 2024 anwendbar sein, so auch Titel VI der Verordnung über die Verhinderung und das Verbot von Marktmissbrauch im Zusammenhang mit Kryptowerten.

Um Marktmissbrauch effektiv zu bekämpfen, enthalten die Art. 86 - 92 MiCAR quasi die „Marktmissbrauchsverordnung (MAR) in Kurzfassung“² mit einem Insiderhandelsverbot (Art. 89 MiCAR), einer Definition von Insiderinformationen (Art. 87 MiCAR), einer Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 88 MiCAR) sowie einem Verbot von Marktmanipulation (Art. 91 MiCAR). Da es sich bei den Emittenten von Kryptowerten und Dienstleistern im DLT-Ökosystem sehr häufig um kleine und mittlere Unternehmen (KMU) handelt, erachtete es der Ordnungsgeber als unverhältnismäßig, sämtliche Bestimmungen der MAR auf diese anzuwenden. Stattdessen schaffte er „spezifische Vorschriften“ für Kryptowerte im Anwendungsbereich der MiCAR (Erwägungsgrund 95). Art. 86 MiCAR legt den Geltungsbereich dieser Vorschriften fest. Sie finden Anwendung auf Handlungen und Unterlassungen im Zusammenhang mit Kryptowerten, die zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt wurde. Erfasst sind sowohl Emittenten von Kryptowerten als auch Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen (sog. „Crypto-Asset Service Provider“, „CASP“).

¹ Consultation Paper, Draft technical standards and guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR) on detection and prevention of market abuse, investor protection and operational resilience – third consultation paper from 25. March 2024 (ESMA75-453128700-1002).

² Eckhold/F. Schäfer, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts 6. Auflage 2024 § 17 Rn. 70.



Die MiCAR untersagt bestimmte Verhaltensweisen, die das Vertrauen der Nutzer und die Integrität der Kryptomärkte untergraben könnten:

- Insidergeschäfte, d.h. die Nutzung von Insiderinformationen für den Erwerb oder die Veräußerung von Kryptowerten;
- Die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen;
- Marktmanipulation im Zusammenhang mit Kryptowerten.

Um Marktmissbrauch aufzudecken und zu verhindern, müssen Emittenten und Kryptowerte-Dienstleister geeignete Verfahren und Systeme einrichten (z.B. Handelsüberwachungssysteme).

Emittenten von Kryptowerten, die auf Handelsplattformen zum Handel zugelassen sind, müssen präzise Informationen, die den Kurs der Kryptowerte signifikant beeinflussen könnten, öffentlich machen (Art. 88 MiCAR). Art. 89 MiCAR regelt sodann das Verbot von Insidergeschäften mit Kryptowerten. Art. 90 MiCAR sieht ein Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen vor und in Art. 91 MiCAR wird schließlich die Marktmanipulation verboten.

Die MiCAR überträgt damit die bekannten Grundsätze der MAR zur Marktmissbrauchsprävention. Bei der Verhinderung von Marktmissbrauch sollen jedoch die Besonderheiten von Kryptomärkten berücksichtigt werden, wie z.B. die Nutzung sozialer Medien, der Einsatz von Smart Contracts zur Auftragsausführung und die Konzentration von Mining-Pools. Insofern handele es sich um ein „spezifisches Marktmissbrauchsrecht“. Ein solches sektorspezifisches Marktmissbrauchsrecht war aber schon deshalb erforderlich, da die MAR auf Kryptowerte, die keine Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II sind, keine Anwendung findet (Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 und Anhang I Abschnitt C der MiFID II).

Anwendungsbereich

Konsequenterweise unterscheidet die MiCAR auch hier zwischen den Aktivitäten des Primärmarktes, also der Emission von Kryptowerten, und den Dienstleistungen des Sekundärmarktes, den sog. „Crypto-Asset Services“. Emittenten von Kryptowerten müssen im Anwendungsbereich der MiCAR künftig Insiderinformationen offenlegen. Darüber hinaus werden Insidergeschäfte und die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen verboten. Zudem wird auch für den Sekundärmarkt ein eigenes Verbot der Marktmanipulation statuiert (vgl. Art. 86 ff. MiCAR). Ähnlich wie beim herkömmlichen Börsenhandel und der MAR müssen Unternehmen, die Kryptowerte emittieren und zum Handel auf einer Plattform listen, künftig Insiderinformationen offenlegen. Die Vorschriften zum Marktmissbrauch gelten für alle Aktivitäten „im Zusammenhang mit Kryptowerten“. Dies gilt für alle Transaktionen, Aufträge und den Handel mit Kryptowerten, ungeachtet dessen, ob diese auf einer Handelsplattform stattfinden oder nicht (Art. 86 Abs. 2 MiCAR). Damit sind auch Over-the-Counter (OTC) und Peer-to-Peer-Transaktionen erfasst.³

³ Raschner BKR 2022, 217 (218).



Die in Titel VI der MiCAR festgelegten Verbote und Anforderungen gelten allgemein für Handlungen in Bezug auf Kryptowerte, die zum Handel auf einer von einem zugelassenen Anbieter von Krypto-Dienstleistungen betriebenen Handelsplattform für Kryptowerte zugelassen sind oder deren Zulassung zum Handel auf einer solchen Handelsplattform beantragt wurde (Art. 86 Abs. 1 MiCAR). Vom Anwendungsbereich erfasst sind also grundsätzlich alle Kryptowerte im Sinne von Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR, d.h. alle digitalen Darstellungen von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed Ledger Technology („DLT“) oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können. Darunter fallen Bitcoin, Ether, Stablecoins (je nach Ausgestaltung „wertreferenzierte Token“ oder „E-Geld-Token“) und Utility-Token. Ausgenommen sind lediglich Security Tokens, da diese nach Art. 2 Abs. 2 MiCAR nicht unter das MiCAR-Regime fallen (auf diese ist aber die MAR nach allgemeinen Regeln anwendbar), sowie Non-Fungible Token („NFT“), sofern diese einzigartig und nicht handelbar sind (Erwägungsgrund 6b).

Pflichten der MiCAR im Fokus

Offenlegung von Insiderinformationen

Eine der zentralen Pflichten, die die MiCAR einführt, ist die Offenlegung von Insiderinformationen in Art. 88 MiCAR. Emittenten von Kryptowerten, die auf Handelsplattformen zum Handel zugelassen sind, müssen präzise Informationen, die den Kurs der Kryptowerte signifikant beeinflussen könnten, öffentlich machen. Diese Vorschrift zielt darauf ab, ein gleiches Informationsniveau für alle Marktteilnehmer zu schaffen und Insiderhandel zu verhindern. Die Definition von Insiderinformationen in der MiCAR ist weit gefasst und umfasst alle Informationen, die bei ihrer Veröffentlichung den Kurs der Kryptowerte signifikant beeinflussen könnten. Art. 87 MiCAR enthält für den Anwendungsbereich der MiCAR eine eigene Definition der Insiderinformation. Danach sind Insiderinformationen im Sinne der MiCAR „nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten, Anbieter oder Personen, die die Zulassung zum Handel beantragen, oder einen oder mehrere Kryptowerte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Kryptowerte oder den Kurs eines damit verbundenen Kryptowerts erheblich zu beeinflussen“ (Art. 87 Abs. 1 a MiCAR).

Für Personen, „die mit der Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Kunden beauftragt sind, bezeichnet der Begriff auch präzise Informationen, die von einem Kunden mitgeteilt wurden und sich auf die noch nicht ausgeführten Aufträge des Kunden über Kryptowerte beziehen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten, Anbieter oder Personen, die die Zulassung von Kryptowerten zum Handel beantragen, oder einen oder mehrere Kryptowerte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Kryptowerte oder den Kurs eines damit verbundenen Kryptowerts erheblich zu beeinflussen“ (Art. 87 Abs. 1 b MiCAR).

Zwischenschritte können ebenfalls Insiderinformationen im Sinne der MiCAR sein (Art. 87 Abs. 3 MiCAR).

Die Merkmale, die Insiderinformationen im Kryptobereich kennzeichnen, werden dann weiter präzisiert, um mehr Rechtssicherheit zu schaffen (Art. 88 MiCAR). Generell geht die MiCAR davon aus, dass Informationen dann präzise sind, wenn sie sich auf Umstände beziehen, die bereits existieren oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden. Maßstab für die Beurteilung ist ein „vernünftiger Inhaber von Kryptowerten“, der die Information wahrscheinlich als „Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“ (Art. 87 Abs. 4 MiCAR). Die zum Leitbild des verständigen Anlegers entwickelten Grundsätze dürften ohne weiteres auf den verständigen Inhaber von Kryptowerten übertragbar sein, da es beiden um die Anlage von Geld und die Erzielung von Gewinnen am (Krypto-)Markt geht.

Art. 88 MiCAR sieht eine eigene Ad-hoc-Publizitätspflicht vor. Diese entspricht inhaltlich weitgehend den Anforderungen der MAR.



Verbot von Insiderhandel mit Kryptowerten

Art. 89 MiCAR verbietet ausdrücklich den Insiderhandel mit Kryptowerten. Geschäfte, die aufgrund von Insiderinformationen getätigt werden, sind verboten. Darunter fällt auch der Erwerb oder die Veräußerung von Kryptowerten auf eigene oder fremde Rechnung ein unter Ausnutzung von Insiderinformationen. Ziel dieser Regelung ist es, faire und transparente Handelsbedingungen zu gewährleisten und das Vertrauen der Anleger in die Kryptomärkte zu stärken.

Marktmanipulationsverbot

Ein weiterer wichtiger Aspekt der MiCAR ist das Verbot von Marktmanipulationen gemäß Art. 91 MiCAR. Ein Insidergeschäft liegt vor, wenn eine Person Insiderinformationen nutzt, um Kryptowerte für eigene oder fremde Rechnung zu erwerben oder zu veräußern. Dies schließt auch die Stornierung oder Änderung eines Auftrags ein, wenn dieser vor Erlangen der Insiderinformationen erteilt wurde, sowie die Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebots. Die Vorschrift erfasst Handlungen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises von Kryptowerten geben könnten. Die MiCAR stellt klar, dass auch der Versuch der Marktmanipulation verboten ist.

Meldung des Verdachts von Marktmissbrauch

Art. 92 der MiCAR verpflichtet „Personen, die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen“, zu umfassenden Vorkehrungen, Systemen und Verfahren, um Marktmissbrauch effektiv vorzubeugen und aufzudecken. Personen, die nach dieser Norm verpflichtet sind, müssen jeden begründeten Verdacht auf Marktmissbrauch unverzüglich den zuständigen Behörden melden. Dies umfasst nicht nur verdächtige Aufträge oder Geschäfte, sondern auch Stornierungen, Änderungen und andere Aspekte, die mit der Funktionsweise der Distributed-Ledger-Technologie zusammenhängen, wie z.B. den Konsensmechanismus.

Das dritte Konsultationspapier der ESMA vom 25. März 2024 konkretisiert die Personen, „die beruflich Geschäfte mit Kryptowerten vermitteln oder ausführen“ sog. PPAETs („Persons Professionally Arranging or Executing Transactions“). Auffällig ist, dass sich die ESMA dafür ausgesprochen hat, die technischen Regulierungsstandards (RTS) im Kontext und unter Bezugnahme auf die MAR und die CDR festzulegen. Nach Auffassung der ESMA umfasst Art. 92 MiCAR nicht nur Finanzinstitute, Marktbetreiber und Wertpapierfirmen – wie unter der MAR – sondern auch CASPs. Folglich gelten als PPAETs unter Art. 92 MiCAR auch für:

- CASPs, die eine Handelsplattform betreiben;
- CASPs, die Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kryptowerten erbringen, wie die Entgegennahme oder Übermittlung sowie Ausführung von Aufträgen für Kryptowerte im Namen von Kunden, die Portfolioverwaltung von Kryptowerten, den Umtausch von Kryptowerten gegen Bargeld oder gegen andere Kryptowerte;
- Personen, die gewerbsmäßig oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit auf eigene Rechnung mit Kryptowerten handeln. Die Tatsache, dass sie über Personal oder eine Struktur verfügen, die dem systematischen Handel auf eigene Rechnung dienen, wie z. B. ein Trading Desk, sollen Indikatoren dafür sein, dass eine Person als PPAET gilt.



MiCAR verlangt von den PPAETs, dass sie den nationalen zuständigen Behörden (NCA) jeden begründeten Verdacht in Bezug auf einen Auftrag oder eine Transaktion sowie andere Aspekte der Funktionsweise der Distributed-Ledger-Technologie, wie z. B. den Konsensmechanismus bei Vorliegen von Umständen, die auf Marktmissbrauch hindeuten, den sogenannten "Suspicious Transaction or Order Report" (STOR), melden. Im Rahmen der MiCAR wird der STOR daher wesentlich umfassender sein als der der MAR, da er auch Aspekte der Distributed-Ledger-Technologie umfasst, die auf Marktmissbrauch hindeuten könnten.

Rechtsfolgen bei Verletzung

Nach Art. 111 Abs. 1 lit. e MiCAR haben die Mitgliedstaaten im Einklang mit dem nationalen Recht „angemessene verwaltungsrechtliche Sanktionen“ im Hinblick auf Verstöße gegen das Marktmanipulationsverbot vorzusehen. Strafrechtlichen Sanktionen sind nicht vorgeschrieben, können von den Mitgliedstaaten aber festgesetzt werden. Hinsichtlich der Höhe der Geldbuße gelten unionsrechtliche Mindeststandards: Ein Verstoß durch eine natürliche Person kann mit Geldstrafe bis zu 5 Mio. EUR oder in mindestens dreifacher Höhe der erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste, soweit sich diese beziffern lassen, bestraft werden, Art. 111 Abs. 5 lit. i iVm h MiCAR. Bei juristischen Personen kann dies zu einer Geldstrafe bis zu 15 Mio. EUR oder 15 % des jährlichen Gesamtnettoumsatzes oder in mindestens dreifacher Höhe des Nutzens inkl. vermiedenen Verlustes führen, Art. 111 Abs. 5 lit. j iVm h. MiCAR.

Ausblick

Was gilt nun für die Kryptowährung Bitcoin? Mangels eines (zentralen) Emittenten läuft die Emittenten bezogene Primärmarktpublizität (Titel II) leer. Dienstleistungen im Zusammenhang mit Bitcoin sind jedoch Kryptowerte-Dienstleistungen im Sinne der MiCAR. Damit sind auch die Marktmissbrauchsbestimmungen des Titel VI auf den Bitcoin anwendbar. CASPs, die Dienstleistungen mit Bezug zum Bitcoin anbieten, sowie alle betroffenen Akteure sollten die verbleibende Zeit nutzen, um die notwendigen Prozesse einzuführen und ihre Mitarbeiter entsprechend zu schulen.

Ihre Experten



Eric Romba
Partner, Berlin

T +49 30 7262 18089
eric.romba@osborneclarke.com



Lilly Pfaf
Associate, Berlin

T +49 30 7262 18145
lilly.pfaf@osborneclarke.com

