

Kryptoaktien

Erweiterung des eWpG durch
das Zukunftsfinanzierungsgesetz

Herausgegeben von

Florian Möslein und Sebastian Omlor

Mohr Siebeck

Florian Mösllein ist Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRD) an der Philipps-Universität Marburg.
oreid.org/0000-0002-6733-6102

Sebastian Omlor ist Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht und Rechtsvergleichung sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRD) an der Philipps-Universität Marburg.

Diese Publikation wurde durch den Open-Access-Publikationsfonds der Philipps-Universität Marburg gefördert.

ISBN 978-3-16-163375-1 / eISBN 978-3-16-163488-8
DOI 10.1628/978-3-16-163488-8

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.dhb.de> abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2024. www.mohrsiebeck.com

© Florian Mösllein, Sebastian Omlor (Hg.); Beitrag: jeweiliger Autor/jeweilige Autorin.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International“ (CC BY 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung der jeweiligen Urheber unzulässig und strafbar.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

VORWORT

Mit Inkrafttreten des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG), das am 17. November 2023 vom Deutschen Bundestag verabschiedet worden ist und dem der Bundesrat am 24. November 2023 zugestimmt hat, erfasst das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) künftig neben elektronischen Schuldverschreibungen auch elektronische Aktien. Zumindest Namensaktien können nach der neuen Gesetzesfassung fortan auch als Kryptoaktien begeben werden, während Inhaberaktien nur – aber immerhin – als Zentralregisterwertpapiere zugelassen sind. Mit der Einführung elektronischer Aktien und der zumindest teilweise Ermöglichung von Kryptoaktien hebt der deutsche Gesetzgeber einen Geburtsfehler des eWpG, der schon seit der Diskussion um die Entwurfsfassungen des ursprünglichen Gesetzes im Jahr 2021 vielfach kritisiert worden war. Der Sammelband „Elektronische Wertpapiere“ (hrsg. von Omlor/Mösllein/Grundmann, Mohr Siebeck 2021), gleichsam der Vorläufer zum vorliegenden Band, legt von der damaligen Debatte hinreichend Zeugnis ab.

Auf ganz ähnliche Weise wie bereits damals haben wir uns auch diesmal zum Ziel gesetzt, das (Reform-)Gesetzgebungsverfahren wissenschaftlich zu begleiten. Aus diesem Grund haben wir am 15. Mai 2023 eine interdisziplinäre Tagung veranstaltet, wiederum in der Hessischen Landesvertretung in Berlin, in deren Mittelpunkt der im April 2023 vom Bundesministerium der Finanzen und vom Bundesministerium der Justiz vorgelegte Referentenentwurf des ZuFinG stand. Die Veranstaltung wurde in bewährter Weise von unserem Marburger Institut für das Recht der Digitalisierung (IRD) organisiert, diesmal in Kooperation mit der Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFi)“ des hessischen Zentrums verantwortungsbewusste Digitalisierung (ZEVEDI). Die Vorträge dieser Tagung bilden in gründlich überarbeiteter Fassung und insbesondere unter Berücksichtigung des am 16. August 2023 veröffentlichten Regierungsentwurfs die Grundlage des vorliegenden Sammelbandes. In bewährter Weise erscheint er wiederum in der Schriftenreihe zum Recht der Digitalisierung im Mohr Siebeck-Verlag. Im Vergleich zum Regierungsentwurf tritt das ZuFinG mit nur marginalen – und in dieses Werk bereits eingearbeiteten – Änderungen in Kraft, jedenfalls im Hinblick auf die Reform des eWpG. Somit legen wir mit diesem Sammelband die erste gebündelte Publikation zum neuen eWpG und insbesondere zum Recht der Kryptoaktien vor.

Der Band enthält sieben Einzelbeiträge. Diese Beiträge liefern neben einer fundierten Darstellung der gesetzgeberischen Neuernungen und ihrer Querbezüge zu sachnahen Materien des geltenden Rechts auch eine Einordnung des Regellungsgegenstandes in einen breiteren gesetzgeberischen, aber auch internationalen und interdisziplinären Zusammenhang. Die Beiträge zu den gesellschafts-

kapitalmarkt- und wertpapierrechtlichen Fragestellungen elektronischer Aktien aus der Feder von *Julia Libke*, *Dörte Poelzig* und *Florian Möslein* bilden im Hinblick auf die künftige Rechtsanwendung das Herzstück dieses Bandes. Für die künftige Rechtsgestaltung wird der Beitrag von *Gerald Reger* eine wichtige Hilfestellung bieten, der nämlich die Perspektive der Kautelarpraxis ergänzt. Drei weitere Beiträge beleuchten schließlich den so wichtigen entstehungsrechtlichen, unionsrechtlichen und interdisziplinären Kontext, indem sie Kryptotoakten in einen breiteren Zusammenhang stellen. So erläutert der Beitrag von *Kaspar Krolop* die grundlegende gesetzgeberische Konzeption der Reform, indem er insbesondere die Einbettung der Neuerungen des eWpG ins ZuFinG thematisiert. Die Einführung von Kryptotoakten steht zudem in einem breiteren internationalen Kontext; insbesondere bestehen zahlreiche Querbezüge zur Kodifikation des Krypto-Rechts auf europäischer Ebene durch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), die am 31. Mai 2023 verabschiedet worden ist. Diese Zusammenhänge werden im Beitrag von *Francesco Paolo Patti* aus internationaler Perspektive ausführlich beleuchtet. Nicht zuletzt lässt sich die Gesetzesreform auch als Teil eine Innovationsprozesses verstehen. Der Beitrag von *Lilith Dieterich*, *Barbara Brandl* und *Carola Westemeier* führt aus, wie die rechtlichen Vorgaben des Gesetzgebers den Innovationsprozess bestimmen und auch zentrale technologische Merkmale der Technologie erschaffen. Ausgewählte Einzelbeispiele illustrieren, wie das Recht neue Finanztechnologien und -aktuelle konturiert, namentlich Kryptowertpapierregisterführung und -verwaltung, das Korrektiv der Buchführung sowie die detaillierten Vorgaben für die Kryptografie.

Unser Dank gilt der ZEVEDI-Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFI)“ für die gewinnbringende, intensive Zusammenarbeit. Darüber hinaus möchten wir uns nachdrücklich bei allen Mitwirkenden bedanken, insbesondere unserem Institutsteam, die uns organisatorisch tatkräftig unterstützen und zugleich mit uns gemeinsam auch die Forschung zur Tokenisierung vorantreiben. In Bezug auf diesen Sammelband sind wir zudem Dr. Kira Franke stellvertretend für das gesamte Team zu Dank verpflichtet, die die redaktionelle Betreuung und Koordination übernommen hatte.

Florian Möslein/Sebastian Omlor

Marburg, im Januar 2024

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Gelittwort	1
<i>Kaspar Krolop</i> Gesetzgeberische Konzeption	3
<i>Francesco Paolo Patti</i> Europäische Perspektiven MiCAR, MiFID2, Unionsprivatrecht	21
<i>Julia Libke</i> Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie	39
<i>Dörte Poelzig</i> Elektronische Aktien im Kapitalmarktrecht	75
<i>Florian Möslein</i> Elektronische Aktien im Wertpapierrecht	93
<i>Gerald Reger</i> Elektronische Aktien in der Beratung	125
<i>Lilith Dieterich</i> , <i>Barbara Brandl</i> und <i>Carola Westemeier</i> Finanzregulierung als Innovationsprozess Die Entstehung von kryptografischen Wertpapieren	159
Autorenverzeichnis	183

Europäische Perspektiven

MiCAR, MiFID2, Unionsprivatrecht

Francesco Paolo Patti

1. Einführung¹

Mit der Einführung einer umfassenden EU-Strategie positioniert sich die Europäische Union an der Spitze der Innovation und Regulierung im Bereich des digitalen Finanzwesens.² Das sehr ehrgeizige Rahmenwerk zielt darauf ab, das Potenzial digitaler Technologien zu nutzen, um einen inklusiveren und wettbewerbsfähigeren Finanzsektor zu schaffen. Einen Eckpfeiler dieser Strategie stellt die Pilotregelung dar, mit der eine Testumgebung für Marktinfrastrukturen auf der Basis von Distributed Ledger Technologie (DLT) geschaffen werden soll.³ Ziel der Pilotregelung ist es, Innovation zu fördern, indem vorübergehende Ausnahmen von bestehenden Regeln erlaubt werden, die es den Teilnehmern ermöglichen, mit DLT in den Finanzmärkten zu experimentieren. Ergänzt wird diese Initiative durch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), die darauf abzielt, Klarheit und Rechtssicherheit für Kryptowerte zu schaffen, die derzeit nicht von der bestehenden EU-Finanzdienstleistungsgesetzgebung erfasst sind.⁴ Die MiCAR setzt sich zum Ziel, einheitliche Regelungen für Anbieter von Krypto-Dienstleistungen und Emittenten auf EU-Ebene zu etablieren, wodurch der Verbraucher- und Anlegerschutz verbessert sowie Innovation und Marktintegrität gefördert werden soll. Gemeinsam reflektieren die Pilotregelung und die MiCAR das Engagement der EU für die Entwicklung eines regulatorischen Um-

¹ Alle Internetquellen wurden zuletzt am 5. November 2023 abgerufen.

² Siehe Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Brüssel, über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU vom 24. September 2020, COM (2020) 591 final.

³ Verordnung EU 2022/858 des europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU („Pilotregelung“).

⁴ 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 (Text von Bedeutung für den EWR) („MiCAR“).

felds, das das Bedürfnis nach Innovation einerseits mit der Notwendigkeit der Wahrung der finanziellen Stabilität und des Investorenschutzes andererseits in Einklang bringt.

Die beiden oben genannten Verordnungen ergänzen das europäische Finanzrecht (insbesondere die MiFID2-Richtlinie⁵), befassen sich aber mit unterschiedlichen Problemen. Die Pilotregelung ist schließlich nur eine Verordnung zum Testen der DLT-Infrastruktur für den Austausch von Finanzinstrumenten.⁶ Ziel ist es, die Mitgliedstaaten an die neuen Technologien zu gewöhnen, um mit der Zeit die traditionellen Clearing- und Abrechnungssysteme zu ersetzen. Beide Verordnungen setzen eine klare Differenzierung der unterschiedlichen Erscheinungsformen der Kryptowerte voraus. Für beide Verordnungen gilt die allgemeine Definition eines Kryptowerts der MiCAR: „eine digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann“.⁷ Die Pilotregelung erfasst jedoch nur „DLT-Finanzinstrumente“, also Finanzinstrumente im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 15 der MiFID2, die mittels Distributed-Ledger-Technologie emittiert, verbucht, übertragen und gespeichert werden.⁸ Demgegenüber erfasst die MiCAR solche Kryptowerte, die als Finanzinstrumente anzusehen sind, ausdrücklich nicht.⁹ Aus diesem Grund hat der europäische Gesetzgeber beschlossen, Kryptowerte einen eigenen Regelungsrahmen zu widmen, der neben dem der traditionellen MiFID2 steht. Die Grenze zwischen den verschiedenen Kategorien von Kryptowerten ist jedoch in vielen Fällen schwer zu ziehen. In diesem Beitrag wird versucht, die wichtigsten Kriterien für die Abgrenzung der jeweiligen Anwendungsbereiche der neuen europäischen Vorschriften zu ermitteln. Die Lösung des Problems der rechtlichen Einstufung von Token ermöglicht es, zu verstehen, welche Regelung in welcher Konstellation anwendbar ist.

⁵ Richtlinie 2014/65/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) („MiFID2“).

⁶ *Zetsche/Woscholtz*, The DLT sandbox under the Pilot Regulation, CMLJ 2022, 212, 213; McCarthy, A Distributed ledger technology and financial market infrastructures: an EU pilot regulatory regime, CMLJ 2022, 288 ff.; *Maume/Kesper*, The EU DLT Pilot Regime for Digital Assets, ECLJ 2023, 1 ff.

⁷ Art. 3(1) Nr. 5 MiCAR.

⁸ Art. 2 Nr. 11–12 Pilotregelung.

⁹ Art. 2(4) a) MiCAR.

II. Die Klassifizierung der Kryptowerte in der EU

Die rechtliche Qualifizierung von Token ist eines der grundlegenden Probleme der DLT.¹⁰ Die Technologie bietet die Möglichkeit, Token mit unterschiedlichen Strukturen und Funktionalitäten zu gestalten und ständig wechselnde wirtschaftliche Logiken in Bezug auf die Art ihrer Ausgabe, ihrer Verteilung im Laufe der Zeit usw. zu definieren (sogenannte Tokenomics). Das Problem der rechtlichen Behandlung von Token ist somit seit jeher von einer grundlegenden rechtlichen Frage durchdrungen: Da Kryptowerte auf im Prinzip unregulierten Sekundärmärkten gehandelt und häufig zu spekulativen Zwecken erworben werden, stellt sich die Frage, inwieweit die – zum Schutz der Anleger aufgestellten – Vorschriften für traditionelle Finanzinstrumente beachtet werden sollten.¹¹

1. Unterschiede zum Ansatz des US-Rechts

Der Lösung des Problems liegt ein Dilemma zugrunde: Die Vorschriften für Finanzinstrumente sehen Anforderungen vor, die für die Akteure des Kryptomarktes schwer zu erfüllen sind. Vor allem besteht die Schwierigkeit, die Anwendung von Regeln, die für ein anderes Phänomen konzipiert wurden, auf die DLT auszuweiten und rechtliche Belastungen auf sich zu nehmen, die für Start-ups oft unerschwinglich sind, insbesondere wenn sie von jungen Entwicklern gegründet werden. Letztlich könnte die Anwendung von Marktregeln zu einem entscheidenden Hindernis für die Entwicklung neuer Technologien führen.

In den Vereinigten Staaten betreffen die meisten Fragen die Anwendung des Securities Exchange Act von 1934 auf Token (folglich des sogenannten *Howey-Tests*¹²). Dem jüngsten Ansatz der Securities and Exchange Commission (SEC)

¹⁰ Siehe insbesondere *Amuniziatu*, Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings, BLS 2636561, 6.

¹¹ Siehe allgemein *DeFilippis/Wright*, Blockchain and the Law. The Rule of Code, HUP 2018, 89 ff.; *Johnstone*, Rethinking the Regulation of Cryptoassets. Cryptographic Consensus Technology and the New Prospect, 2021, 83 ff., wo darauf hingewiesen wird, dass die ersten Regulierungsansätze Krypto-Assets auf bereits im Finanzrecht bekannte Kategorien wie Währung, Wertpapiere und Waren beziehen.

¹² Siehe insbesondere SEC, Release No. 81207/July 25, 2017, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934; The DAO, S. 17. Siehe dazu *Hanning*, The Howey Test: Are Crypto-Assets Investment Contracts?, UoMBLR 2018, 51 ff.; *Hendersohn/Raskin*, A Regulatory Classification of Digital Assets: Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets CBLR 2019, 443 ff.; *Dell'Erba*, in: *Maume/Maute/Fromberger* (Hrsg.), The Law of Crypto Assets, 2022, 523, 528 ff., in dem die vier Elemente ausführlich beschrieben werden, die in der Entscheidung des Obersten Gerichtshofs der USA vom 27.5.1946 – SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.293, 299 – herausgearbeitet hat, die den Test dafür bilden, ob eine Kryptoaktivität ein Wertpapier im spezifischen Sinne eines investment contract darstellt. Für einen Vergleich mit dem europäischen Rechtsrahmen vor der MiCAR Verordnung, siehe *Maume/Fromberger*, Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws, CJoLL 2019, 548 ff. insbesondere 572 ff.

zufolge scheint es, wenn auch auf Einzelfallbasis, nicht viele Token zu geben, die der Wertpapierdisziplin entgegen können.¹³ Auf Grundlage des Falls Howey geht die US-Behörde davon aus, dass die Übertragung von Token einen Anlagevertrag darstellt. Der Ansatz der SEC ist jedoch nicht ohne Kritik geblieben und scheint durch die jüngste Entscheidung im Fall Ripple¹⁴ überholt worden zu sein. In jedem Fall ist die Abgrenzung zwischen Token, die securities darstellen, einerseits und anderen Token andererseits in Ermangelung von spezifischen Regelungen sehr komplex. Die Unsicherheit hat zu regulatorischem Druck auf den Markt geführt, und das aggressive Vorgehen der SEC nach dem Zusammenbruch der „FTX“-Krypto-Börse hat unter den Branchenteilnehmern große Besorgnis hervorgerufen.¹⁵

Im Vergleich zum US-Recht unterscheidet sich das neue europäische Regelungsumfeld grundlegend. Zunächst ist anzumerken, dass für die Anwendung der Finanzmarktvorschriften in MiFID2 der zentrale Begriff „übertragbare Wertpapiere“ ausdrücklich auf der Grundlage regulatorischer Leitlinien definiert und nicht dem Ermessen der Rechtsprechung überlassen wird.¹⁶ Darüber hinaus – und das ist der wesentliche Unterschied zu den Vereinigten Staaten – enthält die MiCAR nun Regelungen, die sich „positiv“ mit solchen Token befassen, die nicht von den Finanzmarktregeln erfasst werden; so sind etwa neue und teilweise andere Regelungen als die der MiFID2 vorgesehen, sowie andere Regelungen als die der Prospektverordnung, die für das öffentliche Angebot oder die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt gilt (sogenannte „Prospektverordnung“).¹⁷ Die MiCAR löst das oben beschriebene Dilemma jedoch nicht auf, da die Grenzen des Anwendungsbereichs der Verordnung nicht genau definiert sind. Mit anderen Worten: Die neue europäische Verordnung löst das Problem der korrekten rechtlichen Einordnung von Token leider nicht vollständig.

¹³ Pan, SEC's Gensler Reiterates 'Proof-of-Stake' Crypto Tokens May Be Securities, 16. März 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-15/sec-s-gary-gensler-signals-tokens-like-ether-are-securities#xj4y7vzkq>.

¹⁴ United States District Court – Southern District of New York, 13. Juli 2023, SEC v. Ripple Labs et al., 20 Civ. 10832 (AT), wo Richterin Analisa Torres in ihrer Stellungnahme erklärt, warum programmatische sales auf dem Sekundärmarkt von Ripple-Token keinen Anlagevertrag darstellen.

¹⁵ Huang, Why Did FTX Collapse? Here's What to Know, 10. November 2022, <https://www.nytimes.com/2022/11/10/technology/ftx-binance-crypto-explained.html>.

¹⁶ Art. 4(1) Nr. 44) MiFID2. Übertragbare Wertpapiere stellen die wichtigste Unterart der in Art. 4(1) (15) MiFID genannten Finanzinstrumente dar. Zur Umsetzung in italienisches Recht siehe *Ammunziata*, Il recepimento di MiFID II: Uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità, RDS 2018, 1100 ff.

¹⁷ 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 veröffentlichten ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG Text von Bedeutung für den EWR. Diese Verordnung gilt auch für öffentliche Angebote von Investment-Token: zu den Anwendungsproblemen der Verordnung siehe *Maurer*, Initial Coin Offerings and EU Prospectus Disclosure, EBLR 2020, 185 ff.

2. Abgrenzung des Anwendungsbereichs zwischen MiCAR und MiFID2

Hinsichtlich des Anwendungsbereichs der MiCAR ist – wie oben gesehen – die Regel der Ausgangspunkt, dass die Verordnung nicht für Kryptowerte gilt, die unter die Definition von Finanzinstrumenten oder anderen Positionen oder Produkten fallen, die durch Vorschriften des Finanzsektors geregelt sind.¹⁸ Die MiCAR gilt also nur für Kryptowerte, die nicht als Finanzinstrumente eingestuft werden. Kryptowerte, die Finanzinstrumente enthalten (sogenannte Security Tokens), unterliegen hingegen anderen Regelungen; insbesondere – hier interessant – der MiFID2, der Prospektverordnung und der Pilotregelung.

Eine zweite Ebene der Taxonomie betrifft nur die Token, die nicht als Finanzinstrumente eingestuft werden und somit unter die betreffende Regelung fallen. Insofern sieht die MiCAR neben der oben erwähnten allgemeinen Definition drei verschiedene Kategorien von Kryptowerten vor: Utility Token,¹⁹ vermögenswertereferenzierte Token²⁰ und E-Geld-Token.²¹ Darüber hinaus ist noch die Existenz einer weiteren Kategorie von Kryptowerten zu bejahen, bei denen es sich zwar nicht um Finanzinstrumente handelt, die aber auch nicht in eine der drei von der MiCAR definierten Token-Kategorien fallen. Für das Vorhandensein einer solchen Restkategorie spricht schon die in Titel II der MiCAR enthaltene Regelung „von anderen Kryptowerten als vermögenswertereferenzierten Token oder E-Geld-Token“, die sich nicht ausschließlich auf Utility Token zu beziehen scheint.²² Kryptowerte, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind (sogenannte „NFTs“), werden hingegen ausdrücklich vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgeschlossen.²³

¹⁸ Art. 2(4) MiCAR.

¹⁹ Art. 4(1) Nr. 9 MiCAR: „einen Kryptowert, der ausschließlich dazu bestimmt ist, Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, die von seinem Emittenten bereitgestellt wird“.

²⁰ Art. 4(1) Nr. 6 MiCAR: „einen Kryptowert, der kein E-Geld-Token ist und dessen Wertstabilität durch Bezugnahme auf einen anderen Wert oder ein anderes Recht oder eine Kombination davon, einschließlich einer oder mehrerer amtlicher Währungen, gewahrt werden soll“.

²¹ Art. 4(1) Nr. 7 MiCAR: „einen Kryptowert, dessen Wertstabilität unter Bezugnahme auf den Wert einer amtlichen Währung gewahrt werden soll“.

²² Erwägungsgrund 18 MiCAR: „Bei der dritten Art schließlich handelt es sich um andere Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token; sie umfasst eine große Bandbreite an Kryptowerten einschließlich Utility-Token“. Darüber hinaus enthält Titel II spezifische Vorschriften, die nur für Utility-Token gelten. Diese Unterscheidung wird von *Maurer*, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, ECFR 2023, 244, 254, nicht nachvollzogen. Ebenso *Tomczak*, Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation, CMLJ 2022, 381.

²³ Art. 2(3) MiCAR. Eine wichtige Klarstellung findet sich jedoch in Erwägungsgrund 11: „Die Teilantelle an einem einmaligen und nicht fungiblen Kryptowert sollten nicht als einmalig und nicht fungibel gelten. Die Ausgabe von Kryptowerten als nicht fungible Token in einer großen Serie oder Sammlung sollte als Indikator für ihre Fungibilität betrachtet werden.“

In dem so skizzierten Rahmen ist die Unterscheidung zwischen Utility Token und Security Token, die in der Literatur häufig diskutiert wird²⁴ und in verschiedenen Rechtssystemen vorhanden ist,²⁵ von grundlegender Bedeutung. Nach Ansicht eines Autors ist die Regel, nach der die MiCAR nur Kryptowerte reguliert, die nicht als Finanzinstrumente gelten, als Eingeständnis in zweifacher Hinsicht zu deuten: dahingehend, dass die konzeptionelle Architektur des Regelungsrahmens fragil ist, sowie ferner, dass die Grenze, die den Anwendungsbereich der MiCAR von dem traditionellen Märkte trennt, stark flüchtig ist.²⁶ Die Grenze zwischen Token, die unter MiCAR fallen, und Finanzinstrumenten kann in der Tat schwer zu ziehen sein. Diesbezüglich werden in den Erwägungsgründen der MiCAR der Grundsatz „gleiche Tätigkeit, gleiche Risiken, gleiche Regeln“ sowie der Grundsatz der „Technologieneutralität“ dargelegt, wonach „Kryptowerte, die in den Anwendungsbereich bestehender Gesetzgebungsakte der Union zu Finanzdienstleistungen fallen, auch künftig nicht durch diese Verordnung, sondern durch den bestehenden Rechtsrahmen geregelt werden, und zwar unabhängig davon, welche Technologie für ihre Ausgabe oder ihre Übertragung verwendet wird“.²⁷ Der Erwägungsgrund selbst gibt jedoch keinen Hinweis, von welchen

Die alleinige Zuweisung einer eindeutigen Kennung zu einem Kryptowert reicht nicht aus, um diesen als einmalig und nicht fungibel einzustufen. Damit der Kryptowert als einmalig und nicht fungibel gelten kann, sollten die dargestellten Werte oder Rechte ebenfalls einmalig und nicht fungibel sein. Der Ausschluss von einmaligen und nicht fungiblen Kryptowerten aus dem Anwendungsbereich dieser Verordnung verhindert nicht, dass solche Kryptowerte als Finanzinstrumente gelten können. Diese Verordnung sollte auch auf Kryptowerte Anwendung finden, die zwar dem Anschein nach einmalig und nicht fungibel sind, deren De-facto-Merkmale, die mit ihren De-facto-Verwendungszwecken zusammenhängen, sie aber fungibel oder nicht einmalig machen würden. In diesem Zusammenhang sollten die zuständigen Behörden bei der Bewertung und Einstufung von Kryptowerten die wirtschaftliche Betrachtungsweise wählen, wonach die Merkmale des jeweiligen Kryptowerts und nicht die Ausweisung durch den Emittenten ausschlaggebend für seine Einstufung sind“.

²⁴ *Kaaf, Securities Versus Utility Tokens*, *Mini Law Rev* 22–15, <https://ssrn.com/abstract=4021599>.

²⁵ Siehe insbesondere die Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs), die am 16. Februar 2018 in der Schweiz von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) veröffentlicht wurden, in denen zwischen „Utility Token“ und „Asset Token“ unterschieden und festgelegt wird, dass nur letztere als Wertpapiere behandelt werden. Zur Schweizer Regulierung siehe *Homsy*, in: Kraus/Obrist/Hari (Hrsg.), *Blockchain, Smart Contracts, Decentralised Autonomous Organisations and the Law*, 2019, 163 ff.; *Reymond*, *Swiss Law on Financial Market Infrastructures as applied to Crypto Token Exchanges*, IBLJ 2021, 215 ff.

²⁶ So *Cian*, *La nozione di cripto-attività nella prospettiva del MiCAR*. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno, *Odec* 2022, 60. Kritisch auch Paracampo, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra midifidazione della MiCA e tokenizzazione della MiFid*, 2023, 7 f.; *Maume* (Fn. 22), 251, der feststellt, dass die MiCAR zwar als Sonderregelung gegenüber der MiFID2 konzipiert ist, in ihren einzelnen Regelungslösungen aber im Wesentlichen die europäischen Regeln für Finanzinstrumente aufgreift.

²⁷ Erwägungsgrund 9 MiCAR.

entscheidenden Elementen die Unterscheidung zwischen den verschiedenen Kategorien von Token abhängen soll.

In jedem Fall scheint die bereits erwähnte „Fluidität der Grenzen“ unvermeidlich zu sein. Sobald der Grundsatz der Technologieneutralität akzeptiert ist, scheint es nicht möglich zu sein, die Anglegenheit anders zu regeln. Die Flexibilität, die die Kryptotechnologie bietet, erlaubt es nicht, genau zu bestimmen, unter welchen Voraussetzungen ein bestimmter Token unter die MiCAR fallen sollte. Unbeschadet der Tatsache, dass die zuständigen Behörden Leitlinien herausgeben werden²⁸ und dass die rechtliche Einstufung von einer Einzelfallprüfung abhängt, wird im Folgenden versucht, die charakteristischen Merkmale von Utility-Token und allgemeiner von Token, die unter die Regelung des Titels II der MiCAR fallen, zu bestimmen.

III. Auf der Suche nach Kriterien für die rechtliche Qualifikation der Kryptowerte

Die in der MiCAR vorgesehenen Kategorien von Token werfen Probleme bei ihrer Qualifizierung und Abgrenzung auf. Diesbezüglich wurde festgestellt, dass die größten Schwierigkeiten bei der Koordinierung mit dem Kapitalmarktrecht zweifellos im Zusammenhang mit den Utility-Token auftreten.²⁹ Freilich schließt die bloße Bezeichnung „Utility-Token“ durch den Emittenten oder den Anbieter eine anders lautende Qualifizierung nicht aus, noch schließt sie aus, dass der Token selbst als Finanzinstrument angesehen wird.

1. Titel II-Token, Utility-Token und mehr

Bei der Rekonstruktion einer Methode zur Qualifizierung von Token muss berücksichtigt werden, dass Utility-Token nicht die einzigen Kryptowerte sind, die die Merkmale eines Finanzinstruments nicht aufweisen. Neben vermögenswertereferenzierten Token und E-Geld-Token werden Utility Token in der MiCAR als Unterkategorie von Kryptowerten des Titel II dargestellt, auf die die MiFID2-Vorschriften nicht anwendbar sind. Daraus ergibt sich eine wichtige Konsequenz: Um zu bestimmen, wann ein Token den Vorschriften der MiFID2 un-

²⁸ Dies ist ausdrücklich in Art. 2(5) MiCAR vorgesehen, wonach die ESMA Leitlinien entwickeln muss, um zu bestimmen, wann Krypto-Assets Finanzinstrumente darstellen. Darüber hinaus kann die Kommission gemäß Art. 3(2) MiCAR delegierte Rechtsakte erlassen, um die Bedeutung bestimmter in der Verordnung enthaltener Definitionen zu klären, einschließlich jener, die sich auf Token beziehen.

²⁹ *Cian* (Fn. 26), 68. In diesem Sinne auch *Zickgraf*, in: *Maume/Maure/Fromberger* (Hrsg.), *The Law of Crypto Assets*, 2022, 122 f., 174, 201: „The qualification and handling of utility tokens under capital markets has proven to be the most controversial and complex issue“.

terliegt, muss auch die Definition eines Finanzinstruments geprüft werden, d.h. es muss ausgeschlossen werden können, dass der Token ein Finanzinstrument im Sinne der MiFID2 darstellt.³⁰

Damit unterscheidet sich die europäische Regelung in dieser Hinsicht zunächst wesentlich von der US-amerikanischen Regelung. Bei näherer Betrachtung stellen Utility-Token im Kontext der breiten Kategorie von Kryptowerten, die der MiCAR unterliegen, im Vergleich zum US-amerikanischen Rechtssystem jedoch ein starkes Unterscheidungsmerkmal dar, denn die einschlägige Verordnung legt insoweit – positiv formuliert – Anforderungen fest, die einen Kryptowert von der Erfüllung der Anforderungen eines Finanzinstruments ausschließen. Es ist daher von grundlegender Bedeutung, festzulegen, wann Kryptowerte als Utility-Token zu qualifizieren sind.

2. Merkmale von Utility-Token

Utility-Token verleihen lediglich ein Recht auf Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung. In diesem Punkt hatte die Rechtswissenschaft bereits vor Veröffentlichung der MiCAR darauf hingewiesen, dass die Token-Kategorie zweideutig ist. Der Begriff der Ware oder Dienstleistung führt dazu, dass das Phänomen durch die Linse des Verbraucherschutzes betrachtet wird, während die Betonung der Kapitalbeschaffung mittels ICO dazu führt, dass die Vorschriften des Finanzmarktrechts für angemessener gehalten werden. Es ist kein Zufall, dass vor dem Inkrafttreten der MiCAR erklärt wurde, dass in Fällen, in denen die Ware oder Dienstleistung zur Zeit des ICO noch nicht zugänglich war, die Regelung der Finanzinstrumente als Referenz dienen solle. In Ermangelung eines nutzbaren Gutes oder einer nutzbaren Dienstleistung hätte die Auflösung der Informationsasymmetrie den Emittenten und seine Fähigkeit betroffen, seine wirtschaftliche Tätigkeit zu den zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots versprochenen Bedingungen zu entwickeln. Wäre die Ware oder Dienstleistung hingegen bereits auf dem Markt erhältlich gewesen, hätte sich die Situation nicht von derjenigen unterschieden, die normalerweise Verträge kennzeichnet, an denen ein Verbraucher beteiligt ist und bei denen sich der Schutz auf die Eigenschaften der Ware oder Dienstleistung konzentriert.³¹ Diese Unterscheidung wird im schweizerischen Rechtsrahmen in den FINMA-Richtlinien bestätigt, in denen klargestellt wird, dass der Utility-Token nur dann nicht als Finanzinstrument (rechter Asset Token)

³⁰ Siehe insbesondere *Cian* (Fn. 26), 59 ff., der von der Definition des Finanzinstruments ausgeht, um die grundlegenden Merkmale von Kryptowerten zu bestimmen.

³¹ Siehe *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, ECFR 2018, 675: „It is undeniable that even in this constellation, information asymmetries will often arise between issuers and buyers. However, these asymmetries typically do not relate to financial, but rather to functionality and consumption risks“.

anzusehen ist, wenn die Ware oder Dienstleistung zum Zeitpunkt des ICO zugänglich ist.³²

Die MiCAR folgt dieser Logik im Grundsatz, sieht im Einzelnen aber eine andere Regelung vor: Bezieht sich das Angebot auf einen Utility-Token, der Zugang zu einem bestehenden oder in Betrieb befindlichen Vermögenswert oder zu einer Dienstleistung vermittelt,³³ gelten die in Titel II enthaltenen Regeln für das öffentliche Angebot von Kryptowerten nicht – anders als vermögenswertereferenzierten Token oder E-Geld-Token. Insbesondere besteht keine Verpflichtung zur Veröffentlichung des Whitepapers. Wie bereits argumentiert wurde, ist die Ausnahme angesichts des engen Zusammenhangs mit einer bestehenden Ware oder Dienstleistung gerechtfertigt, und in solchen Fällen wird davon ausgegangen, dass der Kauf des Kryptowerts nicht geeignet ist, einen finanziellen Wert anzunehmen.³⁴ Die unmittelbare Verfügbarkeit der Ware oder Dienstleistung ermöglicht es, den Charakter der Finanzierbarkeit auszuschließen und Utility-Token den Vorschriften für Verbraucherverträge zu unterwerfen. Darüber hinaus gilt die Ausnahme nicht, wenn der Anbieter in einer Mitteilung seine Absicht bekannt gibt, die Zulassung zum Handel zu beantragen.³⁵

Aus diesem Grund wurde vor Einführung der MiCAR die Auffassung vertreten, dass die Möglichkeit des Zugangs zu der Ware oder Dienstleistung zum Zeitpunkt des ICO den Charakter eines Finanzinstruments ausschließt.³⁶ Im Rahmen der neuen europäischen Gesetzgebung ist stattdessen nicht der Umstand, dass der mit dem Token verbundene Nutzen zum Zeitpunkt des Angebots nicht verfügbar ist, ausschlaggebend für die Einstufung des Tokens als Finanzinstrument, sondern die Anwendung der in Titel II der MiCAR enthaltenen Vorschriften, insbesondere die Verpflichtung zur Meldung und Veröffentlichung des Whitepapers.³⁷

In Bezug auf die Merkmale von Token ist zunächst festzuhalten, dass die Möglichkeit eines Tokenhandels auf dem Sekundärmarkt und die potenzielle Volatilität des Kaufpreises für die rechtliche Qualifikation nicht relevant sind. Die MiCAR sieht eine Regelung vor, die die Zulassung von Kryptowerten zum Handel ermöglicht. Angesichts der neuen Regelung wäre es daher nicht sinnvoll, wie schon in der Vergangenheit³⁸ die Handelbarkeit auf dem Sekundärmarkt als

³² Siehe FINMA (Fn. 25), 3: „These tokens do not qualify as securities only if their sole purpose is to confer digital access rights to an application or service and if the utility token can already be used in this way at the point of issue“.

³³ Art. 4(3)(c) MiCAR.

³⁴ Die zitierten Bemerkungen stammen von *Frigenti*, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA*, *Odcc* 2022,

34.

³⁵ Art. 4(4) MiCAR.

³⁶ *Zitگرچہ* (Fn. 29), 202 f.

³⁷ Siehe dazu unten III.6.

³⁸ Siehe insbesondere in Bezug auf die Qualifizierung als „Finanzprodukt“ (prodotto finanziario) *Sander*, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, 2022, 50 ff. Siehe auch *Incutti*, „Initial

entscheidendes Element für die rechtliche Qualifizierung von Token zu betrachten. Die MiCAR führt gerade zur rechtlichen Anerkennung eines Marktes für Krypto-Assets in Parallele zur MiFID2-Regelung.

Um als Utility-Token zu gelten, muss dessen Emittent eine Ware oder eine Dienstleistung bereitstellen. Das Gut oder die Dienstleistung muss nicht unbedingt digital sein; der Token könnte auch den Zugang zu einem Gut oder einer Dienstleistung in der analogen Welt ermöglichen. Darüber hinaus ist nicht festgelegt, ob die Verwendung des Tokens – und damit die „Inanspruchnahme“ des Nutzens – dazu führen sollte, dass der Token aufgebraucht, übertragen oder gelöscht wird. Der Zugang zu der Ware oder Dienstleistung könnte also auch denjenigen gewährt werden, die den Token oder eine bestimmte Anzahl von Token dauerhaft im Digital Wallet halten.

3. Token mit mehreren Funktionen

Die MiCAR bestimmt allerdings nicht, welche Regelung in solchen Fällen gilt, in denen dem Token eine sogenannte „gemischte“ Funktion zugeschrieben werden kann.³⁹ Die Verwendung des Wortes „ausschließlich“ in der Legaldefinition könnte zu der Annahme verleiten, dass bei Vorhandensein weiterer Funktionen, die dem Token zugeschrieben werden können, eine Einstufung als Utility-Token nicht mehr zulässig ist. Diese Auslegung scheint jedoch nicht korrekt zu sein. Erstens schreibt die MiCAR selbst den Token eine zusätzliche Funktion zu, die über den bloßen Zugang zu der Ware oder Dienstleistung hinausgeht, nämlich die Handelbarkeit auf dem Sekundärmarkt. Darüber hinaus wäre es wenig sinnvoll, eine sehr strenge Auslegung der funktionalen Merkmale des Tokens zu bevorzugen, da Token mit zusätzlichen Funktionen, die über den Zugang zur Ware oder Dienstleistung hinausgehen, in jedem Fall in die breitere Kategorie der „anderen Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token oder E-Geld-Token“ einzuordnen wären, für die wiederum zwingend die Vorschriften des Titels II gelten. In diesem Sinne erscheint es plausibel, dass die einzige gemischte Funktion, die für den Ausschluss aus dem Anwendungsbereich der MiCAR relevant ist, ein Element der Finanzierbarkeit sein muss, durch die der Token in die Kategorie der Finanzinstrumente außerhalb des Anwendungsbereichs der MiCAR einzuordnen wäre.⁴⁰ Mit anderen Worten: Fälle von Token mit hybriden Konnotationen, die auf halbem Weg zwischen Utility-Token und Security-Token liegen, sollten besondere Bedeutung erlangen. Es ist kein Zufall, dass einige Rechtsordnungen im Bereich der Regulierung von Kryptowerten, wie z. B. die

Schweiz, unter diesen Umständen stets die Konnotation als Finanzinstrument als vorherrschend ansehen.⁴¹

Bei dem Versuch, eine Lösung aufzuzeigen, muss berücksichtigt werden, dass im europäischen Kontext die Alternative zwischen tokenisierten Finanzinstrumenten und anderen Kryptowerten weit weniger „dramatisch“ ist als in anderen Rechtssystemen. In der Tat spiegelt die Alternative kein „Alles oder Nichts“ in Bezug auf den Schutz des Käufers wider, sondern eher eine Wahl zwischen zwei ähnlichen Regelungen auf der Grundlage eines Offenlegungsdokuments (Prospekt oder Whitepaper), dem ein potenzieller Haftungsfall für den Emittenten oder den Anbieter beigefügt ist. Die Regelung des Whitepapers weist Ähnlichkeiten mit derjenigen des Prospekts⁴² auf und ist geeignet, das Angebot von Token mit finanziellen Merkmalen zu unterstützen. Angesichts der Tatsache, dass Utility-Token auch auf einer Handelsplattform zugelassen werden können, scheint es auch nicht ausgeschlossen, dass sich die Vorschriften des MiCAR-Titels II auf Kryptowerte erstrecken, die zum Teil eine Anlagefunktion haben. In der Tat scheint die Vielzahl der Funktionen von Token durch die Smart-Contract-Technologie dafür zu sprechen, dass eine weite Auslegung von Kryptowerten, die dem MiCAR-Titel II unterliegen, befürwortet werden sollte und dass – im Prinzip – nur tokenisierte Finanzinstrumente als Token betrachtet werden sollten, die den Inhabern ähnliche Rechte gewähren wie den Inhabern von Instrumenten, die ausdrücklich von der MiCAR-Regulierung ausgenommen sind, insbesondere Unternehmensaktien und anderen Wertpapieren, die Unternehmensaktien gleichstehen, Anleihen, Schuldverschreibungen, Anteilen an einem Organismus für gemeinsame Anlagen, usw.

4. Funktion der „Governance“

In diesem Rahmen scheint die bloße Funktion der „Governance“, d. h. die den Token-Inhabern eingeräumte Möglichkeit, über Angelegenheiten im Zusammenhang mit der Entwicklung des Blockchain-Projekts oder der Verteilung von Kryptowerten, die einer dezentralen Organisation gehören, abzustimmen, die Einstufung des Tokens als „Finanzinstrument“ nicht zu beeinflussen. Wie bereits richtig festgestellt wurde, besteht der Zweck der Governance in der Regel nicht darin, das Recht auf einen „Cashflow“ zu erwerben, sondern an den Entscheidungen über die Nutzung des Blockchain-Projekts teilzunehmen.⁴³ Der Nutzer

⁴¹ FINMA (Fn. 25), 5: „If a utility token additionally or only has an investment purpose at the point of issue, FINMA will treat such tokens as securities (i.e. in the same way as asset tokens)“.

⁴² Siehe *Zetsche/Annunziata/Arner/Buckley*, The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA), CMLJ 2021, 206, 211: „The MiCA disclosure, conduct and liability rules on the white paper are in principle prospectus requirements that seek to address the inadequate disclosures, misrepresentations and fraud currently often observed in certain initial coin offering“.

⁴³ Siehe *Hacker/Thomale* (Fn. 31), 673 f.

Coin Offering“ ed il mercato delle crypto-attività: l'ambiguità degli „utility token“, Rdip 2022, 71 ff.

³⁹ *Cian* (Fn. 26), 69.

⁴⁰ Siehe *Maurine* (Fn. 22), 257: „Hybrid tokens that are financial instruments under Art. 4(1) (5) MiFID2 but also grant access to services are not subject to MiCAR“.

erwirbt also kein Instrument, das mit einer Unternehmensaktie vergleichbar ist, da es in der Regel keine direkte Beteiligung an den Gewinnen des zugrundeliegenden Projekts gibt (die zudem in vielen Fällen gänzlich fehlen). Darüber hinaus würde ein Ausschluss der sogenannten Governance-Token aus dem Anwendungsbereich des MiCAR zu einer übermäßigen Verringerung der Zahl der Token führen, die der neuen Verordnung unterliegen. Denn tatsächlich ermöglichen die meisten Token ihren Inhabern, Entscheidungen und Präferenzen im Rahmen sogenannter dezentraler Organisationen (DAOs) auszudrücken, die auf DLT-Infrastrukturen mit Hilfe von Smart Contracts aufgebaut sind.⁴⁴

5. Zahlungsmittelfunktion

Eine weitere Funktionalität, die für die rechtliche Qualifizierung des Tokens zu berücksichtigen ist, ist die des Zahlungsmittels.⁴⁵ Nach einer ersten, von der MiCAR nicht vollständig übernommenen Gliederung wurde zwischen Currency Token, Utility Token und Investment Token⁴⁶ unterschieden. Dem Currency Token wurde die Zahlungsfunktion zugeschrieben, eine Funktion, die bei Utility Token generell ausgeschlossen ist.⁴⁷ Ein nützlicher Hinweis in diesem Zusammenhang war die Rechtssache Hedqvist, in der der Gerichtshof feststellte, dass Bitcoins unter dem Gesichtspunkt der Anwendung der Mehrwertsteuer nicht als Finanzinstrument zu betrachten sind, sondern als direktes Zahlungsmittel zwischen den Betreibern, die sie akzeptieren.⁴⁸ Ähnliche Überlegungen könnten für die nativen Kryptowerte der Ethereum-Blockchain gelten: Die Zahlungsfunktion wurde in der Vergangenheit auch für Ether anerkannt, zusammen mit seiner

Nutzfunktion.⁴⁹ Die beschriebenen Konnotationen von Token scheinen jedoch angesichts der weiten Verbreitung von Stablecoins (nach MiCAR „vermögenswertreferenzierten Token“ und „E-Geld-Token“), Kryptowerte, die vor allem die Funktion eines Zahlungsmittels haben, nun endgültig an Relevanz verloren zu haben.⁵⁰ Kryptowerte mit ähnlichen Funktionen wie Bitcoin und Ether sollen nun unter die Regulierung des Titels II der MiCAR gestellt werden, da die Zahlungsmittelfunktion nur als Eventual- und nicht als Typisierungsfunktion ausgestaltet werden kann.

6. Aussagen des Anbieters

Die Aussagen des Emittenten oder des Anbieters zum Preis des Tokens verdienen eine gesonderte Diskussion. In der Vergangenheit wurde oft argumentiert, dass solche Aussagen in den Bedingungen des Finanzinstruments, gekoppelt mit Versprechungen über verbesserte Funktionalitäten des Blockchain-Projekts, als Gewinnerwartung für die Käufer qualifiziert werden sollten. Die neuen MiCAR-Regeln betreffen nun die Offenlegungspflichten des Anbieters im Whitepaper sowie die Marketingaktivitäten. In diesem Sinne muss der Anbieter im Whitepaper darauf hinweisen, dass der Kryptowert seinen Wert ganz oder teilweise verlieren kann.⁵¹ Darüber hinaus muss die Marketingkommunikation mit dem Inhalt des Whitepapers übereinstimmen.⁵² Daraus folgt, dass jegliches Vertrauen auf einen Anstieg des Token-Preises nicht geschützt werden sollte, während der Anbieter für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Informationen im Whitepaper oder in den Marketingmitteilungen haftbar gemacht werden könnte. Fehlverhalten und irreführendes Verhalten von Parteien, die für Token werben, sollten durch eine spezielle Sanktionsregelung geahndet werden.

IV. Die expansive Kraft von MiCAR und die Förderung der technologischen Innovation

Die Europäische Union hat die Regelung der MiCAR so konzipiert, dass die neue Verordnung die meisten der auf dem Markt vorhandenen Kryptowerte umfasst und eine Disziplin mit maximaler Harmonisierung bietet, die in einem

⁴⁴ Zum Thema dezentralisierte autonome Organisationen siehe *Wright*, The Rise of Decentralised Autonomous Organisations: Opportunities and Challenges, *StoBLaP* 2021, 1, 7, der die Funktion von Governance-Token folgendermaßen beschreibt: „These governance tokens likely will help keep the smart contract developers in check by preventing them from taking actions that would go against the smart contract’s users. At the same time, holders of the governance token can take ready action to account for regulatory requirements, should they arise, or complex technical or organizational issues that may emerge over time“; zu den sogenannten „Governance-Token“ speziell *Meneri*, Dezentrale autonome Organisationen (DAOs) und Gesellschaftsrecht, 2022, 182 f., der diese Token als eine Unterkategorie der „Utility Tokens“ versteht.

⁴⁵ Die Definition von Utility-Token im ESMA-Bericht „Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets“ vom 9. Januar 2019, ESMA50-157-1391, 43, legt fest, dass Utility-Token eine andere Funktion als Zahlungsmittel haben müssen: „Utility-type crypto-asset: a type of crypto-asset that provides some ‘utility’ function other than as a means of payment or exchange for external goods or services“.

⁴⁶ Siehe *Ferrari*, The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar, *MJoEaCL* 2020, 325 ff.

⁴⁷ Siehe hierzu *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2023, 583.

⁴⁸ EuGH, 22. Oktober 2015, C-264/14, EUCLI:EU:C:2015:718, *Skatteverket/David Hedqvist*, Rn. 42 und 55. In einer vergleichenden Perspektive siehe *Dimitropoulos*, in: *Hacker/Lianos/Dimitropoulos/Eich* (Hrsg.), *Regulating Blockchain*, OUP 2019, 122 f.

⁴⁹ EBA, Report with advice for the European Commission, 9. Januar 2019, S. 7: „Ether has the features of an asset token but is also accepted by some persons as a means of exchange for goods external to the Ethereum blockchain, and as a utility in granting holders access to the computation power of the Ethereum Virtual Machine“.

⁵⁰ Für einen umfassenden und detaillierten Überblick über die verschiedenen Arten von Stablecoins, siehe *Calceirall/Kaall/Rao*, Stable Cryptocurrencies, *WUJoLaP* 61 2020, 193 ff.;

⁵¹ Art. 6(5) MiCAR.

⁵² Art. 7(1)(c) MiCAR.

Spezial-Verhältnis zu derjenigen der Finanzinstrumente steht, die auf europäischer Ebene durch MiFID2 geregelt werden. Aus einem der Erwägungsgründe der Pilotregelung ergibt sich indirekt eine wichtige Bestätigung des breiten Anwendungsbereichs der MiCAR. Die letztgenannte Verordnung stellt in Erwägungsrund 2 fest, dass die Mehrheit der Kryptowerte nicht im Geltungsbereich der Rechtsvorschriften der Union über Finanzdienstleistungen liegt und dass solche Kryptowerte daher einen eigenen Rechtsrahmen auf Unionsebene erfordern – d.h. den die MiCAR zur Verfügung stellt.⁵³ In ähnlicher Weise hatte sich bereits die ESMA geäußert und darauf hingewiesen, dass nur zwischen 10 und 30% der Token als Finanzinstrumente angesehen werden können.⁵⁴ Auf nationaler Ebene argumentierte auch die französische Finanzmarktaufsichtsbehörde, dass die Token, die Gegenstand von ICOs sind, nicht gemäß der Kategorien der Finanzinstrumente qualifiziert werden können.⁵⁵ Daher sollte das Argument, dass Kryptowerte vermutlich als „übertragbare Wertpapiere“ nach MiFID2 angesehen werden, es sei denn, eine zuständige nationale Behörde⁵⁶ greift ein, abgelehnt werden. Der Zweck der Titel-II-Regelung besteht darin, eine beträchtliche Anzahl von Kryptowerten durch Spezialvorschriften zu regeln, die den technischen Merkmalen der Instrumente Rechnung tragen. Insofern schließt die MiCAR im Falle von Titel-II-Tokens die Notwendigkeit einer vorherigen Genehmigung durch die zuständige nationale Behörde aus; der Anbieter unterliegt lediglich einer Übermittlungspflicht.⁵⁷

In diesem Rahmen können sich besondere Probleme in der Umsetzungsphase aus der MiFID2 ergeben, die nicht zu einer maximalen Harmonisierung der europäischen Rechtssysteme geführt hat.⁵⁸ Einige Mitgliedstaaten, darunter Italien, gehen von einem weiter gefassten Begriff des „Finanzprodukts“ als dem des

⁵³ In die gleiche Richtung zielt *Gortsov*, Challenges Ahead for the EU Banking System, EBLR 2022, 353, 369: „Since most cryptoassets ... fall outside of the scope of EU financial and consumer protection law, their holders may be exposed to risks“.

⁵⁴ ESMA (Fn. 45), 19 f.

⁵⁵ Autorité des marchés financiers (AMF), Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs), 26. Oktober 2017, unter amf-france.org, 8. „Die in Frankreich ausgegebenen Token, von denen die AMF Kenntnis hat, dürfen nicht unter die französischen Vorschriften für das öffentliche Angebot von Finanzmitteln fallen“.

⁵⁶ Siehe *Zeitschel/Buckley/Ammer/van Ek*, Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA, STUDY Requested by the ECON Committee of the European Parliament, Mai 2023, 110: „Crypto-assets are deemed transferable securities subject to Annex I Section C(1) Directive 2014/65/EU, unless the National Competent Authority determines that the crypto-asset is subject to regulation as financial derivative, a payment service under the Payment Services Directive, E-money under the E-money Directive, or an EMT, an ART or other crypto-asset under MiCA, another regulated service or activity, or is exempted from financial regulation altogether“.

⁵⁷ Art. 8 MiCAR.

⁵⁸ Zum Thema siehe aus supranationaler Sicht *Burillo*, Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU, EJoCL&G 2019, 146 ff.; *Tomczak* (Fn. 22), 370.

„Finanzinstruments“ aus, der in der MiFID2 berücksichtigt wird.⁵⁹ In der Tat hat es die italienische Rechtsprechung nicht versäumt, ohne Berücksichtigung der im Entstehen begriffenen Unionsverordnungen die Vorschriften für Finanzprodukte auf Kryptowerte anzuwenden.⁶⁰ Dieser Ansatz muss nun im Zuge der MiCAR überdacht werden, da die Vorschriften zur Maximalharmonisierung die Anwendung der neuen Regeln auf alle Kryptowerte erfordern, die nicht unter die Liste der in Artikel 2 Absatz 4 MiCAR ausdrücklich ausgeschlossenen Aktivitäten fallen. Daraus folgt, dass Kryptowerte, die nach der italienischen Kategorisierung potenziell als Finanzprodukte gelten, aber nicht unter die Liste von Artikel 2 Absatz 4 MiCA fallen, den Vorschriften der MiCAR unterliegen müssen und dass keine Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts besteht.⁶¹ Eine andere Auslegung würde das Ziel der Harmonisierung gefährden, Ungleichheiten zwischen den verschiedenen Mitgliedstaaten schaffen und die Unternehmen, die in Italien tätig werden wollen, benachteiligen.

V. Beispiele für Token, die unter Titel II MiCAR fallen würden

In Schriften, die sich mit der Frage der rechtlichen Qualifizierung von ICOs befassen haben, werden häufig Beispiele für Token genannt, die nicht der Disziplin von Finanzinstrumenten unterliegen. Die MiCAR zielt darauf ab, jede fungible Kryptoaktivität, die nicht der Regulierung von Finanzinstrumenten unterliegt, auf einer residualen Basis zu regulieren. Der Anwendungsbereich des Titel II erstreckt sich somit auf eine breite und vielfältige Palette von Token.

Es lohnt sich, mit Utility Token zu beginnen, die, wie gesehen, die einzige Kategorie von Token darstellen, die von der MiCAR ausdrücklich qualifiziert wird. In jüngster Zeit werden in diesem Zusammenhang häufig Fan-Token⁶² er-

⁵⁹ Im italienischen Recht ist das „Finanzinstrument“ eine Art der Gattung „Finanzprodukt“. In Artikel 1 Absatz 1 Buchstabe u) TUF (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) werden „Finanzprodukte“ definiert als „Finanzinstrumente und jede andere Form der Anlage finanzieller Art“.

⁶⁰ Cass. pen., Sec. II, 26. Oktober 2022, Nr. 44378, betreffend eine Hypothese der präventiven Beschlagnahme einer Kryptobörse mit 30 Bitcoins im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot des LWB-Tokens; Cass. pen., Sec. II, 30. November 2021, Nr. 44337, Danno resp. 2021, S. 492 ff., anm. M. *Gaistalasegni*.

⁶¹ In diesem Sinne bereits *Prigenti* (Fn. 34), 33: Generell scheint es möglich zu sein, zu argumentieren, dass nach der Genehmigung von MiCAR einerseits die Emission oder das Angebot von Kryptowerten, die nicht als Wertpapiere gelten, aber unter den Begriff der Finanzprodukte fallen, nicht mehr der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts gemäß Art. 94-bis TUF unterliegen. Zum anderen wird die Ausgabe oder das Angebot von Kryptowerten, die weder als Wertpapiere noch als Finanzprodukte einzustufen sind und die bisher von der Prospektspflicht ausgenommen waren, den Transparenzvorschriften der MiCAR unterliegen. Siehe auch *Annunziata*, La disciplina del mercato dei capitali, 2023, 521 f.

⁶² *Cian* (Fn. 26), 68: Für eine Einordnung aus wirtschaftlicher und finanzieller Sicht siehe *Schamowski/Schamowski/Zimmermann*, Fan Tokens: Sports and Speculation on the Block-

wähnt, die mit Fußballmannschaften verbunden sind und als Mittel zur Fanbindung und für den Zugang zu exklusiven Rabatten und Erlebnissen dienen sollen.⁶³ Solche Token werden auf dem Sekundärmarkt gehandelt und sind – nicht anders als andere Krypto-Assets – Preisschwankungen und Spekulationen unterworfen.⁶⁴ Man kann wohl mit Fug und Recht behaupten, dass Fan-Tokens der MiCA-Regulierung unterliegen, allerdings darf das Vorhandensein eines bedeutenden finanziellen Elements dabei nicht übersehen werden.

Einem Teil der Literatur zufolge fällt auch die Kryptoaktivität im Zusammenhang mit dem Filecoin-Projekt, das ein Peer-to-Peer-Datenspeichersystem auf Basis der Blockchain schaffen will, in den Bereich der Utility Token.⁶⁵ Die Nutzer des Datenspeichersystems bezahlen die an das Netzwerk angeschlossenen Dienstleister mit dem nativen „FIL-Token“ zum Zeitpunkt der Datenübertragung und zum Zeitpunkt der Datenrückgabe (um den Dienstleister einen Anreiz für die Aufbewahrung über einen längeren Zeitraum zu setzen). Verfügbarkeit und Kosten werden von keiner zentralen Stelle kontrolliert, sondern frei auf der Grundlage von Angebot und Nachfrage bestimmt. Die Anbieter von Speicherdiensten müssen den Projekt-Token als Sicherheit hinterlegen (die verloren geht, wenn sich der Anbieter als unzuverlässig erweist) und erhalten für die Erzeugung neuer Blöcke eine Vergütung in „FIL“. Schließlich ermöglicht der Token den Inhabern die Ausübung von Entscheidungsbefugnissen über die Entwicklung des Projekts. Die vielfältigen Funktionen scheinen die rechtliche Qualifikation von Utility Token zu bestätigen.

chain, <https://ssrn.com/abstract=3992430>, doi: 10.2139/ssrn.3992430, 8: „Fan Tokens are utility tokens that give holders a tokenized share of influence on club or team decisions“.

⁶³ Siehe beispielsweise die Informationen zum „Lazio Fan Token“ auf der Website www.sslazio.it: „Es handelt sich um einen Utility-Token (Kryptowährung mit verschiedenen Funktionen), der durch die Blockchain-Technologie angetrieben wird und darauf abzielt, das Engagement der Fans durch innovative und exklusive Erfahrungen zu revolutionieren, die früher für S.S. Lazio und seine Fans unerschwingbar waren“. Laut der Beschreibung der Website gibt der Token „allen Lazio-Fans das Privileg, Teil einer exklusiven und wachsenden digitalen Gemeinschaft zu sein, die in den Genuss von besonderen Vorteilen wie exklusiven Fanartikeln, digitaler Kunst, limitierten NFTs, Rabatten sowie speziellem Zugang zu Weltklasse-Ereignissen kommt. Im Grunde genommen ist der Lazio Fan Token Ihr Pass, um ein Superfan zu werden“.

⁶⁴ Siehe insbesondere *Scharnowski/Scharnowski/Zimmermann* (Fn. 62), 8 ff., die auf der Grundlage statistischer Untersuchungen argumentieren, dass Fan-Token höhere Risiken für Anleger bergen als etablierte Kryptowerte; dass die Preisentwicklung von Token auf dem Sekundärmarkt nicht mit der von Aktien börsennotierter Vereine korreliert; dass Kauf und Verkauf von Token teilweise von den sportlichen Ergebnissen des Vereins abhängen. Zu diesem letzten Profil siehe auch *Demiri/Ersan/Popevko*, *Are Fan Tokens Fan Tokens?*, FRL 2022, doi: 10.1016/j.frl.2022.102736, die einen Anstieg der Token-Verkäufe im Falle von Niederlagen von Vereinen in der UEFA Champions League feststellen.

⁶⁵ *Hacker/Thomale* (Fn. 31), 673 f.; *Ferrari* (Fn. 46), 329; *Mammel/Fromberger* (Fn. 12), 560.

Ein interessantes Beispiel für Token, die (hypothetisch) auf Titel II zurückgeführt werden können, dürfte auch der Fall „Ether“ sein. Ihre Funktion bzw. ihr Nutzen könnte darin liegen, Transaktionen auf der Blockchain durchführen und so den Blockchain-Raum nutzen können. Durch die Transaktionen kommen die Nutzer zudem in den Genuss der Funktionalität der auf Ethereum entwickelten Smart Contracts für eine Vielzahl von Zwecken (Kauf von Krypto-Assets, Einträge, Handel, Spiele, Abstimmungen auf der Kette, usw.). Nach dem Übergang zum „Proof-of-Stake“-Konsenssystem hat der Ethereum-Token auch die Funktion eines Netzwerksicherheitsinstruments, da zur Validierung von Blöcken und zur Erzielung von Gebühren der Zugang zum Netzwerk durch ein sogenanntes Ether staking erforderlich ist. Einige Nutzer blockieren ihre Ether in Pools, die von dritten Validierern⁶⁶ eingerichtet wurden, und erhalten so einen synthetischen Token, der ihre nutzbare Position auf dem zinsbringenden Markt repräsentiert.⁶⁷ Diese letztgenannte Funktion und der potenzielle Gewinn der Validierer scheinen sich nicht auf die Qualifikation des Tokens auszuwirken, da der „Gewinn“ technologischen Lösungen und dezentralen Aktivitäten außerhalb einer koordinierten unternehmerischen Anstrengung zuzuschreiben ist und letztlich vom Volumen der Transaktionen auf der Blockchain abhängt. Ether könnten als eine Form der Investition betrachtet werden, was jedoch die Anwendung der in Titel II der MiCAR enthaltenen Vorschriften nicht ausschließt.

Ähnliche Überlegungen können sich auf andere Token des sogenannten Layer one erstrecken, deren Funktion darin besteht, Transaktionen auf bestimmten Blockchains zu ermöglichen, z.B. NEAR-, Matic-, Sol-, ADA-, Algo-, BNB-Coin-, Dot- und Lumen-Token. Wenn auch auf Einzelfallbasis, sollten ICOs, die Token dieser Art beinhalten, in Zukunft der MiCAR unterworfen werden.

Obwohl sie ihren Inhabern keine besonderen Vorteile bieten, scheinen Token mit einer Governance-Funktion für die Verwaltung dezentraler Protokolle, wie die UNI-, Aave- und Yearn-Token, ebenfalls unter die Regelung von Titel II zu fallen. Diese Token verleihen ihren Inhabern keine besonderen Rechte außer der Möglichkeit, im Rahmen dezentraler Organisationen Vorschläge zu machen und abzustimmen. Die vorgenannten Beispiele zeigen, dass es trotz der Kontrollfunktionen, die die Governance auf die Protokolle ausüben soll, erhebliche Unterschiede zu typischen Beteiligungen gibt, die spezifische Rechte und Pflichten sowie die potenzielle Zuteilung von Dividenden auf der Grundlage der Kapitalzuteilung verleihen. So wie die anderen oben erwähnten Kryptowerte unterliegen auch Governance-Token der Volatilität des Sekundärmarktes.

⁶⁶ Dies sind die „Liquid Staking“-Dienstleistungen, die von dezentralen Organisationen wie „Lido DAO“ (<https://lido.fi/>), anderen Onchain-Betreibern wie „RocketPool“ (<https://rocketpool.net/>) und Krypto-Dienstleistern wie „Coinbase“ und „Binance“ angeboten werden.

⁶⁷ Die synthetischen Versionen von Ether tragen die folgenden Namen: „sETH“, „rETH“, „cbETH“ und „bETH“, wobei sich auf die in der vorangehenden Anmerkung erwähnten Operatoren für Ethereum beschränkt wird.

VI. Schlussfolgerungen

Die Skandale, die den Markt für Krypto-Assets in den letzten Jahren geprägt haben, haben häufig dazu geführt, dass der Schwerpunkt der MiCAR auf den Dienstleistern sowie auf den strengen Vorschriften für vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token lag. Die genannten Vorschriften, die strenge Zugangsvoraussetzungen vorschreiben, sind von größerer Bedeutung für die Glaubwürdigkeit des Systems. Titel II der MiCAR betrifft jedoch einen der wichtigsten Aspekte der Verordnung, da die genaue Bestimmung der Kryptowerte, die unter diesen Teil der Verordnung fallen, den Gesamtumfang der neuen Verordnung beeinflusst. In der Tat ist der spezielle Charakter der MiCAR hauptsächlich auf die Vorschriften für Token zurückzuführen, da die Vorschriften für Krypto-Dienstleister im Wesentlichen an die Lösungen der MiFID2 angepasst sind.⁶⁸

In diesem Zusammenhang sollte noch einmal darauf hingewiesen werden, dass Titel II der MiCAR nicht nur den sogenannten Utility Token gewidmet ist, sondern auch den Token, die ausschließlich dazu bestimmt sind, Zugang zu einer Ware oder zu einer Dienstleistung zu verschaffen, die von seinem Emittenten bereitgestellt wird.⁶⁹ In diesem Sinne bezieht sich das zu lösende Problem auf die Abgrenzung zwischen Kryptowerten, die der MiCAR unterliegen, und Kryptowerten, die als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind. Im Bereich der „Tokenisierung“ sollte der Anwendungsbereich der MiCAR weit gefasst sein, da die neuen Vorschriften Lösungen vorsehen, die besser geeignet sind, die Ausgabe, das Angebot und den Marktzugang von Token im Zusammenhang mit innovativen Blockchain-Projekten zu regeln, als die Vorschriften für Finanzinstrumente. In diesem Sinne ist die Gewährleistung einer einheitlichen Auslegung auf europäischer Ebene eine der wichtigsten und zugleich komplexesten Herausforderungen, die sich aus den neuen Vorschriften ergeben. Nicht ohne Grund sind in der MiCAR Maßnahmen vorgesehen, um die Konvergenz bei der Klassifizierung von Kryptowerten durch das Eingreifen von Behörden auf nationaler und europäischer Ebene sicherzustellen.⁷⁰

Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie

Julia Lübbe

I. Einführung¹

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) lässt erstmals die Ausgabe elektronischer Aktien zu und löst so ein Versprechen aus dem Koalitionsvertrag 2021–2025² ein. Eine Tokenisierung, die Verknüpfung realer Vermögenswerte mit handelbaren digitalen Token,³ ist nunmehr auch für Aktien vorgesehen, zum einen im eWpG (§ 1 Nr. 2 und 3 eWpG n.F.) und zum anderen im AktG (§ 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 und Abs. 6, AktG n.F.). Damit wird nach der Verstärkung der virtuellen Hauptversammlung ein weiterer Teilbereich des Aktiengesellschaftsrechts für die Möglichkeiten der digitalen Welt geöffnet. Das Recht der GmbH bleibt zunächst unverändert.⁴ Die Neuregelungen betreffen zudem unmittelbar nur die Einführung und Ausgestaltung der elektronischen Aktie und einige eng damit zusammenhängende Fragen, wie insbesondere die Verfügung über solche Aktien. An der Ausgestaltung der Aktiengesellschaft selbst ändert sich nichts. Sie zieht nicht etwa insgesamt in die private digitale Welt um, insbesondere nicht auf eine Blockchain, wie der US-Bundesstaat Wyoming es seinen Limited Liability Companies seit dem Jahre 2021 ermöglicht⁵ und wie es von privaten Anbietern

¹ Internetfundstellen (sofern nicht anders gekennzeichnet) zuletzt abgerufen am 12.12.2023.

² Koalitionsvertrag 2021–2025 zwischen SPD, BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN und FDP, 172, Zeilen 5833–5835 (z.B. unter spd.de, grüne.de und fdp.de).

³ *Onlor*, in: *Onlor/Link* (Hrsg.), Kryptowährungen und Token, 2. Aufl. 2023, Kap. 6 Rn. 93.

⁴ Zu möglichen Vorteilen elektronischer GmbH-Gesellschaftenteile *Mösllein/Onlor/Urbach*, ZIP 2020, 2149, 2157 ff.; mit Blick auf die notarielle Form einer Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen (§ 15 Abs. 3 GmbHG) zurückhaltender *Maune*, NZG 2021, 11189 ff.

⁵ S. Wyoming Statutes §§ 17-31-101 et seq. (eingeführt zum 1.7.2021 durch Laws 2021, ch. 162, § 1) mit der Möglichkeit, eine dezentralized autonomous organization (DAO) – ein auf einer Blockchain (zu deren Charakteristika sogl. im Text) kraft selbstausführender Softwareprotokolle (smart contracts) betriebenes Netzwerk zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels (s. *Mienert*, RDI 2021, 384) – als Wyoming LLC anzumelden; dazu *Fleischer*, ZIP 2021, 2205, 2210 ff. und *Mienert*, RDI 2021, 384 ff. sowie allgemein zur DAO z.B. *Mann*, NZG 2017, 1014 ff.; *Spindler*, ZGR 2018, 17, 51 ff.; *Schwemmer*, AcP 221 (2021), 555 ff.; *Wright*, The Rise of Decentralized Autonomous Organizations: Opportunities and Challenges, 4:2 Stanford Journal of Blockchain Law & Policy 152 ff. (2021); *Mienert*, Decentrale autonome Organisationen (DAOs) und Gesellschaftsrecht, 2022, aus vereinsrechtlicher Sicht *Hahn*, NZG 2022, 684 ff.

⁶⁸ In diesem Sinne siehe *Paracampo* (Fn. 26), 144.

⁶⁹ Siehe oben III.3 und III.4.

⁷⁰ Siehe Art. 97(2) MiCAR.