

CARLO PÖSCHKE

Die zivilrechtliche Haftung für Kryptowerte-Whitepaper

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung*

47

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, 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; Rechtsreferendariat 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 Kryptowerterrecht 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: „Prüfet alles und behaltet 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>	<i>1</i>
--	----------

<i>B. Ziel der Untersuchung</i>	<i>4</i>
---------------------------------------	----------

Kapitel 1: Grundlagen	6
-----------------------------	---

<i>A. Entstehungsgeschichte und Regelungsgegenstände der MiCAR im Überblick</i>	<i>6</i>
---	----------

<i>B. Was sind Kryptowerte?</i>	<i>9</i>
---------------------------------------	----------

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>	<i>20</i>
---	-----------

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>	<i>27</i>
---	-----------

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>	<i>70</i>
<i>C. Prospektpflicht nach §§ 6 ff. VermAnlG und Prospekthaftung nach §§ 20 ff. VermAnlG</i>	<i>73</i>
<i>D. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung</i>	<i>76</i>
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>	<i>88</i>
 Kapitel 3: Die Whitepaperhaftung nach der MiCAR.....	90
<i>A. Anwendungsbereich der MiCAR, Art. 2 MiCAR</i>	<i>90</i>
I. Persönlicher Anwendungsbereich	90
II. Sachlicher Anwendungsbereich	94
III. Räumlicher Anwendungsbereich	100
<i>B. Systematik der Whitepaperhaftungsansprüche</i>	<i>102</i>
<i>C. Anwendungsbereich der Whitepaperhaftungstatbestände</i>	<i>103</i>
<i>D. Detailbetrachtung der Whitepaperhaftungsansprüche</i>	<i>103</i>
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 Schuldnern	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
-------------------------------	-----

A. Rechtspolitischer Ertrag der Untersuchung:

<i>Gesetzgebungsvorschlag</i>	321
-------------------------------------	-----

I. Änderung der MiCAR	323
-----------------------------	-----

II. Änderung der Rom II-VO	333
----------------------------------	-----

III. Änderung der Brüssel Ia-VO	335
---------------------------------------	-----

B. Rechtsdogmatischer Ertrag der Untersuchung: thesenartige

<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>	<i>1</i>
---	----------

<i>B. Ziel der Untersuchung.....</i>	<i>4</i>
--------------------------------------	----------

Kapitel 1: Grundlagen.....	6
----------------------------	---

<i>A. Entstehungsgeschichte und Regelungsgegenstände der MiCAR im Überblick</i>	<i>6</i>
---	----------

<i>B. Was sind Kryptowerte?</i>	<i>9</i>
---------------------------------------	----------

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>	<i>20</i>
---	-----------

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>	<i>27</i>
---	-----------

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>	<i>70</i>
<i>C. Prospektpflicht nach §§ 6 ff. VermAnlG und Prospekthaftung nach §§ 20 ff. VermAnlG.....</i>	<i>73</i>

<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 „Envion-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

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
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 Anlagestimmung 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 Schuldnern	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 Marktortprinzip	290
c) Keine offensichtlich engere Verbindung zum Marktort 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 KMAG	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>	<i>321</i>
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>	<i>335</i>
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
DelVO	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 Gesellschaftsrecht
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 Quaterly Journal of Economics
Rating-VO	Ratingagenturenverordnung
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RD <i>i</i>	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 Marktauf- sichtsbehörden-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 Wirtschafts- recht
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 erlösten. 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 kryptographischer 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 *Zetzsche, 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 entwickle 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 *Zetzsche/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 vermen-gen. Sofern Regelungen aus rechtspolitischen Gründen kritisiert werden, sollen Vorschläge unterbreitet werden, wie der Ordnungsgeber 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 Gesetzgebungsvorschläge 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 Kommission, 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*, RD i 2022, 461 (462); *Möslein*, 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. Vollumfängliche 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, RD i 2022, 461 (462).

¹² Maume, RD i 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, RD i 2024, 1 (5); Maume, RD i 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. Beispielsweise 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-RL¹⁷.¹⁸ 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 „genuines Kapitalmarktrecht“²¹, nicht zutreffend.²² Titel V, der sich mit Kryptowerte-Dienstleistungen auseinandersetzt, ist letztlich eine modifizierte Version der MiFID II²³.²⁴ In Titel VI, dem letzten materiell-rechtlichen Titel der MiCAR, ist ein eigenständiges Marktmissbrauchsrecht 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, RD 2024, 1 (5); Maume, RD 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, RD 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, RD 2024, 1 (6); Maume, RD 2023, 493 (494).

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

²⁶ Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Eckhold/Schäfer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Aufl. 2024, § 17 Rn. 70; Krönke, RD 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 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/Mülb-
bert/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/Krön-
ke/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-/Kryptowertemarktes 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.
- Vertragsabschlussschaden 171, 221, 225 ff.
- Verwaltungsorgan 149 ff., 324
- Vinkulierung 42 f.

- Wertpapier 28 ff.
- Whitepaperbegriff 109 f.

- Zahlungsinstrument 66 ff.
- Zulassungsantragsteller 146 ff.