

CARLO PÖSCHKE

Die zivilrechtliche
Haftung für
Kryptowerte-Whitepaper

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung*
47

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Mösllein, Sebastian Omlor und Martin Will

47



Carlo Pöschke

Die zivilrechtliche Haftung für Kryptowerte-Whitepaper

Mohr Siebeck

Carlo Pöschke, geboren 1998; Studium der Rechtswissenschaft an den Universitäten Bonn und Oxford; 2023 Erste Juristische Prüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance der Universität Frankfurt am Main; 2025 Promotion; Rechtsreferendarat am Oberlandesgericht Frankfurt am Main.
orcid.org/0009-0001-5721-1322

D 30

ISBN 978-3-16-200162-7 / eISBN 978-3-16-200163-4
DOI 10.1628/978-3-16-200163-4

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.

© 2026 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

Vorwort

Philipp Maume hat die MiCAR im Vorwort zu dem von ihm herausgegebenen Kommentar als „eine ideale Spielwiese“ bezeichnet. Er hat recht. Nicht nur das Kryptowerterecht der MiCAR im Allgemeinen, sondern auch das Whitepaperhaftungsrecht im Besonderen erweist sich als eine Spielwiese, auf der ich mich in den letzten zwei Jahren austoben durfte. Die Arbeit an dieser Dissertation begann im August 2023 vor einem leeren Blatt Papier. Die MiCAR war zu diesem Zeitpunkt noch nicht vollständig in Kraft getreten; Publikationen zur MiCAR und erst recht zur Whitepaperhaftung waren rar gesät. Inzwischen hat die Diskussion Fahrt aufgenommen. Einige Probleme zur Whitepaperhaftung wurden herausgearbeitet, andere sind bislang noch verborgen geblieben, die meisten sind noch nicht endgültig gelöst. Ich würde mich freuen, wenn ich mit der vorliegenden Untersuchung den ein oder anderen Impuls in den Diskurs von Wissenschaft und Gesetzgebung einbringen könnte. Deshalb: „Prüfen Sie alles und behalten Sie das Gute“.

Die vorliegende Arbeit wurde vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main im Sommersemester 2025 als Dissertation angenommen. Die Disputation fand am 02.07.2025 statt. Literatur und Rechtsprechung befinden sich auf dem Stand August 2025.

An dieser Stelle möchte ich mich bei denjenigen bedanken, die zur Entstehung dieses Buchs beigetragen haben. An erster Stelle gebührt mein Dank meinem Doktorvater Herrn Professor *Andreas Cahn*. Er hat mir während meiner Zeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance hervorragende Arbeitsbedingungen geboten, mir größten wissenschaftlichen Freiraum gewährt, das Projekt – trotz anfänglicher Skepsis wegen der Wahl des Themas – gefördert und den ersten Entwurf des Manuskripts akribisch durchgesehen. Ich bin mir bewusst, dass all dies nicht selbstverständlich ist. Herr Professor *Cahn* ist mir fachlich und menschlich ein Vorbild. Frau Professorin *Katja Langenbucher* danke ich für die äußerst zügige Erstellung des Zweitgutachtens und Herrn Professor *Peter von Wilmosky* für die kurzfristige Übernahme des Prüfungsvorsitzes. Den Herausgebern der „Schriften zum Recht der Digitalisierung“ danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit in diese schöne Reihe. Bedanken möchte ich mich auch bei Herrn Professor *Gregor Thüsing*, an dessen Bonner Lehrstuhl ich nahezu während meines gesamten juristischen

Studiums als Studentische Hilfskraft tätig sein durfte und von dem ich das wissenschaftliche Arbeiten von der Pike auf gelernt habe. Des Weiteren sei Herr Dr. *Karl-Philipp Wojcik* dankend erwähnt, dessen Seminar an der Universität Bonn im Sommersemester 2023 mich erst auf die Idee gebracht hat, mich mit diesem noch so jungen und mir bis dahin unbekannten Rechtsgebiet wissenschaftlich zu befassen. Schließlich bin ich Herrn *Ingo Peter* für seine technische Unterstützung bei der Erstellung der Druckvorlage zu Dank verpflichtet.

Frankfurt am Main, im August 2025

Carlo Pöschke

Inhaltsübersicht

| | |
|---|-----|
| Vorwort | V |
| Abkürzungsverzeichnis | XXI |
| | |
| Einleitung | 1 |
| <i>A. Einführung in die Thematik</i> | 1 |
| <i>B. Ziel der Untersuchung</i> | 4 |
| | |
| Kapitel 1: Grundlagen | 6 |
| <i>A. Entstehungsgeschichte und Regelungsgegenstände der MiCAR im Überblick</i> | 6 |
| <i>B. Was sind Kryptowerte?</i> | 9 |
| I. Technische Hintergründe | 9 |
| II. Begriffsbestimmung durch die MiCAR | 12 |
| III. Kategorisierung der Kryptowerte | 13 |
| <i>C. Warum bedarf es einer Whitepaperpflicht und -haftung für Kryptowerte?</i> | 20 |
| | |
| Kapitel 2: Ein Blick zurück: Prospektpflicht und -haftung für Kryptowerte-Whitepaper nach deutschem Recht vor Inkrafttreten der MiCAR | 26 |
| <i>A. Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO und Prospekthaftung nach §§ 9 ff. WpPG</i> | 27 |
| I. Verhältnis der Prospektpflicht zur Prospekthaftung | 27 |

| | |
|--|-----|
| II. Einheitliche Grundvoraussetzung einer Prospektpflicht und -haftung: Wertpapiereigenschaft | 28 |
| III. Qualifizierung der Kryptowerte als Wertpapiere | 29 |
| IV. Zwischenergebnis | 70 |
| <i>B. Prospektpflicht nach §§ 164 ff. KAGB bzw. §§ 268 f. KAGB und Prospekthaftung nach § 306 KAGB</i> | 70 |
| <i>C. Prospektpflicht nach §§ 6 ff. VermAnlG und Prospekthaftung nach §§ 20 ff. VermAnlG</i> | 73 |
| <i>D. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung</i> | 76 |
| I. Entwicklung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. | 77 |
| II. Verhältnis der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung | 78 |
| III. Kryptowerte-Whitepaper als Anwendungsfall der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. | 80 |
| IV. Zwischenergebnis | 88 |
| <i>E. Ergebnis</i> | 88 |
| Kapitel 3: Die Whitepaperhaftung nach der MiCAR..... | 90 |
| <i>A. Anwendungsbereich der MiCAR, Art. 2 MiCAR</i> | 90 |
| I. Persönlicher Anwendungsbereich | 90 |
| II. Sachlicher Anwendungsbereich | 94 |
| III. Räumlicher Anwendungsbereich | 100 |
| <i>B. Systematik der Whitepaperhaftungsansprüche</i> | 102 |
| <i>C. Anwendungsbereich der Whitepaperhaftungstatbestände</i> | 103 |
| <i>D. Detailbetrachtung der Whitepaperhaftungsansprüche</i> | 103 |
| I. Anspruchsgrundlagenqualität der Art. 15 Abs. 1, Art. 26 Abs. 1 und Art. 52 Abs. 1 MiCAR | 103 |
| II. Voraussetzungen der Haftung | 106 |
| III. Rechtsfolgen | 222 |
| IV. Verhältnis der Whitepaperhaftung zu den Kapitalerhaltungsvorschriften | 237 |
| V. Mehrheit von Schuldndern | 247 |

| | |
|---|-----|
| VI. Verjährung der Whitepaperhaftungsansprüche nach der MiCAR | 254 |
| VII. Gerichtliche Durchsetzung der Whitepaperhaftungsansprüche | 260 |
| VIII. Internationales Privatrecht der Whitepaperhaftung | 283 |
| IX. Sonstige zivilrechtliche Ansprüche gemäß dem nationalen Recht | 297 |
| | |
| Ertrag der Untersuchung | 321 |
| | |
| <i>A. Rechtspolitischer Ertrag der Untersuchung:</i> | |
| <i>Gesetzgebungs vorschlag</i> | 321 |
| I. Änderung der MiCAR | 323 |
| II. Änderung der Rom II-VO | 333 |
| III. Änderung der Brüssel Ia-VO | 335 |
| | |
| <i>B. Rechtsdogmatischer Ertrag der Untersuchung: thesenartige</i> | |
| <i>Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse</i> | 335 |
| | |
| Literaturverzeichnis | 349 |
| Sachregister | 377 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| Vorwort..... | V |
| Abkürzungsverzeichnis | XXI |
| | |
| Einleitung..... | 1 |
| <i>A. Einführung in die Thematik</i> | 1 |
| <i>B. Ziel der Untersuchung</i> | 4 |
| | |
| Kapitel 1: Grundlagen..... | 6 |
| <i>A. Entstehungsgeschichte und Regelungsgegenstände der MiCAR im Überblick</i> | 6 |
| <i>B. Was sind Kryptowerte?</i> | 9 |
| I. Technische Hintergründe | 9 |
| II. Begriffsbestimmung durch die MiCAR..... | 12 |
| III. Kategorisierung der Kryptowerte..... | 13 |
| 1. Kategorisierung durch die bisherige Aufsichtspraxis und Literatur | 13 |
| 2. Kategorisierung durch die MiCAR..... | 17 |
| 3. Keine Überholung des funktionalen Ansatzes durch die MiCAR | 19 |
| <i>C. Warum bedarf es einer Whitepaperpflicht und -haftung für Kryptowerte?</i> | 20 |
| | |
| Kapitel 2: Ein Blick zurück: Prospektpflicht und -haftung für Kryptowerte-Whitepaper nach deutschem Recht vor Inkrafttreten der MiCAR..... | 26 |
| <i>A. Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO und Prospekthaftung nach §§ 9 ff. WpPG</i> | 27 |

| | |
|--|----|
| I. Verhältnis der Prospektpflicht zur Prospekthaftung..... | 27 |
| II. Einheitliche Grundvoraussetzung einer Prospektpflicht und -haftung: Wertpapiereigenschaft..... | 28 |
| III. Qualifizierung der Kryptowerte als Wertpapiere..... | 29 |
| 1. Überblick über die Merkmale des für die Prospekthaftung relevanten Wertpapierbegriffs | 30 |
| a) Konturierung des Wertpapierbegriffs durch die Literatur..... | 31 |
| aa) Einteilung in formelle und materielle Kriterien..... | 31 |
| bb) Ablehnung der Betrachtung des Wertpapiers als „beweglichen Typus“..... | 34 |
| b) Die Leitlinien der ESMA zu den Bedingungen und Kriterien für die Einstufung von Kryptowerten als Finanzinstrumente | 35 |
| 2. Erfüllung der Begriffsmerkmale durch Kryptowerte?..... | 38 |
| a) Übertragbarkeit..... | 38 |
| aa) Vertragliche Beschränkungen | 40 |
| bb) Technische Beschränkungen..... | 41 |
| cc) Gesellschaftsrechtliche Beschränkungen..... | 42 |
| b) Standardisierung | 45 |
| c) Handelbarkeit i.e.S..... | 48 |
| aa) Kryptobörsen als Kapitalmarkt | 48 |
| bb) Weitergehende Anforderungen an die Handelbarkeit i.e.S.: Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs? | 50 |
| (1) Die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs von Kryptowerten nach dem deutschen Recht – ein kurzer Überblick über den Meinungsstand | 51 |
| (2) Diskussion des Erfordernisses der Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs..... | 52 |
| d) Funktionale Vergleichbarkeit mit den Regelbeispielen | 56 |
| aa) Bestimmung des tertium comparationis | 56 |
| bb) Anwendung des Maßstabs auf Kryptowerte..... | 59 |
| (1) Investment Token | 59 |
| (2) Utility Token | 60 |
| (3) Currency Token..... | 64 |
| e) Disputandi causa: Currency Token als Zahlungsinstrumente i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II | 66 |
| IV. Zwischenergebnis..... | 70 |
| <i>B. Prospektpflicht nach §§ 164 ff. KAGB bzw. §§ 268 f. KAGB und Prospekthaftung nach § 306 KAGB</i> | 70 |
| <i>C. Prospektpflicht nach §§ 6 ff. VermAnlG und Prospekthaftung nach §§ 20 ff. VermAnlG.....</i> | 73 |

| | |
|--|-----|
| <i>D. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung</i> | 76 |
| I. Entwicklung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. | 77 |
| II. Verhältnis der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung..... | 78 |
| III. Kryptowerte-Whitepaper als Anwendungsfall der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S..... | 80 |
| 1. Prospektbegriff der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung..... | 81 |
| 2. Rechtsprechung im Zusammenhang mit dem „Enion-ICO-Skandal“ | 83 |
| a) Sachverhalt | 83 |
| b) Entscheidungen | 84 |
| c) Rezeption der Entscheidungen und Bewertung | 85 |
| 3. Keine Gesamtanalogie zu den spezialgesetzlichen Prospekthaftungs- vorschriften anstelle der Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. | 87 |
| IV. Zwischenergebnis..... | 88 |
| <i>E. Ergebnis</i> | 88 |
| <i>Kapitel 3: Die Whitepaperhaftung nach der MiCAR</i> | 90 |
| <i>A. Anwendungsbereich der MiCAR, Art. 2 MiCAR</i> | 90 |
| I. Persönlicher Anwendungsbereich..... | 90 |
| II. Sachlicher Anwendungsbereich | 94 |
| 1. Grundsatz des Art. 2 Abs. 1 MiCAR | 94 |
| 2. Ausnahmen vom sachlichen Anwendungsbereich nach Art. 2 Abs. 3 und 4 MiCAR | 95 |
| a) Ausnahme für Finanzinstrumente, Art. 2 Abs. 4 lit. a) MiCAR..... | 96 |
| b) Kritik an der Konzeption der MiCAR als subsidiärem Regulierungsregime | 98 |
| III. Räumlicher Anwendungsbereich | 100 |
| <i>B. Systematik der Whitepaperhaftungsansprüche</i> | 102 |
| <i>C. Anwendungsbereich der Whitepaperhaftungstatbestände</i> | 103 |
| <i>D. Detailbetrachtung der Whitepaperhaftungsansprüche</i> | 103 |
| I. Anspruchsgrundlagenqualität der Art. 15 Abs. 1, Art. 26 Abs. 1 und Art. 52 Abs. 1 MiCAR | 103 |
| II. Voraussetzungen der Haftung | 106 |

| | |
|--|-----|
| 1. Gegenstand der Haftung: Kryptowerte-Whitepaper oder geändertes Kryptowerte-Whitepaper..... | 106 |
| a) Begriff des Kryptowerte-Whitepapers..... | 106 |
| aa) Wertpapierprospektrecht: formaler Prospektbegriff vorherrschend..... | 107 |
| bb) Whitepaperrecht: Bestimmung des Whitepaperbegriffs nach materiellen Kriterien..... | 109 |
| b) Freiwillige Erstellung eines Whitepapers..... | 110 |
| c) Geändertes Kryptowerte-Whitepaper | 111 |
| 2. Fehlerhaftigkeit des Whitepapers | 112 |
| a) Beurteilungszeitpunkt | 112 |
| b) Beurteilungsmaßstab | 115 |
| aa) Wertpapierprospektrecht: durchschnittlicher bzw. verständiger Anleger..... | 116 |
| bb) Kein niedrigerer Standard im Whitepaperrecht..... | 118 |
| c) Begriff der „Informationen“..... | 120 |
| aa) Erfassung von Tatsachen und Werturteilen..... | 121 |
| bb) Beschränkung der Haftung auf wesentliche Informationen.... | 123 |
| d) Haftungsgründe | 126 |
| aa) Unvollständige Informationen..... | 126 |
| (1) Maßstab der Unvollständigkeit | 126 |
| (2) Haftung auch für erkennbar unvollständige Whitepaper | 130 |
| (3) Keine Erfassung fehlender Whitepaper..... | 131 |
| (a) Wortlaut als Ausgangspunkt der Auslegung | 131 |
| (b) Zum Verhältnis zwischen Rechtsauslegung und -fortbildung im Unionsrecht | 133 |
| (c) Keine planwidrige Regelungslücke mit Blick auf die Nichteinbeziehung fehlender Whitepaper..... | 135 |
| (d) Rechtspolitisches Bedürfnis für die Aufnahme eines Haftungstatbestands für fehlende Whitepaper | 137 |
| (4) Erfassung von unterlassenen Änderungen von Whitepapern..... | 138 |
| bb) Unredliche, unverständliche/nicht eindeutige oder irreführende Informationen | 138 |
| (1) Unredliche Informationen | 140 |
| (2) Unverständliche/nicht eindeutige Informationen..... | 143 |
| (3) Irreführende Informationen..... | 144 |
| 3. Anspruchsgegner..... | 145 |
| a) Anbieter, Zulassungsantragsteller und Betreiber einer Handelsplattform | 146 |
| b) Emittent..... | 148 |
| c) Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans..... | 148 |

| | |
|--|-----|
| aa) Unterschiedliche Leitungssysteme als Grund für die Differenzierung zwischen Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgan | 148 |
| bb) Die redaktionsfehlerhafte Legaldefinition des Leitungsorgans des Art. 3 Abs. 1 Nr. 27 MiCAR..... | 149 |
| cc) Keine Legaldefinition des Aufsichts- und Verwaltungsorgans | 150 |
| dd) Kumulative Haftung der Mitglieder des Leitungs- und Aufsichtsorgans..... | 151 |
| ee) Erfassung faktischer Organe | 151 |
| ff) Vergleich des Kreises der Haftungsgegner mit der Wertpapierprospekthaftung | 154 |
| gg) Rechtspolitische Bewertung der Außenhaftung von Organmitgliedern..... | 156 |
| (1) Außenhaftung der Mitglieder des Leitungsorgans zur Begegnung einer ansonsten bestehenden Unterabschreckung ... | 157 |
| (2) Außenhaftung der Mitglieder des Aufsichtsorgans läuft dem Prinzip der Einheit von Herrschaft und Haftung zuwider | 162 |
| (3) Zusammenfassende Bewertung..... | 163 |
| 4. Anspruchsberechtigter..... | 164 |
| a) Inhaber des Kryptowerts | 164 |
| aa) Ehemaliger Inhaber..... | 164 |
| (1) Keine direkte Anwendung der Whitepaperhaftungstatbestände auf den ehemaligen Inhaber..... | 164 |
| (2) Analoge Anwendung der Whitepaperhaftungstatbestände auf den ehemaligen Inhaber..... | 165 |
| bb) Zukünftiger Inhaber..... | 168 |
| b) Erwerbszeitraum..... | 168 |
| c) Relevanter Markt | 169 |
| 5. Haftungsbegründende Kausalität..... | 169 |
| a) Überblick über Beweislasterleichterungen hinsichtlich der haftungsbegründenden Kausalität im Kapitalmarktrecht | 172 |
| aa) US-amerikanisches Kapitalmarktrecht: die fraud-on-the-market-Theorie | 172 |
| bb) Deutsches Kapitalmarktrecht..... | 175 |
| (1) Theorie der Anlagestimmung..... | 176 |
| (2) Figur des aufklärungsrichtigen Verhaltens..... | 176 |
| b) Übertragbarkeit auf die Whitepaperhaftung | 177 |
| aa) Autonome Auslegung und Verfahrensautonomie der Mitgliedstaaten | 178 |
| bb) Theorie der Anlagestimmung | 179 |
| (1) Anlagestimmung als verfahrensrechtliche Modalität..... | 179 |

| | |
|--|-----|
| (2) Regelmäßig fehlende inhaltliche Übertragbarkeit der Theorie der Anlagebestimmung auf die Whitepaperhaftung..... | 180 |
| cc) Figur des aufklärungsrichtigen Verhaltens | 181 |
| (1) Aufklärungsrichtiges Verhalten als verfahrensrechtliche Modalität..... | 181 |
| (2) Inhaltliche Übertragbarkeit der Figur des aufklärungsrichtigen Verhaltens auf die Whitepaperhaftung | 185 |
| (3) Vereinbarkeit mit dem unionsrechtlichen Äquivalenz- und Effektivitätsgrundsatz | 186 |
| c) Ergebnis..... | 187 |
| 6. Subjektive Voraussetzung | 188 |
| a) Ungeschriebenes Verschuldenserfordernis..... | 188 |
| b) Verschuldensmaßstab | 193 |
| aa) Bestimmung des Verschuldensmaßstabs nach unionsautonomen Grundsätzen..... | 193 |
| bb) Haftung bereits für einfache Fahrlässigkeit..... | 195 |
| c) Konkretisierung des Verschuldens- bzw. Sorgfaltsmaßstabs..... | 198 |
| aa) Objektiver Fahrlässigkeitsmaßstab im Whitepaperhaftungsrecht..... | 198 |
| bb) Berufsgruppenspezifische Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabs..... | 200 |
| (1) Mitglieder des Leitungsorgans..... | 201 |
| (2) Mitglieder des Aufsichtsorgans..... | 202 |
| d) Verschuldenszurechnung | 203 |
| aa) Zurechnung des Verschuldens der Mitglieder des Leitungs- und Aufsichtsorgans..... | 204 |
| bb) Zurechnung des Verschuldens nachgeordneter Mitarbeiter..... | 205 |
| cc) Zwischenergebnis | 208 |
| e) Beweislast für das Verschulden | 209 |
| f) Ergebnis | 210 |
| 7. Haftungsausschluss/-beschränkung | 211 |
| a) Vertraglicher Haftungsausschluss/vertragliche Haftungsbeschränkung..... | 211 |
| aa) Rechtsfolge bei Abschluss eines vertraglichen Ausschlusses oder einer vertraglichen Beschränkung der Haftung | 211 |
| bb) Zulässigkeit der Vereinbarung einer weitergehenden Haftung | 212 |
| cc) Zulässigkeit nachträglicher Haftungsausschlüsse/-beschränkungen..... | 212 |
| b) Gesetzlicher Haftungsausschluss für die Zusammenfassung | 214 |
| 8. Schaden/Verlust | 217 |
| a) Schaden/Verlust als Tatbestandsmerkmal | 218 |

| | |
|---|-----|
| b) Bestimmung des Vorliegens eines Schadens/Verlusts nach unionsautonomen Maßstäben | 218 |
| c) Kein Bedeutungsunterschied zwischen den Begriffen „Schaden“ und „Verlust“..... | 219 |
| d) Auslegung des Tatbestandsmerkmals „Verlust“..... | 219 |
| e) Ergebnis..... | 222 |
| III. Rechtsfolgen..... | 222 |
| 1. Maßgeblichkeit des innerstaatlichen Rechtes für die Ermittlung des Umfangs der Haftung | 222 |
| 2. Art und Umfang der Haftung bei Zugrundelegung der §§ 249 ff. BGB..... | 224 |
| a) Vertragsabschlussschaden..... | 225 |
| b) Ersatz des Minderwerts..... | 228 |
| 3. Mitverschulden | 229 |
| a) Maßgeblichkeit des innerstaatlichen Rechts für die Bestimmung des Mitverschuldens..... | 229 |
| b) Mögliche Anknüpfungspunkte eines Mitverschuldenseinwands ... | 231 |
| aa) Kenntnis der Fehlerhaftigkeit oder Unvollständigkeit des Whitepapers..... | 231 |
| bb) Unkenntnis der Fehlerhaftigkeit oder Unvollständigkeit des Whitepapers..... | 232 |
| cc) Kein oder kein unverzüglicher Verkauf der Kryptowerte | 232 |
| dd) Keine unverzügliche Anspruchsanmeldung | 233 |
| ee) Verkauf unterhalb des Marktpreises..... | 236 |
| ff) Unterlassen von Sicherungsmaßnahmen | 236 |
| 4. Ergebnis | 237 |
| IV. Verhältnis der Whitepaperhaftung zu den Kapitalerhaltungsvorschriften..... | 237 |
| 1. Erwerb eigener Anteile..... | 237 |
| 2. Zahlung aus dem Gesellschaftsvermögen | 239 |
| a) Whitepaperhaftung als Zuwendung | 239 |
| b) Keine auf der Gesellschafterstellung beruhende Leistung | 241 |
| c) Jedenfalls Vorrang der Whitepaperhaftung nach der MiCAR vor der Kapitalerhaltung | 244 |
| 3. Ergebnis | 247 |
| V. Mehrheit von Schuldern..... | 247 |
| 1. Außenverhältnis | 248 |
| 2. Innenverhältnis..... | 250 |
| a) Verhältnis zwischen den Organmitgliedern und der Gesellschaft | 251 |
| b) Verhältnis zwischen den Organmitgliedern untereinander | 252 |
| VI. Verjährung der Whitepaperhaftungsansprüche nach der MiCAR..... | 254 |

| | |
|--|-----|
| 1. Maßgeblichkeit des innerstaatlichen Rechts für die Bestimmung der Verjährungsfrist | 254 |
| 2. Einzelheiten zur Verjährung bei Einschlägigkeit der §§ 195 ff. BGB..... | 256 |
| a) Verjährung der Whitepaperhaftungsansprüche innerhalb der regelmäßigen dreijährigen Verjährungsfrist des § 195 BGB | 256 |
| b) Beginn der Verjährungsfrist..... | 256 |
| c) Verjährungshemmung | 259 |
| VII. Gerichtliche Durchsetzung der Whitepaperhaftungsansprüche | 260 |
| 1. Internationale Zuständigkeit..... | 260 |
| a) Internationale Zuständigkeit nach der Brüssel Ia-VO | 261 |
| aa) Anwendungsbereich der Brüssel Ia-VO | 261 |
| bb) Gerichtsstände | 264 |
| (1) Allgemeiner Gerichtsstand, Art. 4 Abs. 1 Brüssel Ia-VO | 264 |
| (2) Besonderer Vertragsgerichtsstand, Art. 7 Nr. 1 lit. a) | |
| Brüssel Ia-VO | 265 |
| (3) Gerichtsstände für Klagen des Verbrauchers, Art. 18 Abs. 1 | |
| Brüssel Ia-VO | 266 |
| (4) Besonderer Gerichtsstand der unerlaubten Handlung, Art. 7 | |
| Nr. 2 Brüssel Ia-VO | 267 |
| (a) Whitepaperhaftung als unerlaubte Handlung i.S.d. Art. 7 | |
| Nr. 2 Brüssel Ia-VO | 267 |
| (b) Ort des Eintritts des schädigenden Ereignisses | 268 |
| (aa) Handlungsort..... | 269 |
| (bb) Erfolgsort..... | 270 |
| (5) Besonderer Gerichtsstand der Streitgenossenschaft, Art. 8 | |
| Nr. 1 Brüssel Ia-VO | 274 |
| (6) Gerichtsstandsvereinbarungen | 276 |
| b) Internationale Zuständigkeit nach dem LugÜ | 277 |
| c) Internationale Zuständigkeit nach der ZPO | 278 |
| d) Ergebnis | 278 |
| 2. Örtliche Zuständigkeit..... | 279 |
| a) Örtliche Zuständigkeit nach der Brüssel Ia-VO | 279 |
| b) Örtliche Zuständigkeit nach dem LugÜ | 280 |
| c) Örtliche Zuständigkeit nach der ZPO | 280 |
| 3. Sachliche Zuständigkeit | 283 |
| 4. Kapitalanleger-Musterverfahren..... | 283 |
| VIII. Internationales Privatrecht der Whitepaperhaftung | 283 |
| 1. Anwendungsbereich der Rom II-VO | 285 |
| a) Eröffnung des Anwendungsbereichs nach Art. 1 Abs. 1 | |
| Rom II-VO | 285 |
| b) Keine Bereichsausnahme nach Art. 1 Abs. 2 Rom II-VO..... | 286 |

| | |
|--|-----|
| 2. Allgemeine Kollisionsnorm für unerlaubte Handlungen, Art. 4 | |
| Rom II-VO | 288 |
| a) Whitepaperhaftung als unerlaubte Handlung i.S.d. Art. 4 | |
| Rom II-VO | 288 |
| b) Regelanknüpfung an den Staat, in dem der Schaden eintritt, Art. 4 | |
| Abs. 1 Rom II-VO | 288 |
| aa) Gleichlauf mit dem Verständnis des Erfolgsorts bei Art. 7 Nr. 2 | |
| Brüssel Ia-VO..... | 289 |
| bb) Kein Rückgriff auf das in Art. 6 Rom II-VO zum Ausdruck | |
| kommende Markortprinzip | 290 |
| c) Keine offensichtlich engere Verbindung zum Markort oder | |
| Herkunftsstaat gemäß Art. 4 Abs. 3 S. 1 Rom II-VO | 291 |
| d) Übergangsweise akzessorische Anknüpfung an das Vertragsstatut | |
| nach Art. 4 Abs. 3 S. 2 Rom II-VO | 293 |
| 3. Rechtswahl..... | 294 |
| 4. Statut für die Beurteilung des Umfangs der Whitepaperhaftung, | |
| des Mitverschuldens, der Verjährung sowie eines | |
| Innenausgleichsanspruchs | 295 |
| 5. Ergebnis | 296 |
| IX. Sonstige zivilrechtliche Ansprüche gemäß dem nationalen Recht..... | 297 |
| 1. Ansprüche wegen eines fehlerhaften oder unvollständigen Whitepapers | |
| nach deutschem Recht..... | 297 |
| a) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung i.e.S..... | 297 |
| b) Deliktische Anspruchsgrundlagen..... | 300 |
| aa) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Vorschriften der MiCAR | 301 |
| bb) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB | |
| (Kapitalanlagebetrug) | 304 |
| (1) Schutzgesetzcharakter des § 264a StGB..... | 305 |
| (2) Kryptowerte als Bezugsobjekt des § 264a Abs. 1 StGB | 306 |
| (a) Wertpapiere, § 264a Abs. 1 Nr. 1 Var. 1 StGB | 306 |
| (b) Bezugsrechte, § 264a Abs. 1 Nr. 1 Var. 2 StGB | 310 |
| (c) Beteiligungen, § 264a Abs. 1 Nr. 1 Var. 3 StGB | 311 |
| (3) Zwischenergebnis | 311 |
| cc) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 Abs. 1 StGB (Betrug) | 311 |
| dd) § 826 BGB | 314 |
| c) Ergebnis..... | 315 |
| 2. Ansprüche wegen eines fehlenden Whitepapers nach | |
| deutschem Recht | 315 |
| a) § 19 K MAG | 316 |
| b) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung i.e.S..... | 317 |
| c) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug)..... | 318 |
| d) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 263, 13 StGB (Betrug)..... | 319 |
| e) § 826 BGB | 320 |

| | |
|--|-----|
| f) Ergebnis | 320 |
| | |
| Ertrag der Untersuchung | 321 |
| | |
| <i>A. Rechtspolitischer Ertrag der Untersuchung: Gesetzgebungsvorschlag</i> | 321 |
| I. Änderung der MiCAR | 323 |
| 1. Änderung der Whitepaperhaftungstatbestände | 323 |
| a) Fehlerkategorien | 323 |
| b) Anspruchsgegner | 324 |
| c) Anspruchsberechtigter | 324 |
| d) Haftungsbegründende Kausalität | 324 |
| e) Subjektive Voraussetzung | 325 |
| f) Haftungsausschluss | 326 |
| g) Rechtsfolgen | 326 |
| h) Mehrheit von Schuldern | 327 |
| i) Zusammenfassung der Änderungsvorschläge | 327 |
| 2. Einführung von Haftungstatbeständen für fehlende Kryptowerte-Whitepaper | 330 |
| 3. Änderung des Definitionskatalogs | 331 |
| II. Änderung der Rom II-VO | 333 |
| III. Änderung der Brüssel Ia-VO | 335 |
| | |
| <i>B. Rechtsdogmatischer Ertrag der Untersuchung: thesenartige Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse</i> | 335 |
| | |
| Literaturverzeichnis | 349 |
| Sachregister | 377 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|------------------|--|
| 5th Cir. | Fifth Circuit |
| 6th Cir. | Sixth Circuit |
| 9th Cir. | Ninth Circuit |
| ABGB | Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch |
| ABl. | Amtsblatt |
| AcP | Archiv für die civilistische Praxis |
| AEUV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| AG | Die Aktiengesellschaft |
| AIF | Alternativer Investmentfond |
| AIFM-RL | Alternative Investmentfonds-Richtlinie |
| AktG | Aktiengesetz |
| AnwK-StGB | AnwaltKommentar StGB |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BB | Betriebs-Berater |
| BeckHdb GmbH | Beck'sches Handbuch der GmbH |
| BeckOGK AktG | beck-online.GROSSKOMMENTAR AktG |
| BeckOGK BGB | beck-online.GROSSKOMMENTAR BGB |
| BeckOGK SE | beck-online.GROSSKOMMENTAR SE |
| BeckOK WpHR | BeckOK Wertpapierhandelsrecht |
| BeckRS | Beck-Rechtsprechung |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| BKR-Beil. | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht Beilage |
| BLJ | Bucerius Law Journal |
| BMF | Bundesministerium der Finanzen |
| BMJV | Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz |
| BNotO | Bundesnotarordnung |
| BörsG | Börsengesetz |
| BRJ | Bonner Rechtsjournal |
| Brüssel Ia-VO | Brüssel Ia-Verordnung |
| Brüssel I-VO | Brüssel I-Verordnung |
| BT-Drucks. | Bundestagsdrucksache |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| CCZ | Corporate Compliance Zeitschrift |
| CML Rev. | Common Market Law Review |
| CR | Computer und Recht |
| D&O-Versicherung | Directors' and Officers'-Versicherung |

| | |
|-----------------------------------|--|
| D. Utah | District of Utah |
| D.N.J. | United States District Court for the District of New Jersey |
| DB | Der Betrieb |
| DeVO | Delegierte Verordnung |
| DiskE | Diskussionsentwurf |
| Distributed-Ledger-Technologie-VO | Distributed-Ledger-Technologie-Verordnung |
| DJT | Deutscher Juristentag |
| DLT | Distributed-Ledger-Technologie |
| DS-GVO | Datenschutz-Grundverordnung |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| EBA | European Banking Authority (Europäische Bankenaufsichtsbehörde) |
| EBOR | European Business Organization Law Review |
| ECFR | European Company and Financial Law Review |
| ECSP-VO | Verordnung on European crowdfunding service providers for business (Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen) |
| EFTA | European Free Trade Association (Europäische Freihandelsassoziation) |
| EGBGB | Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch |
| E-Geld-RL | E-Geld-Richtlinie |
| EGMR | Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte |
| EMRK | Europäische Menschenrechtskonvention |
| Erste Zahlungsdienste-RL | Erste Zahlungsdienste-Richtlinie |
| ErwGr | Erwägungsgrund |
| ESMA | European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) |
| EU | Europäische Union |
| EuG | Europäisches Gericht |
| EuGH | Europäischer Gerichtshof |
| EUV | Vertrag über die Europäische Union |
| EuZA | Europäische Zeitschrift für Arbeitsrecht |
| EuZW | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| eWpG | Gesetz über elektronische Wertpapiere |
| EWS | Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht |
| F. Supp. | Federal Supplement, first series |
| F.2d | Federal Reporter, second series |
| F.3d | Federal Reporter, third series |
| F.R.D. | Federal Rules Decisions |
| FINMA | Eidgenössische Finanzmarktaufsicht |
| FinmadiG | Finanzmarktdigitalisierungsgesetz |
| FK-EUV/GRC/AEUV | Frankfurter Kommentar zu EUV, GRC und AEUV |
| FK-KAGB | Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Bd. I – Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) |
| FK-ProspektVO/WpPG | Frankfurter Kommentar EU-ProspektVO 2017 und WpPG |
| Fluggastrechte-VO | Fluggastrechteverordnung |
| GA | Generalanwalt |
| GBO | Grundbuchordnung |

| | |
|---------------------------|--|
| GesR-RL | Gesellschaftsrechtsrichtlinie |
| GesRZ | Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht |
| GG | Grundgesetz |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung |
| GmbHR | GmbHRundschau |
| GPR | Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union |
| GroßkommAktG | Aktiengesetz, Großkommentar |
| GroßkommGmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), Großkommentar |
| GVG | Gerichtsverfassungsgesetz |
| GWR | Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht |
| GZ | Geschäftszeichen |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| HK-BGB | Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar |
| HK-GbR | Gesellschaft bürgerlichen Rechts, Handkommentar |
| HK-GS | Gesamtes Strafrecht, Handkommentar |
| HK-Kapitalmarktstrafrecht | Kapitalmarktstrafrecht, Handkommentar |
| HK-ZPO | Zivilprozeßordnung, Handkommentar |
| ICO | Initial Coin Offering |
| Int'l Rev. L. & Econ | International Review of Law and Economics |
| InvG | Investmentgesetz |
| IPO | Initial Public Offering |
| IPR | Internationales Privatrecht |
| IPRax | Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts |
| ITRB | IT-Rechtsberater |
| J. Corp. L. | The Journal of Corporation Law |
| J.L. & Econ. | The Journal of Law and Economics |
| JETL | Journal of European Tort Law |
| JR | Juristische Rundschau |
| Jura | Juristische Ausbildung |
| jurisPK-BGB | Juris PraxisKommentar BGB |
| jurisPK-Internetrecht | Juris PraxisKommentar Internetrecht |
| jurisPR-BKR | Juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht |
| JuS | Juristische Schulung |
| JZ | JuristenZeitung |
| KAGB | Kapitalanlagegesetzbuch |
| KapInHaG | Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz |
| Kapital-RL | Kapitalrichtlinie |
| KapMuG | Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz |
| Kartellverfahrens-VO | Kartellverfahrensverordnung |
| KG | Kammergericht, Kommanditgesellschaft |
| KK-AktG | Kölner Kommentar zum Aktiengesetz |
| KK-WpHG | Kölner Kommentar zum WpHG |
| KMAG | Kryptomärkteaufsichtsgesetz |
| KMRK | Kapitalmarktrechts-Kommentar |
| Kreditwesen | Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |
| KWG | Kreditwesengesetz |

| | |
|--------------------------|--|
| Law Com. | Law Commission |
| LG | Landgericht |
| LMK | Lindenmaier-Möhring – Kommentierte BGH-Rechtsprechung |
| LugÜ | Luganer Übereinkommen |
| MDR | Monatsschrift für Deutsches Recht |
| Mehrwertsteuer-System-RL | Mehrwertsteuer-System-Richtlinie |
| MHdb GesR | Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts |
| MiCAR | Markets in Crypto-Assets Regulation (Verordnung über Märkte für Kryptowerte) |
| MiCAR-E | Entwurf der Markets in Crypto-Assets Regulation (Verordnung über Märkte für Kryptowerte) |
| MiFID I | First Directive on Markets in Financial Instruments (Erste Finanzmarktrichtlinie) |
| MiFID II | Second Directive on Markets in Financial Instruments (Zweite Finanzmarktrichtlinie) |
| Minn. Law Rev. | Minnesota Law Review |
| MMR | Zeitschrift für IT-Recht und Recht der Digitalisierung |
| MMVO | Marktmissbrauchsverordnung |
| MoMiG | Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen |
| MoPeG | Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts |
| MüKoAktG | Münchener Kommentar zum Aktiengesetz |
| MüKoBGB | Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch |
| MüKoGmbHG | Münchener Kommentar zum GmbHG |
| MüKoHGB | Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch |
| MüKoStGB | Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch |
| MüKoStPO | Münchener Kommentar zur StPO |
| MüKoZPO | Münchener Kommentar zur Zivilprozeßordnung mit Gerichtsverfassungsgesetz und Nebengesetzen |
| N.D. Tex. | Northern District of Texas |
| NJOZ | Neue Juristische Online-Zeitschrift |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| NJW-RR | Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report |
| NK | Nomos-Kommentar |
| No. | number |
| NotBZ | Zeitschrift für die notarielle Beratungs- und Beurkundungspraxis |
| NStZ | Neue Zeitschrift für Strafrecht |
| NVwZ | Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht |
| NVwZ-Beil. | Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht Beilage |
| NVwZ-RR | Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht Rechtsprechungs-Report |
| NZA | Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| NZI | Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht |
| NZKart | Neue Zeitschrift für Kartellrecht |

| | |
|----------------------|--|
| OGAW-RL | Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren-Richtlinie |
| OLG | Oberlandesgericht |
| OLGZ | Entscheidungen der Oberlandesgerichte in Zivilsachen |
| PRIIP-VO | Verordnung on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte) |
| Produkthaftungs-RL | Produkthaftungsrichtlinie |
| Prospekt-VO | Prospektverordnung |
| Q. J. Econ. | The Quarterly Journal of Economics |
| Rating-VO | Ratingagenturenverordnung |
| RdF | Recht der Finanzinstrumente |
| RDi | Recht Digital |
| RdTW | Recht der Transportwirtschaft |
| RdZ | Recht der Zahlungsdienste |
| RegE | Regierungsentwurf |
| RG | Reichsgericht |
| RGZ | Reichsgericht in Zivilsachen |
| Rom I-VO | Rom I-Verordnung |
| Rom II-VO | Rom II-Verordnung |
| RIW | Recht der Internationalen Wirtschaft |
| S.Ct. | Supreme Court Reporter |
| Scot Law Com. | Scottish Law Commission |
| SE-VO | Societas Europea-Verordnung (Europäische Aktiengesellschaft-Verordnung) |
| SK-StGB | Systematischer Kommentar zum Strafgesetzbuch |
| Slg. | Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz |
| StGB | Strafgesetzbuch |
| StPO | Strafprozessordnung |
| SVR | Straßenverkehrsrecht |
| TAN | Transaktionsnummer |
| TK StGB | Tübinger Kommentar Strafgesetzbuch |
| U.S. | United States Reports |
| UrhG | Urheberrechtsgesetz |
| Urt. | Urteil |
| US | United States (Vereinigte Staaten) |
| UZK | Unionszollkodex |
| Verbraucherrechte-RL | Verbraucherrechterichtlinie |
| VerkProspG | Verkaufsprospektgesetz |
| VermAnlG | Vermögensanlagengesetz |
| VersR | Versicherungsrecht |
| VuR | Verbraucher und Recht |
| VVG | Versicherungsvertragsgesetz |
| W.D. Mich. | Western District of Michigan |
| Wake Forest L. Rev. | Wake Forest Law Review |

| | |
|---|---|
| Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörden-VO | Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörden-Verordnung |
| Wis. L. Rev. | Wisconsin Law Review |
| wistra | Wirtschafts- und Steuerstrafrecht |
| WM | Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| WpPG | Wertpapierprospektgesetz |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZdiW | Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft |
| ZEuP | Zeitschrift für Europäisches Privatrecht |
| ZfPW | Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft |
| ZGI | Zeitschrift für das gesamte Informationsrecht |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZK | Zollkodex |
| ZPO | Zivilprozessordnung |
| ZRP | Zeitschrift für Rechtspolitik |
| ZUM | Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht |
| ZVglRWiss | Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft |
| Zweite Zahlungsdienste-RL | Zweite Zahlungsdienste-Richtlinie |
| ZZP | Zeitschrift für Zivilprozess |

Einleitung

A. Einführung in die Thematik

„[Initial Coin Offerings] dürfen in der weltweiten Krypto-Community ohne Übertreibung als das ‚hottest game in town‘ bezeichnet werden.“¹

So oder so ähnlich² werden gerne Fachbeiträge, die sich mit Initial Coin Offerings (abgekürzt: ICOs) auseinandersetzen, eingeleitet. Dies dürfte daran liegen, dass ICOs innerhalb von kurzer Zeit eine bemerkenswerte Entwicklung durchlaufen haben. Der erste ICO fand im Jahr 2013 durch Mastercoin statt.³ Während für das Jahr 2015 insgesamt noch zehn ICOs bei einem Gesamtemissionsvolumen von 9,9 Millionen US-Dollar gezählt wurden, fanden im Jahr 2017 bereits 552 ICOs statt, die rund 7 Milliarden US-Dollar erlöst haben. Im Jahr 2018 spülten 1.132 ICOs ca. 19,7 Milliarden US-Dollar in die Kassen der Initiatoren.⁴ Inzwischen wird von einer Konsolidierung des ICO-Marktes und rückläufigen Emissionsvolumina ausgegangen.⁵

Der Begriff ICO ist an den englischen Ausdruck Initial Public Offering (abgekürzt: IPO), also das erstmalige öffentliche Angebot von Wertpapieren, angelehnt.⁶ Wie ein IPO soll auch ein ICO Investitionen eines größeren Adressatenkreises ermöglichen. Bei ICOs werden im Unterschied zu IPOs jedoch sog.

¹ Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89 (90).

² Chatard/Mann, NZG 2019, 567 (567); Zickgraf, BKR 2021, 196 (196).

³ Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.1; Maume/Maute/Zickgraf, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 1.

⁴ PwC, 5th ICO / STO Report, 2019, <https://www.pwc.ch/en/publications/2019/ch-PwC-Strategy%26-ICO-Report-Summer-2019.pdf> (Stand: 08.08.2025), S. 2.

⁵ Chatard/Mann, NZG 2019, 567 (567); Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil D Rn. 107; Maume/Maute/Zickgraf, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 3.

⁶ Busch/Lehmann, JETL 14 (2023), 113 (119); Hoeren/Sieber/Holznagel/Guggenberger, Handbuch Multimedia-Recht, 62. EL 2024, Teil 13.7 Rn. 27; Hahn/Wons, Initial Coin Offering (ICO), 2018, S. 3; Majerus, BKR 2024, 944 (944); Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.3.

Token, die nicht notwendigerweise unter den aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriff fallen, angeboten.⁷ Der Kaufpreis wird häufig in virtueller kryptografischer Währung bezahlt, kann aber mitunter auch in gesetzlicher Fiatwährung beglichen werden.⁸ Ein weiterer Unterschied zu klassischen IPOs liegt darin, dass die Preisbildung nicht durch ein Bookbuilding-Verfahren, sondern auf „Take it or leave it“-Basis erfolgt.⁹ Üblicherweise stellen die Initiatoren ihr Projekt in einem sog. Whitepaper vor, das die Funktionsweise des ICOs, die technischen Grundlagen, den betreffenden Markt, die Rechte der Teilnehmer und die mitwirkenden Teammitglieder beschreibt sowie einen Entwicklungs- und Finanzierungsplan enthält.¹⁰ Ein sog. Smart Contract, bei dem es sich entgegen der Bezeichnung nicht um einen Vertrag im rechtlichen Sinne, sondern um eine bloße Software handelt, koordiniert die Rechtsbeziehungen zwischen den Parteien und sorgt für die automatische Ausführung der Transaktion.¹¹

Der größte Vorteil von ICOs wird darin gesehen, dass durch den direkten Vertrieb der Token über das Internet und den Einsatz von Smart Contracts die Notwendigkeit traditioneller Intermediäre wie Investmentbanken entfällt und auf diese Weise die Transaktionskosten gesenkt werden können.¹² Zudem kann durch das internetbasierte Angebot ein potentiell weltweiter Anlegerkreis angesprochen werden.¹³ Allerdings stehen den Vorteilen von ICOs auch beachtliche Nachteile gegenüber: Auf dem ICO-Markt treten besonders ausgeprägte Informationsasymmetrien zwischen den Initiatoren und Anlegern auf, die eine

⁷ Hoeren/Sieber/Holznagel/Guggenberger, Handbuch Multimedia-Recht, 62. EL 2024, Teil 13.7 Rn. 27; Hahn/Wons, Initial Coin Offering (ICO), 2018, S. 3; Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.3.

⁸ Veil, ZHR 183 (2019), 346 (351); Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil D Rn. 108.

⁹ Behme/Zickgraf, ZfPW 2019, 66 (68); Chatard/Mann, NZG 2019, 567 (568); Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil D Rn. 108.

¹⁰ Fitzke/Siering, BKR 2020, 291 (292); Hoeren/Sieber/Holznagel/Guggenberger, Handbuch Multimedia-Recht, 62. EL 2024, Teil 13.7 Rn. 30; Hahn/Wons, Initial Coin Offering (ICO), 2018, S. 20; Späth/Höffner, VuR 2020, 291 (291); Spindler, WM 2018, 2109 (2109); Veil, ZHR 183 (2019), 346 (352); Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil D Rn. 109; Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.37.

¹¹ Behme/Zickgraf, ZfPW 2019, 66 (67); Chatard/Mann, NZG 2019, 567 (567); Fitzke/Siering, BKR 2020, 291 (292); Hahn/Wons, Initial Coin Offering (ICO), 2018, S. 2; Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil D Rn. 110.

¹² Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89 (94); Spindler, WM 2018, 2109 (2109); Veil, ZHR 183 (2019), 346 (354); Maume/Maute/Zickgraf, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 8; zu den Grenzen der Disintermediation durch Einsatz der DLT s. auch Kalss/Krönke/Völkel/Krönke/Völkel, Crypto-Assets, 2025, Einf. A Rn. 8.

¹³ Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil D Rn. 111; Maume/Maute/Zickgraf, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 8.

Unterscheidung zwischen aussichtsreichen und weniger aussichtsreichen Projekten erschweren.¹⁴ Dieser Nachteil wird durch das Fehlen von Intermediären, die mit ihrer Gatekeeper-Rolle zum Funktionieren von Märkten beitragen können,¹⁵ und der Preisbildung auf „Take-it-or-leave-it“- Basis¹⁶ sogar noch verstärkt.

Auch wenn im Vorfeld von ICOs i.d.R. Whitepaper veröffentlicht wurden, trugen diese vielfach nicht zu einem hinreichenden Abbau der bestehenden Informationsasymmetrien bei.¹⁷ In einer Studie aus dem Jahr 2018, bei der mehr als 1.000 Kryptowerte-Whitepaper untersucht wurden, sind *Zetsche, Buckley, Arner und Föhr* zu dem Ergebnis gekommen, dass die Mehrzahl der untersuchten Whitepaper zu wenige finanzielle Informationen enthielt, um auf dieser Grundlage eine rationale Kaufentscheidung treffen zu können. Ca. 20 % der Whitepaper enthielten ausschließlich technische Informationen. In rund 31 % der Whitepaper fehlten Informationen über die Initiatoren und Hintermänner des Projekts. In knapp 25 % der Fälle enthielten die Whitepaper keinerlei finanzielle Informationen.¹⁸

Insbesondere wenn eine Investition fehlgeschlagen ist, stellen sich Anleger die Frage, ob sie von den Emittenten, den Initiatoren oder anderen Personen Ersatz erlangen können. In der Anfangsphase von ICOs unterlagen Emittenten häufig der (Fehl)vorstellung, auf ICOs finde die klassische Kapitalmarktregulierung keine Anwendung. Schließlich entwickele man nur Code und das sei nicht weiter reguliert.¹⁹ Diesen verbreiteten Irrtum hat die US-amerikanische Securities and Exchange Commission mit einem Bericht aus Juli 2017 aufgeklärt, in dem sie darauf hingewiesen hat, dass abhängig von den Umständen des Einzelfalls auch Kryptowerte unter den Wertpapierbegriff des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts fallen können. Ebendies bejahte die Commission

¹⁴ *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89 (95); *Veil*, ZHR 183 (2019), 345 (354); *Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.53; *Maume/Maute/Zickgraf*, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 10.

¹⁵ *Chatard/Mann*, NZG 2019, 567 (568); *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89 (95 f.); *Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.56; *Maume/Maute/Zickgraf*, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 10.

¹⁶ *Chatard/Mann*, NZG 2019, 567 (568); *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89 (95 f.); *Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.53; *Maume/Maute/Zickgraf*, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 11 Rn. 11.

¹⁷ *Chatard/Mann*, NZG 2019, 567 (568); *Veil*, ZHR 183 (2019), 346 (354).

¹⁸ *Zetsche/Buckley/Arner/Föhr*, The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators, <https://ssrn.com/abstract=3072298> (Stand: 08.08.2025), S. 15.

¹⁹ Vgl. *Möslein/Omlor/Siedler*, FinTech-Handbuch, 3. Aufl. 2024, § 7 Rn. 97.

für die von *The DAO* ausgegebenen Token.²⁰ Für das europäische und deutsche Recht galt es ebenfalls zu untersuchen, ob die tradierten kapitalmarktrechtlichen Regelungen auf ein neuartiges Phänomen wie ICOs Anwendung finden. Mit der Verordnung über Märkte für Kryptowerte²¹ (englische Kurzbezeichnung: Regulation on Markets in Crypto-Assets, abgekürzt: MiCAR) wurde ein unionsweit geltendes kohärentes Gesetzeswerk zur Regulierung von Kryptowerten geschaffen, das bislang weltweit einmalig ist. Sie umfasst u.a. eine Whitepaperpflicht und enthält in Art. 15, Art. 26 und Art. 52 eigene Whitepaperhaftungstatbestände in Form von echten unionsrechtlichen Anspruchsgrundlagen²².

B. Ziel der Untersuchung

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist eine eingehende Analyse des Whitepaperhaftungsregimes. Im Zentrum der Untersuchung stehen die neu geschaffenen Whitepaperhaftungstatbestände der MiCAR. Dabei sollen sowohl sich abzeichnende Probleme ausfindig gemacht und einer juristischen Lösung zugeführt als auch die neu geschaffenen Regelungen rechtspolitisch bewertet werden, ohne die rechtsdogmatische mit der rechtspolitischen Ebene zu vermenigen. Sofern Regelungen aus rechtspolitischen Gründen kritisiert werden, sollen Vorschläge unterbreitet werden, wie der Verordnungsgeber den Kritikpunkten abhelfen kann. Da es sich bei den Whitepaperhaftungstatbeständen um unionsrechtliche Anspruchsgrundlagen handelt, ist eine unionsautonome Auslegung geboten. Schwierigkeiten bei der Anwendung der Whitepaperhaftungstatbestände folgen daraus, dass das Unionsrecht keine allgemeinen zivilrechtlichen Vorschriften enthält, die immer dann Anwendung finden, wenn die spezielleren Vorschriften zu einer bestimmten Frage keine Regelung treffen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt enthält das Unionsrecht nur eine kleine Zahl eigener Haftungsansprüche,²³ zu denen insbesondere Art. 35a Rating-VO²⁴, Art. 11

²⁰ United States Securities and Exchange Commission, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Release No. 81207, <https://www.sec.gov/files/litigation/investreport/34-81207.pdf> (Stand: 08.08.2025).

²¹ 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, ABl. L 150, 40.

²² Zur Anspruchsgrundlagenqualität der Art. 15 Abs. 1, Art. 26 Abs. 1 und Art. 52 Abs. 1 MiCAR s. ausführlich Kap. 3 D.I.

²³ Wagner, NJW 2023, 1761 (1761).

²⁴ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl. L 302, 1.

Abs. 2 PRIIP-VO²⁵ und Art. 82 DS-GVO²⁶ zählen. Die Rechtsprechung und Literatur, die sich mit den unionsrechtlichen Haftungsansprüchen auseinandersetzt, verdient auch im Zusammenhang mit der Whitepaperhaftung nach der MiCAR Berücksichtigung, da sich aus den wenigen unionsrechtlichen Anspruchsgrundlagen mitunter allgemeine unionsrechtliche Prinzipien herausgebildet haben²⁷. Aufgrund der Parallelen zwischen der Whitepaper- und Prospekthaftung kann auch ein vergleichender Blick auf das mitgliedstaatliche Prospekthaftungsrecht lohnenswert sein. Freilich ist stets zu überprüfen, ob sich die dort behandelten Problemfragen bei der Whitepaperhaftung gleichermaßen stellen und ob die dort vorgeschlagene Lösungsansätze auf die Whitepaperhaftung übertragen werden können. Wo trotz des unionsrechtlichen Charakters ein Rückgriff auf nationales Recht erforderlich ist oder Bezüge zum nationalen Recht hergestellt werden, wird exemplarisch deutsches Recht zugrunde gelegt. Neben einer ausführlichen Auseinandersetzung mit den Whitepaperhaftungstatbeständen der MiCAR als solchen soll auch die Rechtslage vor Inkrafttreten der MiCAR erörtert und das Verhältnis der Whitepaperhaftungsansprüche der MiCAR zu den im nationalen Recht existierenden, sachnahen Anspruchsgrundlagen herausgearbeitet werden. Schließlich müssen die Bezüge der Whitepaperhaftung zum internationalen Privat- und Prozessrecht erörtert werden.

²⁵ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. L 352, 1.

²⁶ Verordnung (EU) 2016/679 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. April 2016 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der Richtlinie 95/46/EG (Datenschutz-Grundverordnung), ABl. L 119, 1.

²⁷ Hornkohl, EuZW 2024, 941 (942).

Kapitel 1

Grundlagen

A. Entstehungsgeschichte und Regelungsgegenstände der MiCAR im Überblick

Am 24.09.2020 hat die Europäische Kommission ein Paket zur Digitalisierung des Finanzsektors verabschiedet, das den digitalen Wandel fördern und auf diese Weise die europäische Wirtschaft sektorübergreifend modernisieren soll.¹ Das Paket umfasst neben einer Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU² und einer Strategie für den Massenzahlungsverkehr³ Gesetzgebungs-vorschläge für eine Verordnung über Märkte für Kryptowerte⁴, eine Verordnung über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen⁵ sowie eine Verordnung über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors⁶. Nach den Beratungen im Rat der Europäischen Union haben der Ratsvorsitz und das Europäische Parlament am 30.06.2022 i.R.d. Trilog-Verfahrens nach Vornahme einiger bedeutsamer Anpassungen⁷ bei Beibehaltung von Regelungsansatz und -struktur eine vorläu-

¹ Kommission, Digital finance package, https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en (Stand: 08.08.2025).

² Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU, COM(2020) 591 final.

³ Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen. EU-Strategie für den Massenzahlungsverkehr, COM(2020) 592 final.

⁴ Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM(2020) 593 final.

⁵ Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen, COM(2020) 594 final.

⁶ Kommision, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014, COM(2020) 595 final.

⁷ Beck/Samm/Kokemoor/Alfes, KWG mit CRR, 244. Lfg. 2025, MiCAR Rn. 6; Maume, RDi 2022, 461 (462); Mösllein, WM 2024, 1729 (1729 f.).

fige Einigung über den Vorschlag für eine Verordnung über Kryptowerte erzielt⁸. Nachdem das Europäische Parlament einen entsprechenden Text am 20.04.2023 angenommen hatte, der am 09.06.2023 im Amtsblatt der EU⁹ veröffentlicht wurde, trat die MiCAR gemäß Art. 149 Abs. 1 MiCAR am 29.06.2024 in Kraft. Volumfängliche Geltung beansprucht die MiCAR nach Art. 149 Abs. 2 MiCAR ab dem 30.12.2024. Mit der MiCAR verfolgt der Verordnungsgeber unterschiedliche Ziele, zu denen die Förderung von Innovation und Wettbewerb, die Gewährleistung eines hohen Maßes an Schutz von Kleinanlegern und an Integrität der Märkte für Kryptowerte sowie die Gewährleistung von Finanzstabilität gehören.¹⁰

Die MiCAR gliedert sich in neun Titel. Titel I legt den Gegenstand und den Anwendungsbereich der Verordnung fest und enthält Begriffsbestimmungen. Titel I kommt somit die Funktion eines gleichsam vor die Klammer gezogenen allgemeinen Teils zu. Titel II bis IV beinhalten das Primärmarktrecht. Jeder der drei Tokenarten ist dabei ein eigener Teil gewidmet. Titel II befasst sich mit anderen Kryptowerten als vermögenswertreferenzierten Token oder E-Geld-Token. Im Zentrum des Titels II steht eine Pflicht zur Erstellung, Übermittlung und Veröffentlichung eines Whitepapers, die durch eine Whitepaperhaftung komplementiert wird. Die MiCAR wird mitunter auch als „aufsichtsrechtliche Patchworkdecke“¹¹ bezeichnet oder es wird darauf hingewiesen, dass bei der MiCAR „Copy & Paste“ Geschäftsgrundlage sei¹². Dieser „Copy & Paste“-Ansatz spiegelt sich auch im Titel II wider, da die dort enthaltenen Vorschriften den Vorschriften der Prospekt-VO¹³ nachempfunden sind.¹⁴ Ein Unterschied zwischen der MiCAR und der Prospekt-VO liegt freilich darin, dass die Prospekt-VO selbst keinen Prospekthaftungstatbestand enthält, sondern den Mitgliedstaaten in Art. 11 Prospekt-VO lediglich aufgibt, einen Prospekthaftungstatbestand ins nationale Recht aufzunehmen.¹⁵ Auch weichen

⁸ Rat der Europäischen Union, Pressemitteilung: Digitales Finanzwesen: Einigung über die europäische Verordnung über Kryptowerte (MiCAR), <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/> (Stand: 08.08.2025).

⁹ ABl. L 150, 40.

¹⁰ ErwGr 6 MiCAR.

¹¹ Maume, RDi 2022, 461 (462).

¹² Maume, RDi 2023, 493 (494).

¹³ 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, ABl. L 168, 12.

¹⁴ Krönke, RDi 2024, 1 (5); Maume, RDi 2023, 493 (494); Raschauer/Ficulovic/Knobl u.a./Silbernagl, MiCAR, 2024, Art. 15 Rn. 1; Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.117.

¹⁵ Möslein, WM 2024, 1729 (1734); Kalss/Krönke/Völkel/Rennig, Crypto-Assets, 2025, Art. 15 MiCAR Rn. 7.

die Vorschriften der MiCAR von denen der Prospekt-VO punktuell ab, um den technologischen Besonderheiten von Kryptowerten Rechnung zu tragen. Beispielhaft erwähnt sei, dass das Whitepaper nach Art. 6 Abs. 1 lit. h) MiCAR Informationen über die zugrunde liegenden Technologien enthalten muss.¹⁶ Regelungstechnisches Vorbild des in Art. 13 MiCAR vorgesehenen Widerrufsrechts sind wiederum die Art. 6 ff. Verbraucherrechte-RL^{17,18} Titel III setzt sich sodann mit vermögenswertreferenzierten Token und Titel IV mit E-Geld-Token auseinander. Titel III und IV stützen sich dabei auf Instrumente, insbesondere die Whitepaperpflicht und -haftung, die ähnlich bereits in Titel II vorgesehen sind. Hinzu kommen jedoch eigene, stabilitätssichernde Instrumente wie das Recht auf Rücktausch sowie umfangreiche Kapitalschutzvorschriften.¹⁹ Da die über die Whitepaperpflicht und -haftung hinausgehenden Vorschriften der Titel III und IV zahlreiche Parallelen zu den finanzaufsichtsrechtlichen Rechtsgrundlagen von E-Geld nach der E-Geld-RL²⁰ aufweisen, ist die teilweise gezogene Schlussfolgerung, die MiCAR sei „genuine Kapitalmarktrecht“²¹, nicht zutreffend.²² Titel V, der sich mit Kryptowerte-Dienstleistungen auseinandersetzt, ist letztlich eine modifizierte Version der MiFID II^{23,24}. In Titel VI, dem letzten materiell-rechtlichen Titel der MiCAR, ist ein eigenständiges Marktmisbrauchsrecht für Kryptowerte normiert. Bei der Abfassung des Titels VI hat sich der Verordnungsgeber an den Parallelvorschriften der MMVO²⁵ orientiert.²⁶ Er hat, da es sich bei den Emittenten von Kryptowerten

¹⁶ Möslein, WM 2024, 1729 (1734).

¹⁷ Richtlinie 2011/83/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Rechte der Verbraucher, ABl. L 304, 64.

¹⁸ Krönke, RDi 2024, 1 (5); Maume, RDi 2023, 493 (494); Möslein, WM 2024, 1729 (1738).

¹⁹ Möslein, WM 2024, 1729 (1730).

²⁰ 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, ABl. L 267, 7.

²¹ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Eckhold/Schäfer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Aufl. 2024, § 17 Rn. 61; Maume, RDi 2022, 461 (462).

²² Terlau, BKR 2023, 809 (809).

²³ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzdienstleistungen sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173, 349.

²⁴ Krönke, RDi 2024, 1 (6); Maume, RDi 2023, 493 (494).

²⁵ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173, 1.

²⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Eckhold/Schäfer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Aufl. 2024, § 17 Rn. 70; Krönke, RDi 2024, 1 (7); Lindner/Heller/Löbig, WM 2022, 2159

und den Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen jedoch sehr häufig um kleine und mittlere Unternehmen handelt, aus Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten nicht sämtliche Bestimmungen der MMVO in die MiCAR aufgenommen.²⁷ Titel VII befasst sich mit den Zuständigkeiten und Befugnissen der mitgliedstaatlichen Behörden, der EBA und der ESMA, Titel VIII mit delegierten Rechtsakten. Titel IX schließt mit Übergangs- und Schlussbestimmungen ab.

B. Was sind Kryptowerte?

I. Technische Hintergründe

Um die mit Kryptowerten verbundenen Rechtsfragen ausfindig machen und beantworten zu können, bedarf es zwar eines Grundverständnisses der den Kryptowerten zugrunde liegenden Technologie, aber keines vertieften technischen Verständnisses. In den meisten Fällen genügt ein Verständnis der Funktionsweise des konkreten Tokens (Anwendungsebene), ohne dass es auf die technischen Details (Protokollebene) ankäme.²⁸ *Kaulartz* zieht die anschauliche Parallele zwischen der Funktionsweise des Internets, die den meisten Praktikern nicht bekannt sein dürfte, und den Anwendungen im Internet.²⁹ Die folgenden Ausführungen beschränken sich daher auf eine komprimierte Darstellung der technischen Hintergründe, ohne einen Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben.

Über viele Jahre hat das Internet vielfältige Anwendungen ermöglicht, ist jedoch an seine Grenzen gestoßen, sobald es um die Übertragung von Werten ging. Eine Übertragung von Werten war ohne teils zahlreiche Intermediäre nicht denkbar. Die Ersetzung der unterschiedlichen Systeme der verschiedenen Intermediäre durch ein einziges zentrales System kam nicht in Betracht, weil ansonsten eine Abhängigkeit von einem einzigen Anbieter entstanden wäre und man einen zentralen Angriffspunkt für eine ganze Art von Werten geschaffen hätte. Die Einführung eines dezentralen Systems scheiterte lange Zeit daran, dass sich die mehrfache Übertragung ein und desselben Werts nicht ausschließen ließ (sog. Double-Spending-Problem).³⁰ Mit dem *Bitcoin*, der auf dem

(2163); *Maume*, RDi 2023, 493 (494); *Raschner*, BKR 2022, 217 (218); *Habersack/Müller/Schlitt/Wilhelm*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.119.

²⁷ ErwGr 95 S. 3 MiCAR, s. auch *Raschner*, BKR 2022, 217 (218).

²⁸ *Möslein/Omlor/Kaulartz*, FinTech-Handbuch, 3. Aufl. 2024, § 5 Rn. 2; *Kalss/Krönke/Völkel/Krönke/Völkel*, Crypto-Assets, 2025, Einf. A Rn. 5.

²⁹ *Möslein/Omlor/Kaulartz*, FinTech-Handbuch, 3. Aufl. 2024, § 5 Rn. 2.

³⁰ *Möslein/Omlor/Kaulartz*, FinTech-Handbuch, 3. Aufl. 2024, § 5 Rn. 3 ff.

2008 unter dem Pseudonym *Satoshi Nakamoto* veröffentlichten Whitepaper³¹ beruht, wurde das Double-Spending-Problem erstmals gelöst.

Bei der Distributed-Ledger-Technologie (abgekürzt: DLT) handelt es sich um ein dezentrales Netzwerk (sog. Peer-to-Peer-Netzwerk), bei dem die Daten auf mehreren über das Internet miteinander verbundenen Rechnern gespeichert werden³². Die Nutzer des Netzwerks bilden dessen Knotenpunkte (sog. Nodes);³³ die Summe aller Knotenpunkte bildet das Peer-to-Peer-Netzwerk³⁴. Dabei lässt das Netzwerk nur Hinzufügungen, aber keine Löschungen zu, sodass ein Eintrag nur durch einen gegenläufigen Eintrag rückgängig gemacht werden kann.³⁵ Anders als bei einem zentralen System werden bei der DLT die Transaktionen durch die Netzwerkteilnehmer selbst freigegeben und verwaltet.³⁶ Bei der Blockchain-Technologie handelt es sich um einen Unterfall der DLT.³⁷

Für die Übertragung eines Werts von einem auf einen anderen Netzwerkteilnehmer muss die Transaktion in einem ersten Schritt durch eine Signatur verifiziert werden, um die Daten in einem zweiten Schritt in alle Kopien auf dem Netzwerk zu übernehmen. Für die Signatur einer Transaktion wird das sog. Public-/Private-Key-Prinzip genutzt, mit dem sichergestellt wird, dass nur der Inhaber den Wert transferieren kann und nur der Empfänger die Transaktion entschlüsseln kann. Jeder Teilnehmer des Netzwerks enthält ein Schlüs-

³¹ Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (Stand: 08.08.2025).

³² Birne, Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-TOKEN, 2023, S. 9; Maume/Maute/Fromberger/Zimmermann, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 1 Rn. 1; v. Hülst, Absoluter Schutz von Blockchain-TOKEN, 2023, S. 11; Kalss/Krönke/Völkel/Kalss/Völkel, Crypto-Assets, 2025, Einf. A Rn. 10; Kaulartz, CR 2016, 474 (475); Kleinert/Mayer, EuZW 2019, 857 (858); Paulus, JuS 2019, 1049 (1049); Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.7.

³³ Birne, Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-TOKEN, 2023, S. 9; Maume/Maute/Fromberger/Zimmermann, Rechtshandbuch Kryptowerte, 2020, § 1 Rn. 7; P. Koch, ZBB 2018, 359 (360); Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.7.

³⁴ Birne, Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-TOKEN, 2023, S. 9.

³⁵ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Eckhold/Schäfer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Aufl. 2024, § 17 Rn. 5; P. Koch, ZBB 2018, 359 (360).

³⁶ Birne, Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-TOKEN, 2023, S. 12.

³⁷ Birne, Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-TOKEN, 2023, S. 5; Grimm/Kreuter, AG 2023, 177 (179); Hahn/Wilkens, ZBB 2019, 10 (12); Skauradszun, AcP 221 (2021), 353 (358); Habersack/Mülbert/Schlitt/Wilhelm, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2025, Rn. 20.7.

Sachregister

- Analogie 51, 80, 87 f., 133 ff., 160, 165 ff., 194, 204, 252 ff., 290 f., 308 f., 324, 330
- Anbieter 146 ff.
- Andere Kryptowerte als vermögenswertreferenzierte Token oder E-Geld-Token 18, 95, 102
- Anlagestimmung 175 f., 179 ff.
- Anscheinsbeweis 179 f., 181 ff.
- Anspruchsberechtigter *siehe* Inhaber des Kryptowerts
- Anspruchsgegner 102 ff., 145 ff., 324
- Anspruchsgrundlage 27, 103 ff., 191, 196, 209 f., 214 f., 246
- Anwendungsbereich 90 ff., 103
- Persönlich 90 ff.
 - Sachlich 94 ff.
 - Räumlich 100 ff.
- Äquivalenzgrundsatz 178, 186, 223, 231
- Aufklärungsrichtiges Verhalten 176 f., 181 ff., 313, 324
- Aufsichtsorgan 148 ff., 202 f., 204 f., 247 ff., 324
- Außenhaftung 148 ff., 324, 327
- Ausweichklausel 291 ff.
- Autonome Auslegung 54 f., 92, 178 ff., 193 ff., 200, 207, 218 f., 220 ff., 230, 261, 265, 267 f., 275, 288
- Betreiber einer Handelsplattform 146 ff., 247 ff.
- Beurteilungsmaßstab 115 ff.
- Beurteilungszeitpunkt 112 ff.
- Beweislast 169 ff., 209 f., 227, 324
- Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung 76 ff., 297 ff., 317 f.
- Cheapest cost avoider 21 f.
- Currency Token 14 f., 24, 64 ff., 73, 96 ff., 227 f., 310
- Deliktische Anspruchsgrundlagen 300 ff., 318 ff.
- Disclaimer 86, 100 f.
- Distributed-Ledger-Technologie (DLT) 10 ff., 99, 263, 272
- Effektivitätsgrundsatz 178, 186 f., 223, 231, 255
- Effizienz des Kapital-/Kryptowerte-marktes 20 ff., 47, 58, 170 ff., 197 ff.
- E-Geld-Token 18, 95, 102
- Elektronisches Wertpapier 51
- Emittent 148, 203 f., 293 f.
- Erfolgsort 269 ff., 289 f.
- Faktisches Organ 151 ff., 332
- Finanzinstrument 19, 35 ff., 96 ff.
- Fraud-on-the-market-Theorie 171 ff.
- Geo-Blocking 101
- Gerichtsstandsvereinbarung 276 f.
- Gesamtschuld *siehe* Schuldnermehrheit
- Gutgläubiger Erwerb 50 ff.
- Haftungsausfüllung 224 ff., 326
- Haftungsausschluss/-beschränkung 211 ff., 326
- Haftungsbegründe Kausalität 125 f., 132, 168 ff., 313, 324 f.
- Handlungsort, 269 ff., 289
- Hinkende Verordnung 28, 104
- Indizienbeweis 179
- Informationen 120 ff.
- Wesentliche 123 ff.
 - Unvollständige 126 ff., 323

- Unredliche 140 ff., 323
- Unverständliche/nicht eindeutige 143 ff., 323
- Irreführende 144 f., 323
- Informationsasymmetrie 2 f., 21 ff., 47, 58, 63, 75, 158, 197
- Inhaber des Kryptowerts 164 ff., 228, 233, 324
- Ehemaliger 164 ff., 233, 324
- Zukünftiger 168, 324
- Initial Coin Offering (ICO) 1 ff., 23, 30 ff., 263, 292 f.
- Internationales Privatrecht 283 ff., 333 ff.
- Internationales Zivilprozessrecht 260 ff., 335
- Investment Token 17, 23 f., 59 f., 96 ff., 227
- Investmentvermögen 70 ff.
- Juristische Person 91 ff., 203 ff.
- Kapitalerhaltung 237 ff.
- Kausalität *siehe* haftungsbegründende Kausalität
- Konsensmechanismus 11 ff.
- Kursdifferenzschaden 171, 228 f.
- Leitungsorgan 148 ff., 201 f., 204 f., 324, 331 ff.
- Lex causae 267
- Lex fori 187, 193, 267
- Lock-up 40 f.
- Marktortprinzip 283 f., 290 f.
- Mitverschulden 229 ff., 295 f.
- Negatives Interesse 225 ff.
- Personengesellschaft 91 ff.
- Proof-of-Stake-Mechanismus 11 f.
- Proof-of-Work-Mechanismus 11
- Prospektbegriff 81 ff., 107 f.
- Rechtsfortbildung 133 ff., 164, 171, 184, 308
- Sacheigenschaft 51
- Schaden 217 ff., 288 f., 326
- Schuldnermehrheit 247 ff., 295 f., 327
- Security Token *siehe* Investment Token
- Tatsächliche Vermutung 179 f.
- Teleologische Reduktion 114, 133, 171, 213 f.
- Theorie der Anlagestimmung *siehe* Anlagestimmung
- Ubiquitätstheorie 269
- Utility Token 16, 18 f., 24, 60 ff., 96 ff., 227 f.
- Venire contra factum proprium 152 f.
- Verjährung 234 f., 254 ff., 295 f.
- Verlust *siehe* Schaden
- Vermögensanlage 73 ff.
- Vermögenswertreferenzierte Token 18, 95, 102
- Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens *siehe* Aufklärungsrichtiges Verhalten
- Verschulden 188 ff., 298, 325 f.
- Verschuldensmaßstab 193 ff., 325 f.
- Verschuldenszurechnung 203 ff., 325 f.
- Vertragsabschlusssschaden 171, 221, 225 ff.
- Verwaltungsorgan 149 ff., 324
- Vinkulierung 42 f.
- Wertpapier 28 ff.
- Whitepaperbegriff 109 f.
- Zahlungsinstrument 66 ff.
- Zulassungsantragsteller 146 ff.