



Neuer weltweiter Goldstandard oder Gift für die europäische Kryptoindustrie?*

Matthias Lehmann

Die EU-Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) wird den rechtlichen Rahmen für die Kryptoindustrie von Grund auf verändern. Zum ersten Mal wird der Handel mit Kryptowährungen und Token reguliert. Emittenten und Dienstleister in Bezug auf diese Vermögenswerte werden detaillierten Anforderungen unterworfen. Besonders strenge Regelungen sind für Stablecoins vorgesehen. Die MiCAR hat gute Chancen, der neue globale Standard zu werden. Ebenso möglich ist allerdings, dass die Verordnung die EU vom globalen Kryptomarkt isoliert und weitere Innovationen im Keim erstickt. Um die Auswirkungen der Verordnung einschätzen zu können, muss man zunächst ihre Regeln verstehen. Deshalb werden im Folgenden die MiCAR-Bestimmungen vorgestellt und ihre möglichen Folgen bewertet.

Stichwörter: MiCAR, Kryptowerte, Kryptowert-Dienstleister, Technologieneutralität, Stablecoin, Utility Token, Payment Token, Finanzinstrumente, Erlaubnis, ART, EMT, E-Geld-Token, NFT, Whitepaper, Haftung, Äquivalenz, Kooperation, Aufsicht, EBA.

JEL-Classification: G 21, G 24, G 32, K 20, K 23.

<https://doi.org/10.47782/oeba202404024801>

The EU's Market in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) is set to reshape the legal framework of the crypto industry. For the first time, cryptocurrencies such as Bitcoin and token will be subject to regulation. Issuers and service providers in crypto-assets will be submitted to a comprehensive regime. Especially stringent rules will apply to stablecoins. MiCAR has every chance to become the new global standard. But equally possible is that it will isolate the EU from the global crypto-market and

stifle further innovation. To understand the Regulation's impact, one must deep dive into its rules. That is why I provide a critical analysis of MiCAR's provisions and an assessment of their potential consequences.

Am 30. Dezember 2024 wird eine neue Ära für die globale Kryptoindustrie anbrechen, denn an diesem Tag tritt die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) in vollem Umfang in Kraft.¹⁾ Die MiCAR umfasst die Emission, den Handel und Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowährungen, wie zB Bitcoin, Ether oder Ripple, sowie mit Token, insbesondere Utility Token, Payment Token und Stablecoins. Unter anderem verbietet die Verordnung den Insiderhandel und die Marktmanipulation in Bezug auf Kryptowerte und legt strenge Bedingungen für deren Emittenten sowie für die Dienstleistungserbringer rund um diese Vermögenswerte fest.

Die MiCAR ist der erste Versuch, die globale Kryptoindustrie mit einem spezifischen Rechtsrahmen zu zähmen. Die meisten Länder warten noch ab oder experimentieren mit der Anwendung bestehender Gesetze auf Kryptowerte, wie etwa die USA mit dem Securities Act 1933 und dem Securities Exchange Act

1934.²⁾ Dagegen ist die EU mit einem spezifischen, außerordentlich umfassenden Regelwerk vorangeprescht, das mehr als 160 Seiten im Amtsblatt umfasst.³⁾ Damit könnte sich die Union als internationaler Standardsetzer für die Kryptoindustrie etablieren.⁴⁾ Der berühmte „Brussels Effect“, der bereits aus anderen Bereichen



Photo: privat

Univ.-Prof. Dr. Matthias Lehmann, D.E.A., LL.M., J.S.D. ist Professor am Institut für Europarecht, Internationales Recht und Rechtsvergleichung der Universität Wien und an der Radboud Universität Nijmegen; e-mail: matthias.lehmann@univie.ac.at

* Dieser Beitrag ist die überarbeitete und ergänzte Schriftfassung des Vortrags, den ich auf dem Bankrechtsforum am 7.11.2023 in Wien gehalten habe. Während der Diskussion habe ich wertvolle Anregungen erhalten, für die ich danke. Für Mitarbeit am Manuskript danke ich Mag. Fabian Schinerl, für die Durchsicht Susanne Brück und Felix Krysa.

1) Art 149 Abs 2 VO (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31.5.2023 über Märkte für Kryptowerte, ABI L 2023/150, 40 (im Folgenden: MiCAR). Die Bestimmungen zu Stablecoins (Titel III und IV MiCAR) treten bereits sechs Monate früher, also am 30.6.2024 in Kraft; siehe Art 149 Abs 3 MiCAR. Logischerweise gilt das auch für die Definitionen in Titel I MiCAR; aA Maume, 20 ECFR 2023, 243 (249), der vertritt, dass Titel II und IV MiCAR mangels entsprechender Begriffsdefinitionen nicht vor dem 31.12.2024 angewendet werden können.

2) Securities Act 1933, 15 U.S.C. §§ 77a–77mm sowie Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. §§ 78a–78rr.

3) Die MiCAR wird von zwei weiteren Rechtsakten begleitet: dem Digital Operational Resilience Act (DORA) und der DLT-Pilotregelung (VO (EU) 2022/2554 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.12.2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor, ABI L 2022/333, 1 und VO (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen, ABI L 2022/151, 1). DORA zielt darauf ab, die IT-Sicherheit zu gewährleisten, während die DLT-Pilotregelung eine Ausnahme für DLT von den Finanzmarktvorschriften vorsieht, die auf zentralisierte Dienste zugeschnitten sind. Aufgrund ihres besonderen Zwecks und Anwendungsbereichs werden sie hier nicht untersucht.

4) Siehe Maume, 20 ECFR 2023, 243 (250).

wie dem Datenschutz bekannt ist, könnte eine Neuauflage erleben.⁵⁾

Genauso gut könnte sich die MiCAR aber auch als Eigentor erweisen, falls sich die EU durch sie von der globalen Industrie und Innovation abkoppeln sollte. Wegen der weitreichenden Anforderungen besteht die Gefahr, dass Krypto-Emitenten und -Dienstleister um die Union einen großen Bogen machen und EU-Bürger von ihren Angeboten ausschließen. Letztere könnten Schwierigkeiten haben, kosteneffiziente und innovative digitale Dienste zu erhalten, die im Rest der Welt leicht verfügbar sind.

Auch wenn erst die Zukunft zeigen wird, welches dieser Szenarien letztlich eintreten wird, lässt sich bereits jetzt der Nutzen der Verordnung einschätzen. Dazu sind ihre Bestimmungen einer eingehenden Analyse zu unterziehen. In Teil 1 werde ich den Zweck und den Anwendungsbereich der MiCAR einschließlich ihres Verhältnisses zum traditionellen Finanzmarktrecht erörtern und diskutieren, ob es klug war, eine technologie-spezifische Regulierung zu erlassen. In Teil 2 werde ich die Frage stellen, ob die MiCAR-Regeln, die sich in weiten Bereichen am Finanzmarktrecht orientieren, für die Kryptoindustrie angemessen sind. In Teil 3 werde ich mich auf die Regeln für Stablecoins konzentrieren und zeigen, dass sie zwei widersprüchliche Ziele verfolgen, nämlich einerseits Stablecoins zu fördern und andererseits Stablecoins zu beschränken. In Teil 4 werde ich herausstellen, wie die Herkunftsanforderungen für Stablecoin-Emitenten und Krypto-Dienstleister die EU vom Rest der Welt isolieren. In Teil 5 untersuche ich die besonderen Privilegien, welche die MiCAR traditionellen Finanzinstituten wie zB Banken einräumt, und analysiere, ob diese angemessen und zielführend sind.

1. Der Anwendungsbereich der MiCAR und ihr Verhältnis zum Finanzmarktrecht

1.1. Ziele und Zweck

Viele Kryptowerte werden aktuell nicht vom Unionsrecht erfasst. Das birgt aus Sicht des EU-Gesetzgebers Gefahren und begründet den Bedarf einer Regulierung. Mit der MiCAR möchte er nach eigenem Bekunden folgende Ziele erreichen: 1. die Förderung und Entwicklung neuer Technologien im Finanzsektor, 2. den Schutz der Inhaber von Kryptowerten und 3. die Vermeidung erheblicher Risiken für die Marktintegrität und Finanzstabilität, die von solchen Vermögenswerten ausgehen können.⁶⁾ Risiken drohen nach Einschätzung des Gesetzgebers insbesondere von sogenannten Stablecoins, denen er daher den Großteil der MiCAR-Vorschriften widmet. Ein Stablecoin ist ein Kryptowert, dessen Wertstabilität durch Bezugnahme auf einen anderen Wert oder ein anderes Recht gewahrt werden soll.⁷⁾ Eines der ersten Projekte für einen solchen Stablecoin war der Libra-Token von Facebook, der später in Diem umgetauft wurde, bevor das Projekt angesichts des Widerstands der Regulierer weltweit schließlich aufgegeben wurde.⁸⁾ Der EU-Gesetzgeber befürchtet jedoch eine Neuauflage durch Facebook oder ein anderes Unternehmen, die seiner Ansicht nach die Währungssouveränität sowie das staatliche Währungsmonopol bedrohen könnte.⁹⁾ Allerdings ist der Anwendungsbereich der Verordnung weiter und erfasst nicht nur Stablecoins, sondern auch andere Kryptowerte.

1.2. Was sind Kryptowerte?

Für das Verständnis der Verordnung entscheidend ist eine genaue Analyse des

Begriffs Kryptowert, der eine Schlüsselstellung bei der Eingrenzung des Anwendungsbereichs der MiCAR einnimmt. Die Verordnung definiert ihn als „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“.¹⁰⁾ Damit sind viele digitale Vermögenswerte erfasst, aber bei weitem nicht alle. Insbesondere fallen unter die Verordnung keine Werte, die zentral gespeichert werden, wie zB virtuelle Gegenstände in Computerspielen (Charaktere, Waffen, Kleidung etc).

Dagegen gilt die Verordnung für alle Werte, die auf der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) beruhen, landläufig auch als Blockchain bekannt.¹¹⁾ Im Folgenden sollen die wichtigsten dieser Werte beschrieben werden. Die Aufzählung ist taxativ, da die MiCAR die von ihr erfassten Kryptowerte nicht enumerativ auflistet.

Erstens fallen unter die Verordnung Kryptowährungen und andere „native assets“, die über eine eigene Blockchain verfügen, wie zB Bitcoin oder Ether. Allerdings gelten für Bitcoin Besonderheiten. Dessen Emittent, der unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto firmiert, konnte bekanntlich bis heute nicht identifiziert werden. Die Präambel der MiCAR legt insofern nahe, dass für Bitcoin die Titel II–IV nicht gelten, welche zB die Pflicht zur Erstellung eines Whitepapers und bestimmte Regelungen für Marketing-Mitteilungen vorsehen.¹²⁾ Anwendbar bleibt jedoch Titel V über Kryptowert-Dienstleistungen. Daher bedürfen zB die Verwahrung von Bitcoin, der Betrieb einer Handelsplattform, auf der Bitcoin gehandelt werden, oder die Ausführung von Aufträgen über Bitcoin von Kunden einer Zulassung.

5) Zum Brussels Effect siehe *Bradford*, 107 *Northwestern University Law Review* 2015, 1; vertiefend *Bradford*, *The Brussels Effect: How the European Union Rules the World* (2020); *Cremona/Scott*, *EU Law Beyond EU Borders: The Extraterritorial Reach of EU Law* (2019). Zum Nachweis des Brussels Effect auf das Datenschutzrecht siehe zB *Rustad/Koenig*, 71 *Florida Law Review* 2020, 365 (387–410).

6) Siehe *ErwGr* 1, 4–6 MiCAR.

7) Siehe die Definitionen in Art 3 Abs 1 Nr 6 und 7 MiCAR. Zur Unterteilung der Stablecoins in vermögenswertreferenzierte Token und E-Geld-Token durch MiCAR siehe *infra* 3.1.

8) Zur Geschichte des Libra/Diem-Projekts *Zetsche/Buckley/Arner*, 41 *Oxford Journal of Legal Studies* 2021, 80 (91–92);

siehe auch *Maume*, *RDi* 2022, 497 (498).

9) Siehe *ErwGr* 5 letzter Satz MiCAR („Kategorien von Kryptowerten, die auf Preisstabilisierung im Zusammenhang mit einem bestimmten Vermögenswert oder einem bestimmten Vermögenswertkorb angelegt sind, bei Kleinanlegern künftig großen Anklang finden könnte[n]“, und dass eine solche Entwicklung „Herausforderungen für die Finanzstabilität, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme, die geldpolitische Transmission oder die Währungshoheit“ aufwerfen könnte). Tatsächlich sind Libra/Diem-ähnliche Projekte bereits im Aufkommen, siehe *Omlor*, *RdZ* 2023, 164. Zum Hintergrund von MiCAR siehe auch *Maume*, 20 *ECFR* 2023, 243 (247); *Zetsche et al.*, 16 *CMLJ* 2021, 203 (205).

10) Zu den einzelnen Merkmalen vertiefend

Völkel, *ZFR* 2023, 268 (269–271).

11) Genau genommen ist die Blockchain ein Anwendungsfall der DLT, siehe dazu *Krause/Natarajan/Gradstein*, *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain*, *FinTech Note No 1* (2017) S VII und 1, abrufbar unter <http://documents1.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf> (14.2.2024).

12) *ErwGr* 22 Satz 3 MiCAR: „Kryptowerte ohne identifizierbaren Emittenten sollten nicht in den Anwendungsbereich der Titel II, III oder IV dieser Verordnung fallen.“ Zum Inhalt der Kapitel II–IV siehe *infra* 2.1.

Daneben erfasst die Verordnung sogenannte Token. Das sind Kryptowerte, die mit Hilfe eines Protokolls (einer Software) auf einer bereits existierenden Blockchain wie zB Ethereum begeben werden.¹³⁾ Dazu gehören Utility Token, die ausschließlich dazu bestimmt sind, Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, die von ihrem Emittenten bereitgestellt wird.¹⁴⁾ Allerdings sind vom Anwendungsbereich des Titels II solche Token ausgeschlossen, die Zugang zu einer bereits bestehenden Ware oder einer bereits erbrachten Dienstleistung bieten.¹⁵⁾

In den Anwendungsbereich der MiCAR fallen auch Payment Token. Diese haben Zahlungsfunktionen, ähnlich wie Bargeld oder E-Geld. Darüber hinaus befasst sich die MiCAR mit den bereits erwähnten Stablecoins.

Trotz des recht weit gefassten Anwendungsbereichs nimmt die Verordnung Kryptowerte aus, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind.¹⁶⁾ Dies betrifft insbesondere sogenannte Non-Fungible Token (NFT). Diese können materielle oder immaterielle Vermögenswerte darstellen, wie etwa Gemälde, digitale Kunstwerke oder eine Videosequenz. Soweit diese als Teil einer großen Serie oder Sammlung ausgegeben werden, sollen sie jedoch der Präambel zufolge erfasst sein.¹⁷⁾ Die Abgrenzung dürfte nicht immer leichtfallen.¹⁸⁾

1.3. Die Beziehung zum Finanzmarktrecht

Die wichtigste Einschränkung der MiCAR ist der Ausschluss von Finanzinstrumenten.¹⁹⁾ Eine große Anzahl von Kryptowerten fällt in diese Kategorie. Dies gilt insbesondere für sogenannte Investment Token, wie zB tokenisierte Anleihen oder tokenisierte Aktien. Sie fallen unter das bestehende EU-Finanzrecht, zB MiFID II/MiFIR, die Prospektverordnung und MAD/MAR. Dasselbe gilt auch für hybride Token, die mehrere Funktionen miteinander kombinieren, zB Payment Token, die eine Beteiligung am Unternehmensgewinn ermöglichen, oder Utility Token, die Stimmrechte in einer Gesellschaft verkörpern.²⁰⁾ Hat ein Token auch nur teilweise die Funktionen eines Finanzinstruments, fällt er nicht unter die MiCAR, sondern unter das klassische Finanzmarktrecht.

Allerdings ähnelt die MiCAR weitgehend dem klassischen Finanzmarktrecht, da es in großen Teilen aus diesem abgeschrieben ist.²¹⁾ Dennoch gibt es zahlreiche Unterschiede im Detail. ZB sind die Inhalte des Prospekts, der für Finanzinstrumente zu erstellen ist, viel umfangreicher als die des für Kryptowerte vorgeschriebenen Whitepapers.²²⁾ Ein weiteres Beispiel sind die Vorschriften über die Ausführung von Kundenaufträgen: Während eine Wertpapierfirma vor der Erbringung von Finanzdienstleistungen Informationen über den Kunden einholen und diesen vor für ihn

unangemessenen Produkten warnen muss, ist das unter der MiCAR nicht der Fall; hier müssen nur bei der Beratung und Portfolioverwaltung über den Kunden eingeholt und vor für ihn ungeeigneten Produkten gewarnt werden.²³⁾ Abweichungen gelten auch hinsichtlich der Regelungen zum Marktmissbrauch: zB ist der Emittent von Finanzinstrumenten zur Veröffentlichung von Insiderlisten verpflichtet,²⁴⁾ der Emittent von Kryptowerten dagegen nicht.

Aufgrund dieser und vieler anderer Unterschiede ist die Trennlinie zwischen dem Finanzmarktrecht und der MiCAR von entscheidender Bedeutung. Deren Dreh- und Angelpunkt ist der Begriff „Finanzinstrumente“. Für diesen findet sich zwar im Anhang zur MiFID II eine Definition,²⁵⁾ jedoch ist diese aufgrund ihrer offenen Gestaltung nicht eindeutig.²⁶⁾ Im Hinblick auf ihre Anwendung auf Kryptowerte sind die Unsicherheiten besonders groß.²⁷⁾ Um diese zu überwinden, wurde die ESMA mit der Herausgabe von Leitlinien für die Einstufung von Kryptowerten als Finanzinstrumente beauftragt.²⁸⁾ Die Frist läuft Ende 2024 aus.²⁹⁾ Dieser Termin fällt mit dem Inkrafttreten der MiCAR zusammen. Er ist reichlich spät, da die Emittenten nicht bis zur letzten Minute mit der Gestaltung ihrer Produkte warten können. Bis Ende 2024 wird daher beträchtliche Unsicherheit über die Abgrenzung des Finanzinstruments vom Kryptowert herrschen; es bleibt zu hoffen, dass die Situation danach besser sein wird.³⁰⁾

13) Zu den verschiedenen Schichten der Blockchain siehe *Schär*, 103 *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 2021, 153 (155–156); zur Unterscheidung der Token von anderen Kryptowerten wie zB Kryptowährungen siehe *Ankenbrand et al*, *Proposal for a Comprehensive (Crypto) Asset Taxonomy*, 3–4, abrufbar unter <http://arxiv.org/abs/2007.11877> (14.2.2024).
14) Siehe Art 3 Abs 1 Nr 9 MiCAR.
15) Siehe Art 4 Abs 3 lit c MiCAR. Ebenfalls von Titel II ausgeschlossen sind Kryptowerte, die nur für den Tausch gegen Waren und Dienstleistungen in einem begrenzten Netz von Händlern mit vertraglichen Vereinbarungen mit dem Anbieter verwendet werden können, siehe Art 4 Abs 3 lit d MiCAR.
16) Art 2 Abs 3 MiCAR.
17) *ErwGr* 11 MiCAR.
18) Siehe dazu die Diskussion bei *Siadat*, *RdF* 2023, 4 (8–11), *Toman/Schinerl*, *ZFR* 2023, 276 (279).
19) Art 2 Abs 4 lit a MiCAR. *Maume*, *RDi* 2022, 461 spricht treffend von der „vielleicht wichtigsten dogmatischen Weichenstellung“. Ähnlich *Schinerl*, in *Piska/Völkel*, *Blockchain Rules*² (2024)

Rz 15.5.
20) Zu Hybrid-Token siehe *ESMA*, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9.1.2019, *ESMA50-157-1391*, Rz 85; *Hacker/Thomale*, 15 *ECFR* 2018, 645 (681–687).
21) Von einem „copy & paste“ approach“ spricht daher *Maume*, 20 *ECFR* 2023, 243 (252).
22) Siehe die *ProspektVO* (VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, *ABl L* 2017/168, 12), einerseits, und Art 6 sowie 19 *MiCAR* andererseits.
23) Vgl Art 25 *MiFID II* (RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente, *ABl L* 2014/173, 349) und Art 78, 81 *MiCAR*.
24) Art 18 VO (EU) Nr 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) *ABl L* 2014/173, 1.
25) Siehe Anhang I Abschnitt C *MiFID II*.

26) Siehe zB *Langenbacher*, *RTDF* 2018, Nr. 2–3, 40 (43–48); *Callens*, 22 *J. Corp. Law Stud.* 2022, 641 (661–675); *Lehmann* in *Lehmann/Kumpan*, *European Financial Services Law* (2019) Art 4 *MiFID II* (2019) Rz 21–24; *Zetzsche et al*, 16 *CMLJ* 2021, 203 (218–219).
27) Siehe *Annunziata*, 2 *ECFR* 2020, 129 (142–149); *Klöhn/Parhofer/Resas*, *ZBB* 2018, 89 (100–103); *Hanten/Stump*, *RdF* 2018, 189 (190); *Lehmann/Schinerl*, *The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR* (im Erscheinen); *Schinerl*, in *Piska/Völkel*, *Blockchain Rules*² (2024) Rz 15.17; *Toman/Schinerl*, *ÖBA* 2023, 178 (184–187).
28) Art 2 Abs 5 *MiCAR*.
29) *ESMA* hat am 29.1.2024 einen ersten Entwurf vorgelegt, siehe *ESMA*, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, *ESMA75-453128700-52*.
30) Zu Zweifeln, ob ein delegierter Rechtsakt endgültige Klarheit schaffen kann, siehe *Zetzsche et al*, 16 *CMLJ* 2021, 203 (220–221); *Schinerl*, in *Piska/Völkel*, *Blockchain Rules*² (2024) Rz 15.32.

1.4. Die Verletzung des Grundsatzes der Technologieneutralität

Gemäß dem Grundsatz der Technologieneutralität sind alle Technologien, welche die gleichen oder ähnliche Funktionen erfüllen, durch die Regulierung und Aufsicht gleich zu behandeln („same activity, same risk, same rules“).³¹⁾ Dieser zentrale Grundsatz stellt sicher, dass gleiche Wettbewerbsbedingungen herrschen und Innovationen nicht behindert werden. Die Entscheidung, welche Technologie sich durchsetzt, soll durch den Markt und nicht durch eine Behörde getroffen werden.

Die Präambel der MiCAR verweist ausdrücklich auf den Grundsatz der Technologieneutralität.³²⁾ Dies ist jedoch nicht mehr als ein reines Lippenbekenntnis.³³⁾ Denn die Verordnung wurde mit Blick auf eine bestimmte Technologie erlassen: die DLT. Die MiCAR definiert sie als „einen Informationsspeicher, der Aufzeichnungen über Transaktionen enthält und der unter Verwendung eines Konsensmechanismus auf eine Reihe von DLT-Netzwerkknoten verteilt und zwischen ihnen synchronisiert wird“³⁴⁾; sie enthält auch Definitionen der Begriffe „Konsensmechanismus“ und „DLT-Netzwerkknoten“.³⁵⁾ Technologiespezifischer geht es kaum.

Warum dieser eklatante Verstoß der MiCAR gegen den Grundsatz der Technologieneutralität? Manche versuchen ihn mit der Tatsache zu rechtfertigen, dass Token in großen Mengen ausgegeben und in großer Zahl auf grenzüberschreitenden Märkten gehandelt werden; insofern ähnelten sie Finanzinstrumenten.³⁶⁾ Diese Ansicht geht jedoch darüber hinweg, dass alle Kryptowerte, die auch nur teilweise die Funktionen von Finanzinstrumenten erfüllen, bereits vom klassischen Finanzmarktrecht erfasst werden.³⁷⁾ Genau dies ist eine Folge des Grundsatzes der Technologieneutralität.

Sind die Konsequenzen des Verstoßes gegen den Grundsatz denn so gravierend?

Die Antwort ist ein eindeutiges „Ja“. Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens behindert die Regulierung einer bestimmten Technologie den Fortschritt, wie das folgende Gedankenexperiment veranschaulicht: Stellen Sie sich vor, jemand gibt große Mengen von Zertifikaten aus, die den Zugang zu einer bestimmten Dienstleistung ermöglichen, zB Eintrittskarten für ein Konzert, und speichert diese auf einem zentralen Server. Obwohl diese Instrumente fungibel sind und in großer Zahl gehandelt werden, sind sie weder als Finanzinstrumente noch als Kryptowerte anzusehen und daher nicht reguliert. Nehmen wir nun an, die gleichen Eintrittskarten würden auf einer Blockchain gespeichert und übertragen. In diesem Fall würden sie unter die Definition des Kryptowerts der MiCAR fallen. Infolgedessen müsste ihr Emittent ein Whitepaper veröffentlichen und alle übrigen Vorschriften der Verordnung einhalten.³⁸⁾ Man braucht nicht viel Fantasie, um vorherzusagen, dass „Blockchain-Tickets“ in der EU sich wahrscheinlich nicht verbreiten werden, selbst wenn diese erhebliche Vorteile gegenüber zentral gespeicherten Tickets böten.

Das Beispiel illustriert, dass die MiCAR bestimmte Emittenten und Dienstleister *nur* deshalb reguliert, weil sie eine bestimmte Technologie nutzen. Sicherlich wird man dafür Gründe anführen können. In den vergangenen Jahren schien es so, als würden Anleger alles kaufen, was unter dem Etikett „Krypto“ angeboten wird, ohne dem Inhalt viel Aufmerksamkeit zu schenken. Dennoch kann man sich fragen, ob ein solch irrationaler Wahn besonderen Schutz verdient. Viele erwerben Vermögenswerte zu spekulativen Zwecken, wie Luxusuhren, Gemälde, Wein, Briefmarken oder Sammelkarten, ohne dass der Gesetzgeber sie durch besondere Vorschriften schützt. Etwas anderes gilt für die Erwerber von Finanzinstrumenten, denn die Finanzmärkte beruhen auf dem Vertrauen der Anleger, und die gesamte Wirtschaft hängt vom reibungslosen Funktionieren der Finanzmärkte ab.³⁹⁾ Man sollte daher begrifflich scharf zwischen der MiCAR

und dem Finanzmarktrecht trennen. Die MiCAR regelt keine Finanzinstrumente, auch keine ähnlichen Instrumente, sondern alles, wofür DLT eingesetzt wird.

Dass die EU bloße Gutscheine und Eintrittskarten reguliert, nur weil sie auf einer Blockchain gespeichert und übertragen werden, lässt sich mit dem Wunsch erklären, die EU-Bürger vor dieser neuen, disruptiven Art des Angebots zu schützen. Dabei hat die EU einen Mittelweg gewählt: Sie erlaubt zwar die Ausgabe und den Vertrieb von Kryptowerten, unterwirft sie aber einer Reihe von maßgeschneiderten Vorschriften. Das Ziel ist es, Ordnung in den Kryptomarkt zu bringen, ähnlich der Ordnung, die auf dem Finanzmarkt vorherrscht. Dieses Ziel mag man bewerten wie man will, aber es ist jedenfalls nicht technologiespezifisch. Vielmehr ist es eine paternalistische Reaktion auf eine gewisse psychologische Unreife der Bevölkerung, die nun gesetzlich verankert ist. Dieser Ansatz könnte aber dazu führen, dass die EU technologisch ins Hintertreffen gerät.

Eine weitere negative Folge der technologiespezifischen Regulierung ist, dass sie nicht zukunftssicher ist, sondern häufig an neue Entwicklungen angepasst werden muss. In der Tat gibt es Anzeichen dafür, dass die MiCAR bereits bei ihrer Verabschiedung in Teilen veraltet war, denn es gibt schon jetzt neue Arten von Dienstleistungen, die nicht erfasst werden. Dazu gehört „DeFi“ (Decentralised Finance), dh Finanzdienstleistungen, die nicht durch Menschen, sondern durch auf einer Blockchain implementierte Algorithmen erbracht werden.⁴⁰⁾ DeFi stellt eine enorme Herausforderung für die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden dar, da es ihnen schwerfällt, Adressaten zu identifizieren, an die sie ihre Regeln und Maßnahmen richten können. Die MiCAR erwähnt DeFi nur in ihrer Präambel und hält fest, dass dieses Phänomen nicht geregelt wird.⁴¹⁾ Eine für das Europäische Parlament im Jahr 2023 erstellte Studie schlägt vor, dies zu ändern und DeFi in die nächste Regulierungswelle einzubeziehen.⁴²⁾

31) Zu den Ursprüngen des Grundsatzes der Technologieneutralität siehe *Greenberg*, 100 *Minnesota Law Review* 2015, 1495 (1495–1496).

32) ErwGr 6 vorletzter Satz MiCAR („Der Unionsrahmen für Märkte für Kryptowerte sollte die zugrunde liegende Technologie nicht regulieren“).

33) So auch *Maume*, 20 *ECFR* 2023, 243 (254–255).

34) Art 3 Abs 1 Nr 2 MiCAR.

35) Art 3 Abs 1 Nr 3 f MiCAR.

36) *Maume*, 20 *ECFR* 2023, 243 (251).

37) Siehe *supra* 1.3.

38) Die Ausnahme des Art 4 Abs 3 lit c) MiCAR für bereits erbrachte Dienstleistungen greift nicht, weil das Konzert erst in der Zukunft stattfindet.

39) *B. Raschauer*, *Finanzmarktaufsicht* (2015), 1, der zutreffend davon spricht, dass die Finanzwirtschaft für jede moderne Volkswirtschaft unabdingbar ist.

40) Siehe *Schär*, 103 *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 2021, 153 (153–174); *Zetzsche/Arner/Buckley*, 6 *Journal of Financial Regulation* 2020, 172 (173–174); *Lehmann et al*, 19 *J. Bus. & Tech. L.* 2023, 53 (61–67).

41) Siehe ErwGr 22 Satz 2 MiCAR („Werden Kryptowert-Dienstleistungen ohne eines Intermediärs in ausschließlich dezentralisierter Weise erbracht, so sollten sie nicht in den Anwendungsbereich dieser Verordnung fallen“).

42) *Zetzsche/Arner/Buckley*, *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, abrufbar unter [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU\(2023\)740083](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2023)740083) (14.2.2024).

Dies ist nicht die einzige Innovation, die MiCAR zu übersehen droht. Eine weitere ist *staking*, dh die Hingabe oder das Verpfänden von Kryptowerten gegen Erträge.⁴³⁾ Ebenfalls nicht geregelt ist die Krypto-Kreditvergabe (*crypto lending*), die nach Ansicht einiger Autoren ebenfalls reguliert werden sollte.⁴⁴⁾ Angesichts dieser Lücken sehen manche bereits eine MiCAR 2.0 am Horizont.⁴⁵⁾

Diese Situation erinnert an das alte Märchen vom Hasen und dem Igel: Was auch immer die EU unternimmt, die technologische Entwicklung ist ihr stets einen Schritt voraus. Aus diesem Dilemma gibt es nur einen Ausweg: den Verzicht auf regulatorische Spezifität und die Rückkehr zur regulatorischen Neutralität. Anlass jeder Regulierung sollte nicht die Art und Weise sein, in der Produkte oder Dienstleistungen angeboten werden, sondern ihr Inhalt und ihre Funktion. Finanzinstrumente haben einen besonderen Inhalt – Rechte und Pflichten gegenüber einem Emittenten – und eine besondere Funktion – die Bereitstellung von Finanzmitteln für die Wirtschaft –; deshalb unterliegen sie einer besonderen Gesetzgebung.⁴⁶⁾ Im Gegensatz dazu reguliert die MiCAR bestimmte Phänomene unabhängig von ihrem Inhalt und ihrer Funktion, nur weil sie auf DLT basieren.

2. Innovation fördern oder hemmen?

Aber wie sieht diese Regulierung inhaltlich aus? Die konkrete Ausgestaltung entscheidet darüber, welchen Einfluss die Verordnung auf die zukünftige europäische Kryptoindustrie haben wird. Wenn der gesetzte Rahmen zu restriktiv ist, könnte er die Branche im Keim ersticken. Ist er jedoch relativ leicht einzuhalten, könnte die MiCAR dem Kryptomarkt vielleicht sogar einen Schub verleihen, weil staatliche Regulierung das Vertrauen der Anleger stärken kann.

2.1. Weitreichende Pflichten

Ein zentraler Bestandteil der allgemeinen Vorschriften der MiCAR sind die Vorschriften über Transparenz und Offenlegung. Die Verordnung enthält eine Reihe von Anforderungen an das Whitepaper – das funktionale Äquivalent des Prospekts im Finanzmarktrecht, der im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot von Finanzinstrumenten zu erstellen ist.⁴⁷⁾ Das Whitepaper muss der Emittent von Kryptowerten oder derjenige, welcher die Zulassung von Kryptowerten zum Handel an einer Kryptobörse beantragt, bei der Aufsichtsbehörde einreichen.⁴⁸⁾ Sein Inhalt ist wesentlich kürzer als der des Prospekts für Finanzinstrumente. Trotzdem sind die Vorgaben immer noch erheblich.

Ihre Erfüllung verursacht Kosten. Die Europäische Kommission schätzt diese auf € 35.000 bis € 75.000 pro Whitepaper.⁴⁹⁾ Das ist kein Pappenstiel, gerade für Start-ups, die sich durch Kryptowerte finanzieren wollen. Auch ist es nicht einfach, ein solches Papier zu verfassen. In der Verordnung sind insgesamt 74 Informationen aufgeführt, die im äußersten Fall bereitgestellt werden müssen.⁵⁰⁾ Einige davon sind recht einfach zu beschaffen, wie der Name, die Rechtsform und die Anschrift des Emittenten. Andere dagegen erfordern wesentlich mehr Zeit und Mühe, zB die Angaben zur finanziellen Lage des Emittenten in den letzten drei Jahren oder die Informationen zu den Merkmalen und der Funktionsweise des Kryptowerts, einschließlich der für seine Klassifizierung erforderlichen Daten. Das Whitepaper muss auch über die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen des Kryptowerts auf das Klima informieren, für die der Proof-of-Work-Mechanismus berichtigt ist.⁵¹⁾ Außerdem muss es mehrere Warnungen enthalten. Unter anderem muss hervorgehoben werden, dass der Kryptowert seinen Wert ganz oder teilweise verlieren kann, dass er möglicherweise

nicht liquide ist und dass er keinem Einlagensicherungssystem unterfällt.⁵²⁾

Informations- und Warnpflichten wie diese sollen die zwischen dem Emittenten und der Plattform einerseits und dem potenziellen Erwerber andererseits bestehende Informationsasymmetrie überwinden. Sie sind in der Finanzwelt erprobt und bewährt.⁵³⁾ In der Welt der Kryptowerte kann man jedoch an ihrem Nutzen zweifeln. Es ist beispielsweise allgemein bekannt, dass Kryptowährungen wie Bitcoin und Ether keine Waren oder Dienstleistungen repräsentieren und keine Rechte für ihre Inhaber mit sich bringen. Ihre Eigenschaften und Funktionsweise werden täglich erprobt und weiter untersucht. Es erscheint unwahrscheinlich, dass eine formelle gesetzliche Verpflichtung diesen Prozess beschleunigen oder den Inhabern wertvolle zusätzliche Informationen über die bereits bekannten hinaus liefern könnte.

Bei einigen Instrumenten erscheint die Offenlegungspflicht sogar völlig unangemessen. Ein Beispiel hierfür ist der berühmte-berichtigte Dogecoin, der als Scherz und nicht als ernsthafte Anlagemöglichkeit erdacht wurde.⁵⁴⁾ Dass man den Zweck dieses Kryptowerts in einem bürokratischen Dokument beschreiben soll, könnte man als schlechten Witz ansehen. Aber dieser ist keineswegs harmlos, denn ein offizielles Whitepaper könnte dieser Art von Token eine Aura der Glaubwürdigkeit verleihen, die sie nicht verdienen.

Die MiCAR enthält allerdings auch an dieser Stelle eine Abweichung vom Finanzmarktrecht: Sie schreibt keine Prüfung oder Billigung des Whitepapers durch die zuständige Behörde vor, bei der dieses eingereicht werden muss.⁵⁵⁾ Dies ist ein bemerkenswerter Unterschied zum Prospekt für Finanzinstrumente, der immer aufsichtlich geprüft und gebilligt werden muss.⁵⁶⁾ Der Sinn liegt offenbar

43) Dazu Lehmann et al, 19 J. Bus. & Tech. L. 2023, 53.

44) *Avgouleas/Seretakis*, 24 EBOR 2023, 421.

45) *Maume*, 20 ECFR 2023, 243 (252); so auch EZB-Präsidentin *Lagarde* („There will have to be a MiCA 2^o“), siehe Transkript, Meeting Committee on Economic and Monetary Affairs vom 28.11.2022, 19, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221128_annex_1~cb29db2037.en.pdf (14.2.2024).

46) Vertiefend *Lehmann/Schinerl* The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR (im Erscheinen).

47) Siehe Art 3 ProspektVO.

48) Art 4, 5, 17 Abs 1 lit a) und Art 48 Abs 1 lit b) MiCAR.

49) Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates on Markets in Crypto-assets, KOM(2020) 593, 4 endg.

50) Siehe Art 6 iVm Anhang I MiCAR. Überraschenderweise sind die Informationspflichten bei Stablecoins weniger zahlreich. Sie umfassen maximal 65 Punkte für ART, siehe Art 19 MiCAR iVm Anhang II, und maximal 37 Punkte für EMT, siehe Art 51 iVm Anhang III MiCAR. Dies steht im Gegensatz zu der ansonsten strengeren Regulierung von Stablecoins nach der Verordnung, siehe *infra* 3.1.

51) Art 6 Abs 1 lit j) MiCAR.

52) Siehe Art 6 Abs 5 MiCAR.

53) Zur Begründung von Offenlegungsvorschriften im Finanzmarktrecht siehe *Armour et al*, Issuer Disclosure Regulation, in *Armour et al*, Principles of Financial Regulation (2016) 161–164.

54) Zur Geschichte von Dogecoin siehe <https://dogecoin.com/dogepedia/articles/history-of-dogecoin/> (14.2.2024).

55) Eine Ausnahme gilt für Kreditinstitute (Banken), die Stablecoins emittieren und in diesem Zusammenhang ihr Whitepaper genehmigen lassen müssen, siehe Art 17 Abs 1 MiCAR. Zu dieser Bestimmung siehe *infra* FN 117.

56) Art 20 ProspektVO.

gerade darin, auch nur den Anschein der Seriosität des Kryptowerts zu vermeiden und gleichzeitig die öffentlichen Ressourcen zu schonen. Um diese Besonderheit zu unterstreichen, muss das Whitepaper ausdrücklich darauf hinweisen, dass es von keiner zuständigen Behörde eines Mitgliedstaates der EU geprüft oder gebilligt wurde.⁵⁷⁾ Doch die wohlgemeinte Warnung kann leicht in die Irre führen. Marktteilnehmer könnten sie in dem Sinne verstehen, dass eine solche Billigung verweigert wurde oder noch aussteht, oder dass der Vertrieb des Kryptowerts in der EU nicht zulässig wäre. Außerdem fragt man sich, welchen Zweck eine Pflicht zur Vorlage des Whitepapers bei der zuständigen Behörde hat, wenn diese es weder prüfen noch billigen muss. Diese Sinnwidrigkeit hat ihren Grund darin, dass der Gesetzgeber Anleihen bei der Finanzmarktregulierung genommen, diese aber nur halbherzig in der MiCAR umgesetzt hat, weil er selbst Bedenken an deren Angemessenheit für den Kryptosektor hegt. Eine solch schizophrene Position dürfte der Entwicklung des DLT-Sektors in der Union kaum förderlich sein und steht somit im Widerspruch zu den erklärten Absichten der EU.

Die MiCAR enthält zudem weitreichende Verhaltenspflichten für alle, die eine Zulassung von Kryptowerten zum Handel in der Union anstreben.⁵⁸⁾ Zu beachten ist dabei, dass Kryptowerte nicht an traditionellen Börsen gehandelt werden, sondern nur an sogenannten Kryptobörsen.⁵⁹⁾ Diese benötigen in Zukunft für jeden neu von ihnen angebotenen Kryptowert eine eigene Zulassung. Die auf sie anwendbaren Regeln können mit jenen der MiFID II für Wertpapierfirmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen verglichen werden,⁶⁰⁾ sind aber weniger detailliert und weitreichend. Auch für Kryptobörsen gilt die Pflicht, ehrlich, redlich und professionell zu handeln; mit den (potenziellen) Inhabern in redlicher, eindeutiger und nicht irreführender Weise zu kommunizieren; sowie Interessenkonflikte zu ermitteln, zu vermeiden, zu handhaben und – als *ultima ratio* – offenzulegen.⁶¹⁾ Das erscheint sinnvoll. Gleiches gilt für das Verbot des

Marktmissbrauchs.⁶²⁾ Es liegt nahe, dass die Verwendung von Insiderinformationen und Marktmanipulation auch im Kontext von Kryptowerten nicht gestattet sein soll, weil sie dem Fairness-Gedanken widerspricht. Zumindest hier findet die Anlehnung an das Finanzmarktrecht eine starke Rechtfertigung.

2.2. Erleichterungen

Um ein vollständiges Bild von den bürokratischen Bürden durch die MiCAR zu erhalten, muss man auch die Ausnahmen von ihrem Anwendungsbereich berücksichtigen. Neben denen für einige Arten von Kryptowerten, die bereits erörtert wurden,⁶³⁾ enthält die Verordnung auch eine Ausnahme für bestimmte Unternehmen und Tätigkeiten.

Insbesondere nimmt Titel II der MiCAR eine Reihe von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) von ihrem Anwendungsbereich aus. Diese Personen müssen kein Whitepaper publizieren, bevor sie Kryptowerte in der Union anbieten, und sie müssen sich nicht an die Vorschriften für Marketingkommunikation halten.⁶⁴⁾ Ebenfalls aufgenommen sind alle, die ihre Kryptowerte nur qualifizierten Anlegern oder weniger als 150 anderen natürlichen Personen in einem Mitgliedstaat anbieten oder deren Emission € 1 Mio nicht übersteigt,⁶⁵⁾ es sei denn, sie haben ihre Absicht bekundet, die Zulassung zum Handel mit diesen Vermögenswerten an einer Kryptobörse zu beantragen.⁶⁶⁾

Problematisch an letzterer Ausnahme ist der sehr niedrige Schwellenwert. Er liegt fast 90% unter dem von € 8 Mio, welchen die Mitgliedstaaten für Prospekte von Finanzinstrumenten vorsehen können.⁶⁷⁾ Nur die aller kleinsten Start-ups der Tech-Szene können sich davon eine Erleichterung erhoffen. Zudem wird ihnen die Ausnahmeregelung nicht lange helfen, da jedes erfolgreiche Unternehmen schnell über den entsprechenden Betrag hinauswachsen wird. Es darf daher bezweifelt werden, ob diese Erleichterung wirklich geeignet

ist, eine europäische Kryptoindustrie zu fördern.

2.3. Zivilrechtliche Haftung

Die MiCAR sieht eine zivilrechtliche Haftung für den Fall vor, dass das Whitepaper nicht vollständig, redlich oder verständlich oder irreführend ist.⁶⁸⁾ Diese Haftung ist besonders streng ausgestaltet; insbesondere ist sie verschuldensunabhängig. Zudem beschränkt sie sich nicht nur auf den Emittenten der Kryptowerte und diejenigen, die deren Zulassung zum Handel beantragen, sondern erfasst auch die Mitglieder der Geschäftsleitung und Aufsichtsorgane, die für Verstöße gegen die Verordnung persönlich haftbar gemacht werden können.

Die Regeln für die zivilrechtliche Haftung sind einheitlich auf europäischer Ebene festgelegt und weichen nicht von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat ab. Das hat mehrere Vorteile. Erstens verbessert dies die Möglichkeiten der privaten Rechtsdurchsetzung und verstärkt damit die abschreckende Wirkung der neuen Vorschriften. Zweitens werden durch die einheitliche Haftungsregelung komplizierte kollisionsrechtliche Probleme beseitigt.⁶⁹⁾ Schließlich wird jede Diskriminierung zwischen Investoren aus verschiedenen Ländern vermieden.⁷⁰⁾

Die europaweite einheitliche zivilrechtliche Haftungsgrundlage für fehlerhafte Whitepaper schafft jedoch eine Kluft zum Finanzsektor, denn die Prospekthaftung ist immer noch weitgehend durch nationales Recht geprägt; nur wenige Parameter sind hier von der EU vorgegeben.⁷¹⁾ Das wirft die Frage auf, warum die EU für den Kryptomarkt eine höhere Integration und eine striktere private Durchsetzung vorsieht als für den Finanzmarkt. Eine mögliche Antwort darauf könnten die vergleichsweise schwachen Befugnisse zur öffentlichen Durchsetzung der MiCAR sein, zum Beispiel das Fehlen strafrechtlicher Sanktionen.⁷²⁾ Es wäre jedoch paradox, wenn der EU-Gesetzgeber in einem Bereich auf *private enforcement* und in einem anderen auf

57) Art 6 Abs 3 MiCAR.

58) Art 14 MiCAR.

59) Zur Einordnung dieser neuartigen Handelsplätze siehe *Schopper/Raschner*, ÖBA 2019, 249.

60) Siehe Art 24 MiFID II.

61) Art 14 Abs 1 MiCAR; vgl §§ 45–47 WAG 2018.

62) Titel VI MiCAR.

63) *Supra* 1.2.

64) Art 4 Abs 2 MiCAR, unter Ausschluss der Anwendung von Art 6, 8 und 9 MiCAR.

Vgl auch Art 4 Abs 2 lit b), c), d) und f) MiCAR. Andererseits unterliegen die ausgenommenen Personen weiterhin den Regeln für Marketingkommunikation in Art 7 MiCAR und der Verpflichtung zu ehrlichem, redlichem und professionellem Verhalten in Art 14 MiCAR.

65) Art 4 Abs 2 MiCAR.

66) Art 4 Abs 4 MiCAR.

67) Art 3 Abs 2 ProspektVO.

68) Siehe Art 15, 26 und 52 MiCAR.

69) Zum anwendbaren Recht auf die Pro-

spekthaftung siehe *Lehmann*, 12 JPIL 2016, 318; *Einsle*, ZEuP 2012, 23; *Freitag*, WM 2015, 1165; v. *Hein*, in Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, Beiträge für Klaus J. Hopt aus Anlass seiner Emeritierung (2008) 371; *Kuntz*, WM 2007, 423; *Schmitt*, BKR 2010, 366; *Weber*, WM 2008, 1581.

70) Dazu *Lehmann* aaO, 327–335.

71) Siehe Art 11 ProspektVO.

72) *Maume*, 20 ECFR 2023, 243 (274).

public enforcement setzen würde.⁷³⁾ Auch das klassische Finanzmarktrecht verdient eine effektive Durchsetzung mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln. Daher sollte die EU uniforme Haftungsregeln auch in das traditionelle Finanzmarktrecht aufnehmen.⁷⁴⁾

3. Die widersprüchliche Behandlung von Stablecoins

Den Kern der MiCAR bilden die Bestimmungen über Stablecoins. Sie sollen verhindern, dass ein privater und globaler Konkurrent zu den nationalen Währungen entsteht, der die Transmission der Geldpolitik behindern und die geldpolitische Souveränität der EU und ihrer Mitgliedstaaten gefährden könnte.⁷⁵⁾ Derartige Befürchtungen sind keineswegs abwegig. Mit der Einführung eines privaten Zahlungsmittels würde sich die Welt in der Tat in unbekannte Gewässer begeben. Computer würden die Zentralbanken ersetzen, die nicht mehr handeln könnten, um Finanzkrisen zu verhindern oder abzuschwächen. Stattdessen würden Algorithmen die Geldmenge bestimmen, ohne dass Menschen eingreifen könnten.

3.1. Begrenzung der Stablecoins

Die MiCAR reagiert auf diese Bedrohung mit der Regulierung von Stablecoins. Diese werden in zwei Arten unterteilt: vermögenswertreferenzierte Token (Asset-Referenced Token, ART) und E-Geld-Token (E-Money Token, EMT). EMT zielen auf ein stabiles Verhältnis zu einer amtlichen Währung ab; ART sind dagegen alle Stablecoins, die sich auf andere Werte beziehen, zB auf Rohstoffe und Indizes, oder auf *mehrere* offizielle Währungen.⁷⁶⁾

Die MiCAR enthält eine gestufte Regulierung von ART und EMT. Auf der untersten Stufe stehen „normale“ Stablecoins, dh solche, die nicht weit verbreitet sind. EMT unterliegen dabei der E-Geld-Richtlinie, auf welche die MiCAR ausdrücklich verweist.⁷⁷⁾ Sie können nur von Kreditinstituten oder E-Geld-Instituten begeben werden.⁷⁸⁾ ART können außer von Kreditinstituten auch durch in der

Union niedergelassene juristische Personen oder Unternehmen begeben werden, soweit sie eine spezielle Zulassung erhalten haben.⁷⁹⁾ Eine solche Zulassung ist an eine Reihe weiterer Bedingungen geknüpft, die aus dem Bankrecht bekannt sind. Dazu gehören Fit-&-Proper-Tests für die Geschäftsführung und ein guter Leumund der qualifizierten Aktionäre.⁸⁰⁾ Auch Regeln zur Geschäftskontinuität, interne Kontrollmechanismen und Risikomanagementverfahren sowie Datensicherheitsmaßnahmen fallen hierunter.⁸¹⁾ Stablecoin Whitepaper bedürfen – im Unterschied zu denen anderer Token – der Genehmigung der zuständigen Behörde; diese gilt mit der Gewährung der Zulassung als erteilt.⁸²⁾ Weiters ist auch die Pflicht zur Veröffentlichung laufender Informationen vorgesehen.⁸³⁾

Auf der nächsten Stufe stehen „signifikante“ ART und EMT, dh solche mit einem Ausgabewert von über € 100 Mio. Deren Emittenten müssen vierteljährlich bestimmte in der Verordnung genannte Informationen liefern.⁸⁴⁾ Dazu gehören die Anzahl der Inhaber von ihnen ausgegebener Stablecoins sowie die durchschnittliche Zahl und der durchschnittliche Wert der Transaktionen pro Tag. Diese Anforderungen stehen in großer Weise zum Währungsrecht.⁸⁵⁾

Stärker reguliert sind ART und EMT mit einem Ausgabewert von über € 100 Mio. Dies sind Stablecoins, die drei der folgenden sieben Kriterien erfüllen: 1. die Anzahl der Stablecoin-Inhaber übersteigt 10 Mio, 2. der Wert, die Marktkapitalisierung oder der Umfang der Vermögenswertreserve beträgt mehr als € 5 Mrd, 3. die durchschnittliche Zahl der Transaktionen pro Tag beträgt mehr als 2,5 Mio und ihr Wert übersteigt € 500 Mio, 4. der Emittent ist ein „Gatekeeper“ im Sinne des Digital Markets Act (DMA), 5. der Emittent ist in erheblichem Umfang international tätig, 6. er ist mit dem Finanzsystem verflochten und 7. derselbe Emittent gibt mindestens einen anderen ART oder EMT aus.⁸⁶⁾ Zur Veranschaulichung ein Beispiel: Ein Emittent, der mehr als einen Stablecoin anbietet, mit einem Finanzinstitut verbunden ist und international tätig ist, kann als „bedeutend“ eingestuft werden, unabhängig von Um-

fang, Wert und Verwendung der Emission. Die Einstufung obliegt der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), die auch die Aufsicht über derartige Emittenten ausübt.⁸⁷⁾ Letzterer unterliegt spezifischen zusätzlichen Verpflichtungen; so müssen diese eine Vergütungspolitik einführen, die ein solides und wirksames Risikomanagement fördert, zudem ein effizientes Liquiditätsmanagement betreiben sowie Liquiditätsstresstests durchführen.⁸⁸⁾ Parallele Vorschriften gibt es für Emittenten von Finanzinstrumenten nicht, sondern diese sind vielmehr typisch für die Bankenregulierung. Dies zeigt, dass die MiCAR aus unterschiedlichen Versatzstücken zusammengesetzt ist.

Auf der vierten und letzten Stufe sind ART und EMT angesiedelt, die man in Ermangelung eines besseren Wortes als „supersignifikant“ bezeichnen kann. Dabei handelt es sich um Stablecoins, die pro Tag für durchschnittlich mehr als 1 Mio Transaktionen im Gesamtwert von € 200 Mio verwendet werden und das über einen Zeitraum von drei Monaten.⁸⁹⁾ Diese Zahlen erscheinen zunächst niedriger als die Kriterien für signifikante Stablecoins. Zu beachten ist jedoch, dass Maßstab für jene die EU insgesamt ist, während die Kriterien für „supersignifikante“ Stablecoins für jedes Währungsgebiet der EU einzeln gelten, dh zB für die Eurozone, Polen, Schweden oder Ungarn. Die Einstufung erfolgt durch die EBA. Sie hat dramatische Folgen: Der Emittent muss jegliche weitere Emission sofort einstellen und der EBA innerhalb von 40 Arbeitstagen einen Plan vorlegen, wie er die Nutzung des Stablecoins reduzieren will.⁹⁰⁾ Es handelt sich damit um eine harte Obergrenze, die kein Stablecoin je überschreiten darf. Dahinter steht die Absicht, den Euro und die anderen amtlichen Währungen der Mitgliedstaaten als dominantes Zahlungsmittel zu erhalten.

3.2. Förderung oder Einschränkung von Stablecoins

Die MiCAR verhält sich zu Stablecoins ambivalent. Obwohl sie deren Ausgabe ab einem bestimmten Volumen verbietet, möchte sie diese paradoxerweise gleichzeitig fördern. Sie tut dies,

73) Vgl ebd.

74) Zu diesem Vorschlag siehe *Busch/Lehmann*, 14 JETL 2023, 113 (113–123).

75) Siehe *supra* 1.1.

76) Siehe Art 3 Abs 1 Nr 6 und 7 MiCAR.

77) Art 48 Abs 3 MiCAR. Siehe auch die Fiktion von E-Geld-Token als E-Geld in Art 48 Abs 2 MiCAR.

78) Art 48 Abs 1 MiCAR.

79) Art 16 Abs 1 MiCAR.

80) Art 18 Abs 2 lit i) und j) MiCAR.

81) Art 18 Abs 2 lit n) – p) MiCAR.

82) Art 21 Abs 1 S 2 MiCAR. Zur besonderen Genehmigung der Whitepaper von Kreditinstituten, siehe *infra* FN 113.

83) Art 19, 30 MiCAR.

84) Art 22 MiCAR.

85) Vgl hierzu VO (EU) 2020/2011 der Europäischen Zentralbank vom 1.12.2020 (EZB/2020/59), ABI L 2020/418, 1.

86) Art 43 Abs 1 und 2, sowie Art 56 MiCAR.

87) Art 117 Abs 1 und 4 MiCAR. Beachte, dass EBA im Fall von signifikanten EMT nur für die Überwachung der Einhaltung der Art 55 und 58 MiCAR zuständig ist; für alle anderen Fragen bleibt die nationale Behörde zuständig.

88) Art 45 MiCAR.

89) Art 23 Abs 1 und Art 58 Abs 3 MiCAR.

90) Art 23 Abs 1 MiCAR.

indem sie die rechtliche Stellung der Inhaber stärkt. So schreibt die Verordnung den Emittenten von ART beispielsweise Eigenkapitalanforderungen in Höhe von mindestens € 350.000 vor.⁹¹⁾ Dies ist im Kapitalmarktrecht eine völlige Neuheit; sie war bislang eher im Bankrecht bekannt. Außerdem verlangt die Verordnung vom Emittenten die Bildung einer Vermögenswertreserve, deren Verwahrung und Anlage spezifischen Regeln unterliegen; zB muss die Reserve von den Vermögenswerten des Emittenten getrennt verwahrt werden und darf nur in hochliquide Instrumente mit minimalem Markt-, Kredit- und Konzentrationsrisiko investiert werden.⁹²⁾ Des Weiteren sieht die Verordnung ein Recht der Anleger auf Rücktausch ihrer Investitionen vor.⁹³⁾ Beides hat Ähnlichkeiten mit dem Investmentrecht. Die MiCAR enthält darüber hinaus Regeln für den Erwerb von qualifizierten Beteiligungen an Stablecoin-Emittenten sowie für Sanierungs- und Rücktauschpläne.⁹⁴⁾ Auch hier hat sich der EU-Gesetzgeber vom Regelwerk für Banken inspirieren lassen, wo derartige Vorschriften schon länger bekannt sind.

Diese Vorschriften sind geeignet, Stablecoins Glaubwürdigkeit zu verleihen und das Vertrauen der Anleger in diese zu stärken. Andererseits können sie aber auch eine restriktive Wirkung entfalten. So steht das Rücktauschrecht der Anleger der Schaffung algorithmischer oder „synthetischer“ Stablecoins entgegen, bei denen die Wertstabilität durch die automatische Anpassung von Ausgabe und Nachfrage erzielt wird.⁹⁵⁾ Eine obligatorische Vermögenswertreserve ist mit diesem Geschäftsmodell unvereinbar. Nach Inkrafttreten der MiCAR wird es daher nicht mehr möglich sein, diese Art von Stablecoins in der EU anzubieten.

3.3. Bewertung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die MiCAR eine widersprüchliche Politik in Bezug auf Stablecoins verfolgt: Einerseits fördert sie deren Erwerb durch einen sicheren Rechtsrahmen, andererseits will sie deren weite Verbreitung verhindern. Diese gegensätzlichen Tendenzen lassen sich nur durch die heterogene Zielsetzung der MiCAR erklären: Anlegerschutz auf der einen Seite,

Geldpolitik auf der anderen. Bisher konfligierten diese Ziele nicht, weil sie in verschiedenen Bereichen gelten: Finanzmärkte auf der einen Seite, Geld- oder Zahlungsdienste auf der anderen Seite. Mit der MiCAR werden diese Ziele nun in einem Instrument zusammengeführt und auf denselben Bereich angewandt. Sie können sich daher konterkarieren.

Gleichzeitig vereint die MiCAR – insbesondere im Bereich der Stablecoins – Vorschriften aus verschiedenen Rechtsgebieten. Während einige aus dem Recht der Finanzinstrumente stammen, zB die Offenlegungs- und Transparenzvorschriften, sind andere dem Bankrecht nachgebildet, zB der Fit-&-Proper-Test, die Eigenkapitalanforderungen oder die Stresstests. Weitere basieren auf dem Währungsrecht, zB die Meldepflicht über die Anzahl der Transaktionen oder die harte Obergrenze für die Verbreitung von privatem Geld. Wieder andere sind dem Investmentrecht ähnlich – namentlich die Vorschriften über die Anlage der Vermögensreserve und das Rücktauschrecht der Anleger.

Es liegt auf der Hand, dass diese Kombination zu einer Doppelung und Vervielfachung von Vorschriften führt, die mit sehr hohen Belastungen für die Emittenten von Stablecoins einhergeht. Darüber hinaus kann die Vermischung verschiedener Ziele und Instrumente unvorhergesehene Auswirkungen haben. Stellen Sie sich beispielsweise den Lebensweg eines Stablecoins von seiner erstmaligen Emission bis hin zu seiner „Supersignifikanz“ vor. Anfänglich trägt die MiCAR zu seiner Verbreitung bei, indem sie einen klaren Rechtsrahmen und wichtige Sicherheitsvorkehrungen für Anleger bietet. Sobald jedoch der Schwellenwert für supersignifikante Stablecoins erreicht ist, verschließt die Verordnung komplett die Tür für weitere Emissionen und verlangt sogar, dass der Emittent der Aufsichtsbehörde einen Plan zur Reduzierung der Verwendung von Stablecoins vorlegt. Wie der Markt auf diese Regelung reagieren wird, lässt sich aktuell nur schwer absehen. Ein mögliches Szenario ist, dass ein zunächst enthusiastisches Interesse an Stablecoins schnell wieder abebben könnte, sobald die Gefahr besteht, dass der Stablecoin „zu erfolgreich“

wird. Der genaue Zeitpunkt, an dem die Stimmung umschlägt, lässt sich kaum vorhersagen, da der Markt typischerweise spätere Entwicklungen antizipiert und in gegenwärtige Kurse einpreist. Dies dürfte zu einer erheblichen Verunsicherung der Anleger und zu extremer Volatilität der Preise führen.

Alles in allem gewährt die EU der Stablecoin-Industrie damit nur beschränkte Entfaltungsmöglichkeiten. Sie fördert zwar einerseits die Innovation, setzt jedoch andererseits prohibitive Grenzen. Stablecoins werden als Zahlungsinstrument akzeptiert und gefördert, aber nur bis zu einem gewissen Grad. In diesem Sinne ist die MiCAR eher von Angst und dem Wunsch geprägt, den Status quo zu erhalten, als von Optimismus gegenüber der Technologie und Offenheit für ihre zukünftige Entwicklung.

Jedoch sind die Mängel der Verordnung noch gravierender. Mit der einseitigen Fokussierung auf Stablecoins hat die EU möglicherweise das Ziel verfehlt, denn es ist keineswegs ausgeschlossen, dass auch andere Token als Zahlungsmittel verwendet werden. Man könnte sich zB vorstellen, dass Amazon, Apple, Google oder ein anderes Technologieunternehmen der „Magnificent Seven“ einen Token begibt, der nicht an einen Vermögenswert gebunden ist, aber dennoch eine weite Verbreitung als Zahlungsmittel findet. Ein Beispiel wäre ein „Amazon Coin“, mit dem alle Waren und Dienstleistungen auf der Webseite und App von Amazon erworben werden können. Ein solcher Token könnte schnell zu einem bedeutenden Konkurrenten für nationale Währungen werden. Doch die MiCAR enthält keine Bestimmungen über deren Kontrolle oder Verbot. Selbst wenn man das Ziel begrüßt, die Vormachtstellung staatlicher Währungen gegenüber privaten Zahlungsmitteln zu sichern, erreicht die Verordnung dieses Ziel nur unvollkommen.

4. Die Festung Europa

Der Markt für Kryptowerte ist global und seiner Natur nach grenzüberschreitend.⁹⁶⁾ Sie werden auf der ganzen Welt gehandelt, unabhängig vom Standort der Emittenten, Dienstleister oder der Nodes,

91) Art 35 MiCAR.

92) Art 36–38 MiCAR.

93) Art 36–39 MiCAR.

94) Art 41–42, 46–47, 55 MiCAR. Die Vorschriften über qualifizierte Beteiligungen an Emittenten von ERT ergeben sich aus der E-Geld-Richtlinie, siehe deren Art 3 Abs 3 Richtlinie 2009/110/EG des

Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, ABl L 2009/267, 10. Krit. dazu *Siadat*, RdF 2021, 12 (13), der das Zusammenspiel zwischen MiCAR und der E-Geld-Richtlinie als Systembruch beschreibt, da die MiCAR

grundsätzlich ein Exklusivitätsverhältnis zu anderen EU-Aufsichtsvorschriften vorsieht.

95) Zu algorithmischen Stablecoins siehe *Lehmann/Meyle*, in *Bonomi/Lehmann/Lalani*, *Blockchain and Private International Law* (2023), 372–398.

96) Vgl auch ErwGr 8 erster Satz MiCAR.

dh der Server, welche die einzelnen Transaktionen validieren und die Transaktionshistorie speichern. Diese globale Natur ist kein Zufall, sondern liegt in der DNA der Blockchain. Die zugrundeliegende Technologie (DLT) wurde gerade aus dem Bedürfnis heraus entwickelt, einen grenzenlosen, von jedem Staat unabhängigen Übertragungsmechanismus zu schaffen.⁹⁷⁾

4.1. Domestizierung von Stablecoin-Emittenten und Kryptowert-Dienstleistern

Die MiCAR ist bestrebt, diesen globalen Markt zu regulieren. Dazu unterwirft sie bestimmte Teilnehmer strengen Anforderungen im Hinblick auf ihre Herkunft. Diese gelten sowohl für Stablecoin-Emittenten als auch für Kryptowert-Dienstleister (Crypto-Asset Service Providers, CASP).

Emittenten von Stablecoins (ART und EMT) müssen in der EU zugelassene Kreditinstitute, juristische Personen oder andere Unternehmen mit Sitz in der Union sein.⁹⁸⁾ Der Begriff „Sitz“ zielt offenbar auf den Ort der Geschäftsführung (Verwaltungssitz oder „tatsächlicher“ Sitz) ab und nicht auf den Ort der Gründung oder den satzungsmäßigen Sitz, der bei „anderen Unternehmen“, insbesondere Personengesellschaften, nicht zwingend existiert.⁹⁹⁾ Eine bloße Zweigniederlassung in der EU wäre jedenfalls nicht ausreichend.

Noch strenger sind die Anforderungen an die CASP. Zusätzlich zu ihrem eingetragenen Sitz und dem Ort ihrer Geschäftsführung muss mindestens auch einer ihrer Geschäftsführer seinen Wohnsitz in der EU haben.¹⁰⁰⁾ Ein solches Erfordernis ist selbst im sonst strengen Finanzmarktrecht unbekannt. Theoretisch ließe sich dieses umgehen, indem man einen nicht geschäftsführenden Gesellschafter in den Vorstand der Gesellschaft beruft, der eine rein nominelle Funktion ausübt. Es ist allerdings unwahrschein-

lich, dass die zuständigen Behörden ein solches Umgehungsmanöver zulassen würden.

Der Grund für die strikten Standortanforderungen liegt auf der Hand: Sie sollen eine wirksame Aufsicht ermöglichen. Die zuständigen Behörden müssen in der Lage sein, die Räumlichkeiten der von ihnen beaufsichtigten Unternehmen zu inspizieren, deren Mitarbeiter zu befragen und Unterlagen vor Ort zu überprüfen. Wenn CASP ihren Anordnungen nicht nachkommen, müssen die Behörden eine natürliche Person zur Rechenschaft ziehen können. In der heute zunehmend globalisierten und entmaterialisierten Welt ist dies alles andere als einfach. Vorstände können im Ausland leben und auf Distanz arbeiten, so dass die Durchsetzung regulatorischer Anordnungen zu einer Farce zu werden droht. Die EU versucht dies zu verhindern, indem sie eine physische Präsenz von Stablecoin-Emittenten und CASP in einem Mitgliedstaat verlangt.

Im Vergleich dazu ist das Finanzmarktrecht der EU für ausländische Emittenten und Dienstleister viel offener. Nehmen wir die Prospektverordnung: Sie ermöglicht es Emittenten aus Drittstaaten, einen Prospekt bei einer zuständigen nationalen Behörde einzureichen und zu diesem Zweck ihren „Herkunftsmitgliedstaat“ zu wählen.¹⁰¹⁾ Sobald der Prospekt genehmigt worden ist, kann er für das Angebot von Finanzinstrumenten in der gesamten Union verwendet werden.¹⁰²⁾ Die MiFID II enthält keine Anforderungen hinsichtlich der Herkunft von Wertpapierfirmen, so dass Firmen aus Drittstaaten ihre Dienstleistungen in der EU erbringen können; die Mitgliedstaaten dürfen für den Vertrieb an Kleinanleger und gekorene professionelle Kunden eine Niederlassung in der EU verlangen, müssen dies aber nicht.¹⁰³⁾ Dies kontrastiert mit den strengen Herkunftsanforderungen der MiCAR für Stablecoin-Emittenten und auch für CASP, die ähnliche Funktionen wie Wertpapierfirmen ausüben. Im Ergebnis können Kryptowerte – im Gegensatz zu Finanzinstru-

menten – nicht außerhalb der EU emittiert und in der EU vertrieben werden; ebenso wenig können Dienstleistungen im Zusammenhang mit solchen Werten durch drittstaatliche Dienstleister erbracht werden.¹⁰⁴⁾ Die einzige Möglichkeit für EU-Bürger, Zugang zu Kryptowerten und Kryptowert-Dienstleistungen aus Drittstaaten zu erlangen, besteht darin, auf eigene Initiative nach ausländischen Angeboten zu suchen (sog. „reverse solicitation“).¹⁰⁵⁾ Dies birgt zusätzliche Risiken für die Kunden, da diese Angebote völlig unreguliert sein können.

4.2. Die Folgen

Es liegt nahe, dass die EU-Standortanforderungen zu einer Isolierung des EU-Marktes führen. Emittenten von Stablecoins und CASP aus Drittstaaten stehen vor einer Wahl: Wenn sie ihre Produkte oder Dienstleistungen in der EU ansässigen Personen anbieten wollen, müssen sie eine neue juristische Person in einem der 27 Mitgliedstaaten gründen. Ist ihnen das zu umständlich, müssen sie EU-Anleger von ihren Angeboten ausschließen. Bezeichnenderweise können sie EU-Kunden von außerhalb der EU selbst dann nicht bedienen, wenn sie die Anforderungen der MiCAR bis auf das letzte Jota einhalten.

Diese geographische Strenge hat möglicherweise nicht nur aufsichtsrechtliche, sondern auch industriepolitische Gründe. Sie zielt offenbar darauf ab, die Kryptoindustrie in der EU heimisch zu machen. Für die großen Player der Branche mag dies vielleicht funktionieren, denn diese haben sowohl die Anreize als auch die Mittel, um lokale Tochtergesellschaften für ihre europäischen Kunden zu gründen. Neue Marktteilnehmer, die nicht über die entsprechenden finanziellen Mittel verfügen, werden sich diesem Diktat dagegen schwerlich beugen. Für sie ist es viel naheliegender, die EU insgesamt zu meiden. Theoretisch könnte dies der EU die Möglichkeit verschaffen, eine eigene Kryptoindustrie aufzubauen, die ihren Re-

97) Näher zur Philosophie der DLT *Brunton*, Digital Cash: The Unknown History of the Anarchists, Utopians, and Technologists Who Created Cryptocurrency (2019) 111; *Swartz*, 32 Cultural Studies 2018, 623.

98) Art 16 Abs 1 lit a) MiCAR.

99) Die Niederlassung fungiert hier als Regulierungskriterium und ist unabhängig von der kollisionsrechtlichen Debatte um die Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts zwischen der Sitz- und der Gründungstheorie. Zu dieser Debatte v. *Bar/Mankowski*, Internationales Privatrecht II² (2019) 983–1035;

Kindler, in MüKoBGB⁸ Internationales Handels- und Gesellschaftsrecht (2021) Rz 354–428; *Lehmann*, in Leible/Reichert, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts VI⁵ (2022) 122–133.

100) Art 59 Abs 2 MiCAR.

101) Siehe Art 2 lit m) Z ii und iii ProspektVO.

102) Art 24 Abs 1 ProspektVO.

103) Siehe Art 5 MiFID II, der keine Anforderungen an die Niederlassung oder die tatsächliche Geschäftsführung von Wertpapierfirmen in der EU enthält. Zum Erfordernis der Errichtung einer Zweigniederlassung in der EU siehe Art 39 MiFID II.

104) AA *Maume*, 20 ECFR 2023, 243 (262), der meint, MiCAR könne direkte Auswirkungen auf die Märkte rund um den Globus haben. Das gilt jedenfalls nicht für den EU-Stablecoin- und den Kryptowert-Dienstleistungsmarkt, der effektiv vom Rest der Welt abgeschnitten sein wird.

105) Siehe Art 61 MiCAR. Die deutsche Übersetzung dieser Vorschrift ist leider völlig verunglückt, da sie den Eindruck erweckt, der *Kunde* würde die Dienstleistung erbringen. Richtig dagegen der englische Wortlaut.

geln folgt und ihre Produkte und Dienstleistungen in alle Welt exportiert. Diese Hoffnung des Unionsgesetzgebers scheint zumindest im Moment sehr unrealistisch zu sein, und sie würde letztlich scheitern, wenn andere Staaten oder Regionen eine ähnlich protektionistische Haltung wie die EU einnehmen.

Die sehr hohen Marktzugangsschranken, die MiCAR errichtet, sind ein weiteres Beispiel für die „Festung Europa“.¹⁰⁶⁾ Sie mögen die Bewohner der EU zwar vor vielen unseriösen und betrügerischen Angeboten von außen schützen. Eine Festung kann aber auch die Menschen im Inneren von der Versorgung von außen abschneiden. Darüber hinaus teilt sie den Markt für Kryptowerte in territoriale Segmente auf. Dies widerspricht dem globalen Wesen der Blockchain und der Kryptoindustrie. Der „Brussels Effect“, dh der Export von Vorschriften in andere Teile der Welt, wird nicht funktionieren, wenn die MiCAR nicht auch von Emittenten und Anbietern von außerhalb der EU eingehalten werden kann. Die EU sollte daher ihre Standortanforderungen dringend überdenken.

4.3. Kein Recht ist dem der EU gleichwertig

Die isolationistische Tendenz der MiCAR wird durch das Fehlen einer Äquivalenzregelung noch verschärft. Eine solche Regelung ermöglicht es den Finanzmarktakteuren, in den EU-Markt unter Einhaltung der Vorschriften ihres Herkunftslandes einzutreten, sofern diese zu gleichwertigen Ergebnissen wie die der EU führen.¹⁰⁷⁾ Sowohl die Prospektverordnung als auch die MiFIR enthalten entsprechende Äquivalenzregelungen, ebenso wie rund 40 andere EU-Rechtsakte.¹⁰⁸⁾ Anders die MiCAR. Die Verordnung sieht keine Möglichkeit vor, den Regulierungs- und Aufsichtsrahmen eines Drittstaates als gleichwertig anzuerkennen. Das bedeutet, dass ein Emittent

aus einem Drittstaat, der von der MiCAR erfasste Kryptowerte ausgibt, immer zwei Regelwerke befolgen muss – nämlich die Vorschriften seines Herkunftslandes und die der EU –, wenn er seine Produkte EU-Bürgern anbietet.

Das Fehlen einer Äquivalenzregelung ist Ausdruck eines tiefen Misstrauens gegenüber ausländischem Recht. Es mag ein Nebenprodukt der Einzigartigkeit der MiCAR sein, deren strenge Bestimmungen für die Kryptoindustrie bis heute weltweit ihresgleichen suchen. Dies kann sich jedoch in Zukunft ändern, da auch andere Gesetzgeber eigene Regeln einführen können. Daher hätte der EU-Gesetzgeber gut daran getan, zumindest die Möglichkeit vorzusehen, das Recht eines Drittstaates als gleichwertig mit seinem eigenen anzuerkennen. Er sollte dringend eine Äquivalenzregelung in die MiCAR aufnehmen.

4.4. Internationale Kooperation – Nicht mit uns!

Die MiCAR ist auch zurückhaltend, wenn es um die Zusammenarbeit von EU-Behörden mit Behörden aus Drittstaaten bei der Überwachung des Kryptomarkts geht. Sie erlaubt zwar den Abschluss von Kooperationsvereinbarungen mit Drittstaatsbehörden zum Informationsaustausch und zur Durchsetzung von Verpflichtungen, aber nur für die Pflichten nach dem Recht der EU, nicht nach jenem des Drittstaates.¹⁰⁹⁾ Die MiCAR ermöglicht es außerdem, dass Drittstaatsbehörden den Aufsichtskollegien für bedeutende ART- und EMT-Emittenten beitreten, stellt aber sicher, dass der Vorsitz stets von einer EU-Institution wahrgenommen wird.¹¹⁰⁾ Es ist unwahrscheinlich, dass diese Bestimmungen Drittstaaten einen Anreiz bieten, mit den EU-Behörden zusammenzuarbeiten.¹¹¹⁾ Letztlich wird durch solchen EU-Nationalismus die Wirksamkeit der MiCAR selbst geschwächt.

5. Ein Türöffner für etablierte Finanzinstitute

5.1. Privileg qua Status

Klassische Finanzinstitute wie Banken, Wertpapierfirmen oder OGAW- und AIF-Verwaltungsgesellschaften genießen unter der MiCAR eine privilegierte Stellung.

Zunächst einmal dürfen Kreditinstitute ohne besondere Zulassung ART ausgeben, soweit sie die zuständige Behörde informieren.¹¹²⁾ Andere juristische Personen oder Unternehmen benötigen dazu eine besondere Genehmigung.¹¹³⁾ Noch gravierender ist die Situation bei EMT, die nur von Kreditinstituten und E-Geld-Instituten, nicht aber von reinen Krypto-Emittenten ausgegeben werden können.¹¹⁴⁾

Weiters sind etablierte Unternehmen privilegiert, sofern sie als CASP tätig werden. Die MiCAR erlaubt es einer Reihe von zugelassenen und beaufsichtigten Instituten – Kreditinstituten, Zentralverwahrern, Wertpapierfirmen, Marktbetreibern, E-Geld-Instituten, OGAW-sowie AIF-Verwaltungsgesellschaften –, Krypto-Dienstleistungen zu erbringen.¹¹⁵⁾ Einzige Bedingung ist, dass diese den Finanzdienstleistungen, für die sie zugelassen sind, „gleichwertig“ sind. Sie benötigen keine besondere Genehmigung; es reicht aus, dass sie den zuständigen Behörden ihre Absicht mitteilen, Kryptowert-Dienstleistungen erbringen zu wollen.¹¹⁶⁾

Der Sonderstatus der etablierten Finanzinstitutionen endet damit nicht, sondern diese sind auch in anderer Hinsicht privilegiert. Die MiCAR schreibt zB vor, dass während des Angebots von Kryptowerten eingesammelte Geldbeträge in der EU verwahrt werden müssen.¹¹⁷⁾ Diese Aufgabe können nur Kreditinstitute erfüllen. Auch hier genießt die Finanzwirtschaft also ein bedeutendes Privileg.

106) Der Begriff wurde im Zusammenhang mit der europäischen Migrations- und Handelspolitik geprägt. Siehe zu seiner Entstehung und Bedeutung *Lodge*, in *Magone*, *Routledge Handbook of European Politics* (2014) 132.

107) Zum Begriff der Äquivalenz siehe *Schürger*, *Equivalence and Substituted Compliance in Financial Markets Law* (2023) 65–77; *Lehmann/Schürger*, *56 The International Lawyer* (2023), 191 (195–198).

108) Art 29 ProspektVO; Art 46 und 47 MiFIR (Verordnung (EU) Nr 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates

vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente, ABIL 2014/173, 84 (MiFIR)). Für einen Überblick über alle Rechtsakte mit einer Gleichwertigkeitsregelung siehe *Schürger*, *Equivalence and Substituted Compliance in Financial Markets Law* (2023) 28–57.

109) Art 107 MiCAR.

110) Art 119 MiCAR.

111) Vertiefend *Zetzsche* et al, *16 CMLJ* 2021, 203 (224).

112) Art 16 Abs 1 lit b), Art 17 MiCAR.

113) Jedoch müssen Kreditinstitute bei der zuständigen Behörde die Genehmigung ihres Whitepapers beantragen (Art 17

Abs 1 lit a) MiCAR), während andere Emittenten dies nicht tun müssen. Dies liegt daran, dass letztere einer besonderen Zulassung bedürfen, mit deren Erteilung das Whitepaper als genehmigt gilt, siehe Art 21 Abs 1 S 2 MiCAR und *supra* 2.1.

114) Art 48 Abs 1 lit a) MiCAR.

115) Art 59 Abs 1 lit b) MiCAR.

116) Art 60 MiCAR. Die zu erteilenden Informationen sind recht umfangreich. Dennoch wird die Regelung dadurch nicht zu einer „Genehmigung light“, da keine Genehmigung erforderlich ist; aA *Maume*, *20 ECFR* 2023, 243 (269).

117) Art 10 Abs 3 lit a) MiCAR.

5.2. Der Grundgedanke

Was ist der Grund für diese Privilegierung klassischer Finanzinstitute im Krypto-Sektor? Eine mögliche Antwort ist, dass diese Institute bereits einer strengen Aufsicht unterliegen und eine Doppelregulierung vermieden werden sollte.¹¹⁸⁾ Allerdings konzentriert sich diese Aufsicht – zumindest bisher – auf Bank- und Finanzdienstleistungen, und nicht auf Emissionen und Dienstleistungen im Krypto-Sektor. Dabei ist es wichtig zu berücksichtigen, dass Finanzinstitute mit amtlichen Währungen und Finanzinstrumenten handeln, die nicht in den Anwendungsbereich der MiCAR fallen.¹¹⁹⁾ Soweit sie Kryptowerte emittieren oder Kryptowert-Dienstleistungen erbringen, befinden sie sich außerhalb ihres angestammten Reviers. Möglicherweise fehlt es ihnen an der nötigen Sachkenntnis und Erfahrung mit der neuen Anlageklasse. Um nur ein Beispiel zu nennen: Zentralverwahrer (CSDs) verkörpern das klassische Modell der zentralisierten Registrierung und haben bisher wenig Berührungspunkte mit dezentralisierten Blockchains, die gewissermaßen ihre Nemesis darstellen. Trotzdem können sie nun kraft ihrer Erlaubnis auch Kryptowert-Dienstleistungen erbringen.

Eine andere Erklärung könnte sein, dass die EU ihren etablierten Institutionen freien Zugang zu einem neuen Markt eröffnen wollte. Zumindest einige traditionelle Institute fürchten – zu Recht oder zu Unrecht –, angesichts der Umwälzungen durch DLT den Anschluss zu verpassen. Die MiCAR soll ihnen offenbar den Einstieg in die neuen Technologien erleichtern und es ihnen ermöglichen, mit ihren disruptiven Wettbewerbern gleichzuziehen. Mit ihrer verstärkten Rolle – so wohl die Hoffnung – soll auch mehr Ordnung in den Kryptomarkt einziehen.

5.3. Ausblick

Ob die Strategie der EU aufgehen wird, den Kryptomarkt für die traditionelle Finanzwirtschaft zu öffnen, ist keineswegs sicher. Seriöse Finanzinstitute könnten sich vor einem Engagement auf dem chaotischen Kryptomarkt scheuen. Darüber hinaus müssen die Führungskräfte dieser Institute die in der MiCAR vorgesehene strenge persönliche Haftung für falsche oder irreführende Angaben in einem von ihrem Unternehmen erstellten

Whitepaper fürchten.¹²⁰⁾ Die zahlreichen Privilegien, welche die Verordnung dem etablierten Finanzsektor gewährt, könnten somit in der Praxis ungenutzt bleiben.

Würden Finanzinstitute allerdings die ihnen geöffnete Tür nutzen und in die Kryptowelt einsteigen, könnte dies erhebliche Risiken mit sich bringen. Banken und andere vertrauenswürdige Intermediäre wären dem äußerst volatilen, intransparenten und experimentellen Kryptomarkt ausgesetzt. Eine Krise auf diesem könnte sich auf die gesamte Finanzbranche ausbreiten. Damit wäre die EU stärker von den Schwankungen des Kryptomarkts betroffen als andere Teile der Welt; ein Ergebnis, das die Verfasser der MiCAR gerade vermeiden wollten.

Schlussfolgerung

Mit der MiCAR begibt sich die EU auf eine Gratwanderung. Einerseits versucht sie, mehr Ordnung in eine Branche zu bringen, die bisher dem Wilden Westen gleich. Der neue Rechtsrahmen enthält eine Fülle von Vorschriften zur Offenlegung, zur Unternehmensführung und zum Anlegerschutz, von denen viele sinnvoll sind. Sie können dem Sektor zugutekommen, indem sie ihn transparenter, sicherer und attraktiver machen.

Jedoch lässt die EU keine Abweichungen zu, selbst wenn ein Akteur in seinem Heimatland bereits gleichwertig reguliert und beaufsichtigt wird. Für einige Akteure – Stablecoin-Emittenten und Kryptowert-Dienstleister – ist sogar eine physische Niederlassung in der EU erforderlich. Dies steht in fundamentalem Widerspruch zum globalen Charakter der Industrie. Und sollte ihr Produkt in der Union ein großer Erfolg werden, droht den Stablecoin-Emittenten eine Obergrenze, dh ein effektives Verbot, einen bestimmten Schwellenwert zu überschreiten. Zudem enthält die MiCAR erhebliche Privilegien für die etablierte Finanzindustrie in der EU, deren Berechtigung und potenziellen Wirkungen zweifelhaft sind.

Daher kann man sagen, dass die EU nur dann bereit ist, die Vorteile des Kryptomarkts zu akzeptieren, wenn dies auf ihre eigene Art, von ihrem Boden aus, innerhalb vordefinierter Grenzen und vorzugsweise durch ihre eigenen Institutionen geschieht. Dies könnte Krypto-

unternehmen aus Drittstaaten vom EU-Markt vertreiben. Die Antwort auf die Frage, ob die MiCAR zum globalen Standard wird, lautet daher: Wahrscheinlich nicht. Schon die Standortanforderungen und Marktbergrenzen sprechen dagegen. Diese mögen aus aufsichts- und währungspolitischer Sicht sinnvoll sein, stehen aber im Widerspruch zur globalen Natur der Kryptoindustrie. Sie fragmentieren den weltweiten Markt und schränken das Zukunftspotenzial und die Größenvorteile der neuen Industrie ein.

Zudem ist die MiCAR ein technologisch spezifisches Regelwerk, das nur Anforderungen für Kryptowerte enthält, die keine Finanzinstrumente sind. Ihre Vorschriften sind zwar oft kürzer als die des Finanzmarktrechts, aber ihre Kombination mit anderen Gebieten wie dem Währungs- und Bankenrecht führt zu einem dichten und schwer einzuhaltenden bürokratischen Regelungsgeflecht. Gerade für die europäische Start-up-Szene dürfte dies ein erhebliches Hindernis darstellen. Durch Regulierung lässt sich eine innovative Industrie eben nicht herbeizaubern, sondern wird möglicherweise sogar im Keim erstickt. Wenn man die maßgeblichen Innovationen der letzten Jahre, vom Internet über die Blockchain bis zur künstlichen Intelligenz, betrachtet, so fällt ins Auge, dass die EU keine große Rolle spielt, obwohl Europäer als Erfinder und Programmierer stark in deren Entwicklung involviert waren.¹²¹⁾ Der Vorteil insbesondere der USA in diesem Wettbewerb liegt sicher nicht darin, dass diese über eine stärkere Regulierung verfügt hätte. Statt diese zu verschärfen, hätte der EU-Gesetzgeber seine Zeit und Energie besser dazu verwenden sollen, über die Standortbedingungen in der Union nachzudenken. ♦

Literaturverzeichnis

Ankenbrand et al, Proposal for a Comprehensive (Crypto) Asset Taxonomy, 3–4, abrufbar unter <http://arxiv.org/abs/2007.11877> (6.12.2023).

Annunziata, Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings, 17 ECFR 2020, 129.

Armour et al (Hrsg.), *Principles of Financial Regulation* (2016).

Avgouleas / Seretakis, *How Should Crypto Lending Be Regulated Under EU*

118) Siehe *Maume*, 20 ECFR 2023, 243 (267), der betont, dass die Banken bereits einem strengen Zulassungssystem unterworfen sind und dass die Einführung einer zweiten Zulassungsebene unnötige adminis-

trative Doppelarbeit bedeuten würde.

119) *Supra* 1.3.

120) *Supra* 2.3.

121) Diese haben zB bei der Programmierung der Ethereum-Blockchain eine erheb-

liche Rolle gespielt, siehe dazu *Shin*, *The Cryptopians: Idealism, Greed, Lies, and the Making of the First Big Cryptocurrency Craze* (2022).

Law?, 24 European Business Organization Law Review 2023, 421.

Bonomi / Lehmann / Lalani (Hrsg), Blockchain and Private International Law (2023).

Bradford, The Brussels Effect, 107 Northwestern University Law Review 2015, 1.

Bradford, The Brussels Effect: How the European Union Rules the World (2020).

Brunton, Digital Cash: The Unknown History of the Anarchists, Utopians, and Technologists Who Created Cryptocurrency (2019).

Busch / Lehmann, Uniform Prospectus Liability Rules for Europe, 14 European Journal on Tort Law 2023, 113.

Callens, Derivative Contracts in EU Law: Never Mind the Definition?, 22 J. Corp. Law Stud. 2022, 641.

Cremona / Scott, EU Law Beyond EU Borders: The Extraterritorial Reach of EU Law (2019).

Einsele, Internationales Prospektierungsrecht – Kollisionsrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom-II-Verordnung, ZEuP 2012, 23.

Freitag, Internationale Prospektierung revisited – Zur Auslegung des europäischen Kollisionsrechts vor dem Hintergrund der „Kolassa“-Entscheidung des EuGH, WM 2015, 1165.

Greenberg, Rethinking Technology Neutrality, 100 Minnesota Law Review 2015, 1495.

Hacker / Thomale, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, ECFR 2018, 645.

Hanten / Stump, Finanzinstrumentsdefinition als Gateway in die Beaufsichtigung am Beispiel von Kryptowährungen, Initial Coin Offerings und Kundenbindungsprogrammen, RdF 2018, 189.

Kindler, in MüKoBGB⁸, Internationales Handels- und Gesellschaftsrecht (2021).

Klöhn / Parhofer / Resas, Initial Coin Offerings, ZBB 2018, 89.

Krause / Natarajan / Gradstein, Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain, FinTech Note No. 1, 2017, abrufbar unter <http://documents1.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed->

Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf (14.2.2024).

Kuntz, Internationale Prospektierung nach dem Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes, WM 2007, 423.

Langenbacher, European Securities Law – Are We in Need of a New Definition? A Thought Inspired by Initial Coin Offerings, RTDF 2018, Nr. 2–3, 40.

Lehmann / Kumpan (Hrsg), European Financial Services Law (2019).

Lehmann, Prospectus Liability and Private International Law – Assessing the Landscape after the CJEU Kolassa Ruling (Case C-375/13), 12 JPIL 2016, 318.

Lehmann / Schinerl, The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR (im Erscheinen).

Lehmann / Schürger, Multilateralizing Deference – A Proposal for Reforming Global Financial Law, 56 The International Lawyer 2023, 191.

Lehmann et al, Staking Your Crypto: What are the Stakes?, 19 J. Bus. & Tech. L. 2023, 53.

Leible / Reichert (Hrsg), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts VI⁵ (2022).

Magone (Hrsg), Routledge Handbook of European Politics (2014).

Maume, Die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), Teil 1 und 2, RD 2022, 461 und 497.

Maume, The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?, 20 ECFR 2023, 243.

Omlor, PayPal Stablecoin (PYUSD) aus Sicht der MiCAR, RdZ 2023, 164.

Piska / Völkel (Hrsg), Blockchain Rules² (2024).

B. Raschauer, Finanzmarktaufsicht (2015).

Rustad / Koenig, Towards a Global Data Privacy Standard, 71 Florida Law Review 2020, 365.

Schär, Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-Based Financial Markets, 103 Federal Reserve Bank of St. Louis Review 2021, 153.

Shin, The Cryptopians: Idealism, Greed, Lies, and the Making of the First Big Cryptocurrency Craze (2022).

Schmitt, Die kollisionsrechtliche Anknüpfung der Prospektierung im System der Rom II-Verordnung, BKR 2010, 366.

Schopper / Raschner, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Kryptobörsen in Österreich, ÖBA 2019, 249.

Schürger, Equivalence and Substituted Compliance in Financial Markets Law (2023).

Siadat, MiCAR – Regulierte Finanzinstrumente mit Schwerpunktsetzung auf NFT, RdF 2023, 4.

Swartz, What Was Bitcoin, What Will It Be? The Techno-Economic Imaginaries of a New Money Technology, 32 Cultural Studies 2018, 623.

Toman / Schinerl, Kryptowerte zwischen WAG 2018 und MiCAR, ÖBA 2023, 178.

Toman / Schinerl, Non Fungible Token – unreguliert? ZFR 2023, 276.

Tuder (Hrsg), Handbuch Zahlungsverkehr 4.0 (2023).

v. Hein, Die Internationale Prospektierung im Lichte der Rom II-Verordnung, in Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth (Hrsg), Perspektiven des Wirtschaftsrechts, Beiträge für Klaus J. Hopt aus Anlass seiner Emeritierung (2008).

Völkel, MiCAR versus MiFID, ZFR 2023, 268.

v. Bar / Mankowski, Internationales Privatrecht II² (2019).

Weber, Internationale Prospektierung nach der Rom II-Verordnung, WM 2008, 1581.

Wittig, Digitales Geld Gegenwärtige und künftige Regulierung von E-Geld und E-Geld-Token nach ZAG und MiCAR, WM 2023, 412.

Zetsche et al, The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy, 16 CMLJ 2021, 203.

Zetsche et al, Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA, abrufbar unter [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU\(2023\)740083](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2023)740083) (6.12.2023).

Zetsche / Arner / Buckley, Decentralized Finance, 6 Journal of Financial Regulation 2020, 172.

Zetsche / Buckley / Arner, Regulating Libra, 41 Oxford Journal of Legal Studies 2021, 80.