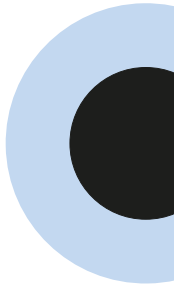


ZE Zentrum
VE verantwortungsbewusste
DI Digitalisierung

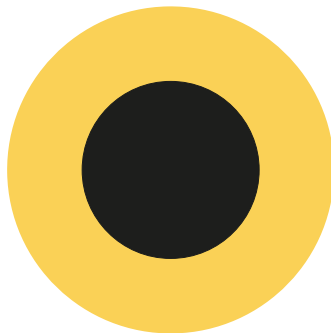
Centre Responsible Digitality



Omlor / Möslein (Hrsg.)

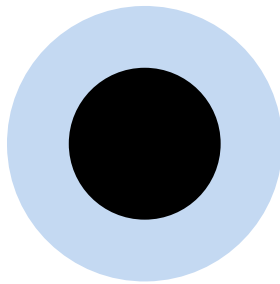
Transatlantic Blockchain Law

Tagungsberichte zum „Transatlantic Blockchain
Summit“ am 3. Oktober 2022 in New York



Februar 2023

ZE Zentrum
VE verantwortungsbewusste
DI Digitalisierung
Centre Responsible Digitality



Inhaltsverzeichnis

VORWORT	1
BITCOIN MEETS WALLSTREET – KEYNOTE SPEECH VON <i>DAVID YERMACK</i>	2
PRIVATE (PROPERTY) LAW OF BLOCKCHAIN AND TOKENS	4
FINANCIAL REGULATION OF BLOCKCHAINS AND TOKENS	7
FIRESIDE CHAT MIT SEC COMMISSIONER <i>HESTER PEIRCE</i>	11
RISK MANAGEMENT AND COMPLIANCE	16
CRYPTOCURRENCIES AND CBDC	21
DEFI, CRYPTO AND THE FINANCIAL MARKETS	25
BANKRUPTCY AND CRYPTO	29
FORUM SHOPPING AND CONFLICTS OF LAW	35

Gefördert durch:



Bundesministerium
der Justiz

aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Vorwort

Prof. Dr. Sebastian Omlor und Prof. Dr. Florian Möslein

Im Rahmen des BMJ-Forschungsprojekts „Blockchain und Recht“, das seit 2020 am Marburger Institut für das Recht der Digitalisierung durchgeführt wird, fand Anfang Oktober 2022 der „Transatlantic Blockchain Summit“ in New York statt. Dabei handelte es sich institutionell um eine Kooperation unseres Marburger Instituts mit der City University of New York (CUNY) Baruch College, in deren Räumlichkeiten die transatlantische Fachtagung stattfand. An den Vorträgen, Podiumsdiskussionen und Fachgesprächen beteiligten sich rund 30 Wissenschaftler:innen, (Rechts-)Berater:innen und Unternehmer:innen von beiden Seiten des Atlantiks. Besonders hervorzuheben sind die beiden Erfinder der Blockchain-Technologie, *W. Scott Stornetta* und *Stuart Haber*, sowie SEC Commissioner *Hester M. Peirce*.

Der vorliegende Tagungsband entspricht nicht dem tradierten Formatverständnis, wonach bei einem solchen Sammelwerk die einzelnen Referent:innen selbst ihre Erkenntnisse und Thesen mit eigenen Beiträgen beisteuern. Die diskursive Ausrichtung der interdisziplinären wie internationalen Tagung wäre durch die mit einer solchen Beitragspflicht verbundene Fokussierung auf die eigene Perspektive beeinträchtigt, wenn nicht sogar verhindert worden. Unser Anliegen ist es vielmehr, mit dieser Sammlung von kurzen Berichten aus der Feder des Auditoriums – repräsentiert durch Mitarbeiter:innen des BMJ-Projekts – die zentralen Diskurslinien nachzuzeichnen und für eine breitere Fachöffentlichkeit zugänglich zu machen. Zugleich soll ein inhaltlicher Ausgangs- und Inspirationspunkt für die ZEVEDI-Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFi)“ gesetzt werden.

Unser Dank gilt namentlich dem BMJ für die langjährige Projektförderung, der CUNY – insbesondere Frau Kollegin *Nizan Geslevich Packin* – für die engagierte wie vertrauensvolle Zusammenarbeit und Herrn Dr. *Christopher Rennig* für die gewohnt kompetente redaktionelle Federführung.

Bitcoin meets Wallstreet – Keynote Speech von *David Yermack*

Annegret Lamadé

In den letzten Jahren wird ein exponentieller Anstieg der Börsennotierungen von Mining-Unternehmen verzeichnet, der in den USA in Spitzenzeiten eine Marktkapitalisierung von 23 Milliarden US-Dollar erreicht hatte, was wiederum 18% der weltweiten Hash Rate bildete. Warum Investoren nicht selbst Bitcoin kaufen würden, anstelle davon Investitionen in Mining-Unternehmen zu tätigen, bildete die zentrale Frage des Vortrages von *David Yermack* (NYU), der die Tagung mit dem Leitvortrag „*Bitcoin Mining meets Wall Street*“ eröffnete.

Der Erfolg von Mining-Unternehmen sei durch unterschiedliche Faktoren geprägt, die neben strategischen Ansätzen insb. auch die Existenz von Energiequellen umfassen würde. So sei wegen des enormen und exponentiell ansteigenden Energiebedarfes, der sogar den Energiebedarf der Niederlande überschreiten würde, die Effektivität der Mining Unternehmen unmittelbar davon abhängig, inwieweit die Unternehmen leichten Zugang zu Energie hätten.

Dieser Energieverbrauch habe in den letzten Jahren auch zu überraschenden geografischen Verortungen der Mining-Unternehmen geführt. Während in China ursprünglich 75% des globalen Weltmarktes an Mining-Unternehmen angesiedelt waren, führte die chinesische Regierung Mining-Verbote ein, die einen Migrationsdruck in Richtung USA erzeugten. Als Grund für die Einschränkungen hatte die chinesische Regierung den hohen Energiebedarf angegeben.

Paradoxerweise siedelten sich jedoch die meisten Mining-Unternehmen in der Folge in einem durch hohe Temperaturen geprägten Bundesstaat wie Texas an, wo durch notwendige Kühlungen der Server zusätzlicher Energiebedarf entsteht. Die geographische Verortung lasse sich jedoch unter anderem anhand der regulatorischen Bestimmungen erklären. So obliege es den einzelnen Bundesstaaten, das Bitcoin-Mining zu regulieren, was teilweise dazu führe, dass die Bundesstaaten strikte Regulierungen bis hin zu Verboten, wie in dem

Bundesstaat New York erlassen würden. Neben den daraus entstehenden rechtlichen Vorteilen könnten die in Texas im Zusammenhang mit Ölfeldern entstehende überschüssigen energetischen Abfallprodukte, wie Methan, für Mining-Unternehmen genutzt werden, anstelle sie nutzlos und umweltschädlich zu verbrennen. Daneben könnten die in Teilen von Texas gut nutzbare Windenergie ebenfalls für die Miningindustrie verwendet werden und damit indirekt sogar die erneuerbaren Energien unterstützen.

Daher vermochte der Vortrag vor allem eines verdeutlicht haben: da die Kosten, die für das Schürfen eines Bitcoins aufgebracht werden müssen, vor allem durch eine Senkung der Energiekosten den Preis eines Bitcoins unterschreiten können, ist der wesentliche Faktor für die Gewinnträchtigkeit von Investitionen in Mining-Unternehmen dessen Zugang zu kostengünstiger Energie.

Gleichwohl sehe sich der Erfolg der Investitionen in Mining Unternehmen derzeit auch erheblichen Unsicherheiten ausgesetzt, weil eine signifikante Abwärtsspirale zu verzeichnen wäre, die infrage stelle, ob der ursprüngliche Erfolg der Unternehmen auch über den „*Crypto-Winter*“ hinaus Bestand habe.

Private (Property) Law of Blockchain and Tokens

Hans Wilke

Welche Vorschriften sind auf die Übertragung von Token in Deutschland und den USA anwendbar? Schützen das deutsche und amerikanische Deliktsrechts den Berechtigten eines Tokens vor Eingriffen Dritter? Welche Regulierungsversuche sind auf beiden Seiten des Atlantiks zu verzeichnen? Solchen und ähnlichen Fragen widmete sich das zweite Panel des Tages. *Prof. Dr. Sebastian Omlor* (Philipps-Universität Marburg) diskutierte mit *Prof. Juliet M. Moringiello* (Widener University), *Prof. Carla Reyes* (SMU) und *Andrea Tosato* (UPenn) die privatrechtliche Regulierung von Token.

Omlor stellte zunächst die Rechtslage in Deutschland dar. Er erklärte, dass Token vom deutschen Sachenrecht *de lege lata* nicht erfasst werden. Verantwortlich sei § 90 BGB, der nur körperliche Gegenstände erfasse. Unkörperliche Token sind damit aus dem Anwendungsbereich des deutschen Sachenrechts ausgeschlossen. Ähnlich verhält es sich im Delikts-, Bereicherungs-, und Insolvenzrecht. In diesem Zusammenhang erweist sich lediglich das deutsche Schuldrecht als flexibel. Das BGB erfasse verschiedene Vertragstypen, die Token zum Gegenstand haben. *Omlor* forderte deshalb eine umfassende Regelung in Gestalt eines Privatrechts der Token. Erste Regulierungsversuche seien in Deutschland bereits zu verzeichnen. Der deutsche Gesetzgeber habe mit der Einführung des eWpG (Gesetz über elektronische Wertpapiere) einen ersten, wichtigen Schritt unternommen. Dabei dürfe er es jedoch nicht belassen. Seine Ausführungen zur Rechtslage in Deutschland beendete *Omlor* mit einer kurzen Einführung in das Regelungsregime des eWpG. Er erklärte, dass lediglich Inhaberschuldverschreibungen vom Anwendungsbereich des Gesetzes erfasst werden. Das eWpG sieht vor, dass Token durch Einigung und Eintragung in das Register übertragen werden, ein gutgläubiger Erwerb ist möglich. Eine gesetzliche Fiktion (§ 2 III eWpG) erklärt den Token zu einer Sache i.S.d. § 90 BGB. Diese Fiktion sieht *Omlor* kritisch. Er bemängelte, dass sich viele sachenrechtliche Vorschriften nicht reibungslos auf unkörperliche Token anwenden lassen.

Daraufhin widmete sich *Omlor* den europäischen Entwicklungen in den letzten Jahren. Er lobte den Liechtenstein Blockchain Act (TVTG) aus dem Jahr 2020. Dieses Gesetz habe in Liechtenstein ein Privatrecht der Token geschaffen, arbeite jedoch auch mit einer Fiktionslösung. In der Schweiz sei die Ausgabe von unverbrieften Wertpapieren auf Grundlage des Bucheffektengesetz schon seit Jahren möglich. Abschließend erwähnte *Omlor* eine Initiative aus dem Vereinigten Königreich. Auf Vorschlag der *England and Wales Law Commission*, sollen Kryptowährungen als eine neue Art von Eigentum anerkannt werden.

Auf der anderen Seite des Atlantiks verhalte es sich ähnlich, resümierte *Moringiello*. Primär stelle sich im amerikanischen Recht die Frage, wo Token als unkörperliche Gegenstände einzuordnen sind. Die amerikanische Rechtsordnung könne digitale Werte nur schwer erfassen. Sie erklärte, dass im amerikanischen Recht grundsätzlich eine Dichotomie zwischen *tangible things* und *intellectual property* bestehe. Token sprengen dieses Konzept, da es sich um unkörperliche Gegenstände handelt, die kein *intellectual property* darstellen. Deshalb stelle sich im amerikanischen Recht die grundsätzliche Frage, wie Token übertragen werden und welche Rechte mit dem Token übertragen werden. Die *Uniform Law Commission* hat deshalb vorgeschlagen, den *Uniform Commercial Code* (UCC) anzupassen. Dieser stellt die Grundlage für die einzelnen privatrechtlichen Regelungen in vielen amerikanischen Bundesstaaten dar. Es soll eine neue Vermögenskategorie geschaffen werden, welche kontrollierbare elektronische Aufzeichnungen erfasst. Diese neue Vermögenskategorie soll auch digitale Vermögenswerte abdecken. *Moringiello* bemängelte, dass der Entwurf nicht regelt, welche Rechte zusammen mit dem Token übertragen werden. Sie warf zudem die Frage auf, ob ein gutgläubiger Erwerb von Token möglich sein sollte und welche Voraussetzungen in diesem Zusammenhang erfüllt werden müssen.

Reyes ist aktuell Mitglied einer Arbeitsgruppe der UNIDROIT, welche sich die Harmonisierung der Privatrechtsordnung in verschiedenen Jurisdiktionen zum Ziel gesetzt hat. Sie zeigte den Tagungsteilnehmern in ihrem Vortrag verschiedene Hürden auf, die es bei diesem Projekt zu

meistern gilt. Zunächst stellte sie klar, dass es sich nicht um ein aufsichtsrechtliches Projekt handele. Erklärtes Ziel sei es vielmehr Grundsätze für die privatrechtliche Regulierung von Token zu erarbeiten. Diese Grundsätze müssten technologie-neutral formuliert werden, nur dadurch werde ein möglichst großer Anwendungsbereich garantiert. Auch ihre Projektgruppe stelle sich zunächst die Frage, wie Token übertragen werden sollen. Zusätzlich müsse das Verhältnis zwischen Verwahrer und Hinterleger eines Tokens geklärt werden. In diesem Zusammenhang stelle sich insbesondere die Frage, welche Regelungen bei einer Insolvenz des Verwahrers greifen sollen. Ein weiterer Kernpunkt sei die Pfändung und Vollstreckung digitaler Vermögenswerte. Sie beklagte zudem, dass einige Staaten in den USA bereits Regelungen für Token getroffen haben. Dies sie zwar grundsätzlich zu begrüßen, bringe jedoch die Gefahr einer Rechtszersplitterung mit sich.

Tosato (UPenn) stellte zunächst fest, dass aufsichtsrechtliche Regelungen auf eine privatrechtliche Grundlage angewiesen sind. Es sei deshalb zu begrüßen, dass sich das Privatrecht schneller weiterentwickelt als das Aufsichtsrecht. Die neuen privatrechtlichen Regelungen, die im Rahmen der Regulierung von Token geschaffen werden, müssen laut *Tosato* über einen flexiblen Anwendungsbereich verfügen. Regelungen sind vor allem notwendig, um Anleger zu schützen. Ohne bestehende Regelungsregime blieben Anleger bei Schäden oft unkompensiert. In diesem Zusammenhang nannte *Tosato* den Angriff auf die Handelsplattform *Mt. Cox*. Schließlich griff er den Gedanken auf, dass die rechtliche Bewertung eines Gegenstandes oft davon abhängt, ob dieser für den Menschen greifbar ist. Es lohne sich jedoch zu untersuchen, ob nicht lieber eine Unterscheidung danach getroffen werden sollte, welche Rechtsfolgen mit einer bestimmten Klassifizierung verbunden sind und ob diese auf den Gegenstand angewendet werden können.

Financial Regulation of Blockchains and Tokens

Dr. Christopher Rennig

Weder die großen noch die kleinen Fragen der (Finanzmarkt-)Regulierung von Angeboten, die in einem Zusammenhang mit der Blockchain-Technologie stehen, lassen sich als beantwortet bezeichnen – mit dieser übergreifenden Erkenntnis endete das Panel „Financial Regulation of Blockchains and Token“. Unter Leitung von *Prof. Sean Smith Stein* (Lehman College, CUNY) stellten die Teilnehmer des Panels – *Prof. Dr. Florian Möslein* (Philipps-Universität Marburg), *Prof. Yuliya Guseva* (Rutgers) und *W. Scott Scornetta* (Yugen Partners) – aus jeweils unterschiedlichen Perspektiven dar, vor welchen Herausforderungen Regulatoren derzeit (immer) noch stehen.

Auf die erste Unsicherheit hinsichtlich der Regulierung wies *Stein* schon zum Auftakt des Panels hin, indem er eine der entscheidenden, aber noch offenen Fragen in den Raum stellte: Welche Behörde ist überhaupt für Regulierungsmaßnahmen zuständig? Allein in den USA hätte eine Vielzahl von Behörden – z.B. die Security Exchange Commission (SEC) oder die Commodity Futures Trading Commission (CTFC) – Stellungnahmen zu unterschiedlichsten Themen mit Bezug zu Kryptothemen veröffentlicht und dadurch zumindest implizit die eigene Zuständigkeit angenommen. Aufgrund der Implikationen für eine behördliche Zuständigkeit sowie das anwendbare Recht hängt hiermit eng die Frage zusammen, ob und unter welchen Voraussetzungen es sich bei Kryptotoken um *securities* im Sinne des Wertpapierrechts handle; entscheidend seien hierfür in den USA die Voraussetzungen des „Howey Tests“. Im Hinblick auf die Realisierung des von der Blockchain-Technologie ausgehenden Innovationspotentials betonte *Stein* die Auswirkungen steuerrechtlicher Unsicherheiten, z.B. im Umgang mit neuartigen Tätigkeiten wie dem Staking von Kryptowerten. Er erkennt hier insbesondere in dem Rechtsstreit *Jarrett vs. United States*¹ eine maßgebliche Stellschraube für die zukünftige Behandlung von Krypto-Geschäftsmodellen. Unter Bezugnahme auf das vorangegangene Panel komme zudem der privatrechtlichen Einordnung von Kryptowerten

entscheidende Bedeutung zu. Abschließend ging *Smith* auf die Herausforderungen ein, die sich bei einer Rechnungslegung im Zusammenhang mit Kryptowerten ergeben: Sind diese *assets* im relevanten Sinne und wenn ja, wie sind diese zu behandeln? Wie ist eine Haftung ausgestaltet? Der Panelbeitrag konnte damit eindrucksvoll aufzeigen, dass viele Detailfragen noch offen sind, die zwar für sich genommen beantwortet werden müssen, dabei jedoch eine nicht zu unterschätzende Menge an Querverbindungen aufweisen.

Mit einem stärkeren Fokus auf die „Meta-Ebene“ der Kryptoregulierung nahm *Möslein* den regulatorischen Wettbewerb rund um die Blockchain-Technologie in den Blick und ging im Hinblick auf die „Markets in Crypto-Assets“-Verordnung (MiCAR) darauf ein, ob Brüssel das neue Delaware werden könne. Das insb. aus dem Unternehmensrecht bekannte und oftmals mit dem US-Bundesstaat assoziierte Phänomen einer *regulatory competition* sei hierbei kein neues; schon 1933 stellte Justice Brandeis in einer Entscheidung des US-amerikanischen Supreme Courts die Frage in den Raum, ob mit regulatorischem Wettbewerb nicht die Gefahr eines „race to the bottom“ verbunden sei. Im Hinblick auf die Regulierung der Blockchain sei dieses Rennen ohnehin noch offen: Hier hätten bislang vor allem kleinere Jurisdiktionen (Malta, Liechtenstein, Schweiz) den Versuch unternommen, sich in diesem Wettbewerb zu positionieren. Größere Staaten, darunter Deutschland, würden mit Rechtsakten wie dem eWpG dagegen zunächst weniger umfassende Schritte unternehmen. Der regulatorische Wettbewerb rund um die Blockchain-Technologie würde aufgrund ihrer Eigenschaften, die zu einer Vergleichbarkeit mit rechtlichen Phänomenen führe – beispielhaft sei dabei an Smart Contracts und Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) zu denken – zudem eine zusätzliche Besonderheit aufweisen: Neben einen horizontalen regulatorischen Wettbewerb zwischen staatlichen Regelgebern treten die in der Blockchain-Technologie enthaltenen Regeln selbst, sodass es zusätzlich zu einem vertikalen Wettbewerb zwischen staatlichen und digitalen Jurisdiktionen auftreten könne. Stellvertretend für dieses potenziell mit Konflikten verbundene Verhältnis stünde der von *Lawrence Lessing* geprägte Ausspruch „code

is law“. Zu dieser Gemengelage tritt nun mit der MiCAR ein neuer Rechtsakt hinzu, der einerseits eine umfassende Regulierung der erfassten Kryptomärkte als Ziel hat, andererseits gerade nicht mehr aus einer kleinen Jurisdiktion stamme. Den regulatorischen Wettbewerb könne MiCAR allerdings nicht beenden, so die Prognose von *Möslein*: Zunächst seien weder Decentralized Finance (DeFi), darüber hinaus aber gerade Smart Contracts und DAOs durch den Anwendungsbereich der Verordnung nicht erfasst. Daneben bestehe weiterhin Raum für einen globalen Wettbewerb zwischen Regelgebern, den die MiCAR voraussichtlich nicht vollständig ausfüllen können wird.

Im Anschluss an die von *Smith* bereits aufgezeigte potenzielle Auswahl an Regulierungsbehörden in den USA ging *Guseva* auf diese zusätzliche Ebene des regulatorischen Wettbewerbs ein. Im US-amerikanischen Regulierungsumfeld bestünden Unsicherheiten bei den in der Praxis tätigen Blockchain-Unternehmen, welche Behörde für eine Regulierung überhaupt zuständig ist. In diesem Zusammenhang zu sehen sei das von der Regierung unter Präsident Biden propagierte Vorhaben eines *whole-government approaches* hinsichtlich der Regulierung von Blockchain-Sachverhalten, das unter anderem mit einer Konzentration der Zuständigkeit bei einer Behörde verbunden sein könnte. Dabei sei aber nicht hinreichend berücksichtigt worden, in welchem Maße Finanzmärkte fragmentiert sind. Im Angesicht des *innovation dilemmas* – also der mit Innovationen einhergehenden regulatorischen Unsicherheiten hinsichtlich deren Behandlung – stelle sich nun die Frage, wer als zuständige Behörde geeignet sei. In Betracht kämen hierbei insbesondere die SEC und die CTFC, die sich jeweils durch Maßnahmen im Zusammenhang mit Kryptosachverhalten in dem zu beobachtenden Streit um Zuständigkeiten in Stellung gebracht hätten. Hierbei sei zu beobachten, dass die Behörden insbesondere durch die Durchsetzung von Regeln, die ihren Ursprung in der Zeit vor dem verstärkten Aufkommen der Blockchain-Technologie haben, in Erscheinung getreten sind. Datenbasierte Erhebungen auf Grundlage solcher Maßnahmen von SEC und CTFC zwischen April 2017 und November 2021 konnten hierbei zeigen, dass Kryptomärkte negativ auf Maßnahmen reagieren, mit denen die Durchsetzung solcher Regeln

angestrebt wird. Der Vergleich zwischen Maßnahmen der beiden Behörden zeigt zudem, dass die negative Reaktion bei Maßnahmen der SEC stärker ausfällt als bei solchen der CTFC.

Scornetta hat in Zusammenarbeit mit *Stuart Haber* mit seiner Arbeit „How to Time-Stamp a Digital Document“² aus dem Jahr 1991 die Grundlage für eine Technologie legen, die heute als Blockchain-Technologie bekannt ist. In seinem Panelbeitrag plädierte er für einen grundlegenden Verständniswandel: Statt stets die mit der Blockchain-Technologie verbundenen Risiken zu betonen, sollten verstärkt deren Möglichkeiten in den Blick genommen werden. Im Zusammenhang mit der Finanzmarktregulierung könne er deshalb als Nicht-Jurist auf die Frage, ob es sich bei Kryptowerten um Wertpapiere oder Waren handeln würde, nur antworten: Hoffentlich beides! In Analogie zu einer Lebensversicherung, die eine Investment- mit der Versicherungskomponente verbinden würde, sei auch die Blockchain-Technologie in der Lage, bestehende Grenzen zumindest aufzuweichen. Nur mit dieser Denkweise sei es möglich, die mit der Innovation einhergehenden Chancen auszunutzen. Eine besondere Rolle habe hierbei die genaue Bestimmung des Begriffs der *privacy*. Dieser sei jedenfalls nicht mit *secrecy* gleichzusetzen und bedürfe einer näheren Betrachtung, um auf dieser Grundlage Instrumente zu entwickeln, die geeignet seien, Informationsasymmetrien abzubauen.

Anmerkungen

¹ Jarrett vs. United States, No. 3:21-cv-00419 (M.D. Tenn.).

² Abrufbar unter: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/BF00196791.pdf> (letzter Abruf: 3.10.2022).

Fireside Chat mit SEC Commissioner *Hester Peirce*

Alexander Schneider

Mit *Commissioner Hester M. Peirce* von der *Securities and Exchange Commission* (SEC) wohnte der Tagung (virtuell) auch namhaftes Personal der US-amerikanischen Börsenaufsicht bei. Unter den Vorzeichen eines kriselnden Kryptomarktes, dessen gegenwärtige Schwäche neben der steigenden Inflation unter anderem auch auf den Zusammenbruch des Stablecoins TerraUSD sowie auf vermehrte Insolvenzen im Bereich des Kryptolendings zurückgeführt werden kann, durfte mit Spannung erwartet werden, wie sich *Peirce* zu den regulatorischen Herausforderungen des Kryptomarktes äußert.

Zu Beginn des halbstündigen Interviews, das von *Prof. Nizan Geslevich Packin* (Baruch College, CUNY) geführt wurde, ging *Peirce* auf ihre Funktion als eine regulatorische Akteurin des Marktes ein. Gefragt nach den Schwierigkeiten dieser Rolle angesichts der Krise der Kryptoindustrie hob sie zunächst hervor, dass die zunehmende (wenn auch überwiegend negativ konnotierte) mediale Aufmerksamkeit zu einer verstärkten generellen Auseinandersetzung mit Kryptowerten führe. Dies sei eine positive Entwicklung, da das steigende Interesse der Gesellschaft mit einem breiteren Diskurs über die regulatorischen Anforderungen einherginge, was letztlich auch ihre Tätigkeit bei der SEC erleichtere. Gleichzeitig bedauere sie jedoch die Geschehnisse der zurückliegenden Monate, in denen kryptoafine Investoren finanzielle Schäden erlitten hätten, die auf missbräuchliche und unzureichend kontrollierte Aktivitäten zurückzuführen seien. Offenbar (selbst-)kritisch in Richtung der eigenen Behörde – aber auch des Repräsentantenhauses – merkte *Peirce* an, dass dies besonders frustrierend sei, da viele Problematiken nicht unbekannt gewesen seien und wohl hätten vermieden werden können. Beispielhaft nannte sie hier die teils missbräuchliche Verwendung von Kryptowährungen über die bereits frühzeitig medial berichtet wurde und der bei entsprechendem regulatorischem Eingreifen umfassender hätte begegnet werden können.

Angesprochen auf die internationale Zusammensetzung der Tagungsteilnehmer und -beiträge erklärte *Peirce*, dass der grenzüberschreitende fachliche Austausch über (nationale) aufsichtsrechtliche Konzepte und die globale Zusammenarbeit der Finanzaufsichtsbehörden, insbesondere bei der Geldwäschebekämpfung, große Bedeutung hätten. Ziel müsse es schließlich sein, eine „*appropriate regulation*“ des Kryptomarktes zu erreichen. Hierfür gelte es stets zu hinterfragen, ob die gegenwärtige Rechtslage diesem Ziel effektiv entspricht. Da die Behörden weltweit überwiegend mit identischen Herausforderungen konfrontiert würden, bedürfe es hierzu des transnationalen wissenschaftlichen Austausches, um voneinander lernen und diejenigen Ideen ausfindig machen zu können, die am zielführendsten seien. Dafür böten internationale Organisationen, wie beispielsweise die IOSCO, eine Diskussionsplattform, auf der ein vertiefter Diskurs und eine Zusammenarbeit möglich würden.

Konfrontiert mit der Behauptung, dass einzelne Fachleute die Erfassung von Kryptowerten unter bereits existierende abstrakte Kapitalmarktnormen aufgrund der Einzigartigkeit der Blockchain-Technologie für schwierig erachten, gestand *Peirce* sodann einen persönlichen Sinneswandel ein. Begann sie ihre Tätigkeit 2018 bei der SEC noch mit der Einstellung, dass die allgemeinen finanzmarktrechtlichen Regularien ein ausreichendes Regelwerk bereithalten würden, um auch die neuartigen kryptographischen Finanzprodukte hinreichend zu erfassen, änderte sich dies im Verlaufe ihrer Amtszeit. Nunmehr sehe sie ein, dass nicht alle Aktivitäten auf dem Kryptomarkt vom bestehenden Regelwerk erfasst würden und daher neues spezifiziertes Recht notwendig würde. Diese Notwendigkeit sei besonders auf das Peer-to-Peer Verfahren sowie auf die vielseitige Anwendung von Token zurückzuführen. Gleichzeitig wies *Peirce* auf die Schwierigkeiten einer Regulierung hin, die einerseits Rechtssicherheit bieten, andererseits aber auch technologieoffen gestaltet sein sollte.

Hinsichtlich der zahlreichen kriminellen Aktivitäten, die mit Kryptowährungen in Verbindung gebracht werden, merkte *Peirce*

sodann an, dass dies aufgrund der pseudonymisierten Übertragung zwar einerseits nicht überraschend sei, die Transparenz der Blockchain-Technologie andererseits jedoch auch eine Nachverfolgung einzelner Transaktionen prinzipiell ermögliche. Diese technologische Beschaffenheit gelte es zu nutzen, um die Rechtsdurchsetzung auch auf dem Kryptomarkt zu erreichen. Zudem warnte sie vor einem generellen Verbot der Blockchain-Technologie, da technische Verfahren stets für „gute“ als auch „schlechte“ Zwecke genutzt würden. Vielmehr käme es darauf an, eine risikobedachte Lösung für den Umgang mit blockchainbasierten Anwendungen zu finden.

Geslevich Packin wies sodann auf den kürzlich durchgeführten *Ethereum Merge* hin, wodurch Ethereum 2.0 den Proof-of-Work-Konsensmechanismus hinter sich gelassen und durch den Proof-of-Stake-Mechanismus ersetzt hat.³ Im Zuge dessen hat SEC-Chair *Gary Gensler* öffentlich die Andeutung gemacht, dass Kryptowerte, die auf dem Proof-of-Stake Mechanismus beruhen, nunmehr auch die vierte Anforderung des sogenannten *Howey-Tests*⁴, nämlich, dass der Gewinn der Investition außerhalb der Einflussosphäre des Investors liegen muss, erfüllen und daher insgesamt als Wertpapiere zu behandeln sein könnten⁵. *Peirce* griff diese rechtliche Beurteilung auf und begegnete ihr mit dem Hinweis darauf, dass stets eine Einzelfallbetrachtung notwendig sei, um bestimmen zu können, ob ein Kryptowert als Wertpapier zu qualifizieren ist oder nicht. Da Marktteilnehmer und insbesondere Emittenten von Kryptowerten jedoch ein großes Bedürfnis hätten, zu wissen, wie ihre Produkte rechtlich erfasst würden und welche rechtlichen Anforderungen an die Emission oder den Verkauf gestellt würden, sei es auch hier wichtig, Rechtssicherheit und -klarheit zu schaffen. Um der Komplexität des Wertpapierrechts zu begegnen, sei es daher auch Aufgabe der SEC den Marktteilnehmern entsprechende Leitlinien an die Hand zu geben.

Sodann äußerte sich *Peirce* zu den jüngsten Warnungen der *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), dass aktive Inhaber von Governance Token einer *Decentralized Autonomous Organization* (DAO) für (sämtliche) illegale Aktivitäten der DAO persönlich haftbar

gemacht werden könnten⁶. Dies stoß nicht nur in der Kryptoszene auf Unmut, sondern rief auch Kritik aus der eigenen Behörde hervor. *Peirce* betonte, dass die CFTC und SEC als „*regulatory real estate*“ angesehen und eine entsprechende Tätigkeit von ihnen verlangt würde. Tritt eine DAO wie ein Unternehmen auf und führt vergleichbare Transaktionen durch, gelte es zu beantworten, so *Peirce*, welcher Regulierung diese unterliegen sollte und wie eine effektive Rechtsdurchsetzung sowie eine sinnvolle Haftung ausgestaltet sein könnten. Dies sei herausfordernd und würde in den Bundesstaaten unterschiedlich gehandhabt. Etwas konkreter ergänzte *Peirce* schließlich, dass die umfassende Haftung aller an einer DAO beteiligter Personen für illegale Tätigkeiten der DAO jedenfalls keine Antwort auf diese Fragen sein könnte, da dies den adversen Effekt der Marktabschreckung hervorrufe. Insofern ließ sie das Erfordernis einer Differenzierung nach dem Beteiligungsgrad der Inhaber von Governance Token anklingen.

Abschließend gab *Peirce* eine persönliche Prognose über die Zukunft des Kryptomarktes ab. Voranstellend, dass die Aufsichtsbehörden zwar stets von der Entwicklung am Markt abhängig seien, stellte sie fest, dass die Zukunft auch in den Händen des Staates liege und von dessen Regulatorik abhinge. Sei diese zu strikt oder verfehle es Rechtssicherheit zu schaffen, würde die Entwicklung am Kryptomarkt gehemmt werden. In der Blockchain-Technologie und Tokenökonomie sieht *Peirce* außerdem das Potential nicht nur die Finanzwelt zu verändern, sondern vor allem auch andere Gebiete zu erschließen. Diese gelte es im Blick zu behalten. Als Beispiel hierfür diene das Urheberrecht, in welchem Künstler durch den Einsatz von Token in die Lage versetzt werden könnten eine effiziente Monetarisierung ihrer Werke zu erreichen.

Insgesamt bestätigte sich damit einmal mehr der Eindruck, dass *Peirce* eine große Chance in digitalen Vermögenswerten sieht. In ihren Ausführungen wurde deutlich, dass ihr die rechtliche Erfassung und Regulierung von Kryptowerten und -dienstleistungen ein bedeutsames Anliegen sind, dem ihrer Ansicht nach auf legislativer wie exekutiver Ebene noch nicht hinreichend nachgekommen wurde. Wie sie betonte, dürfe die Regulatorik dabei jedoch nicht zu Lasten des Marktwachstums

und der Marktinnovation führen, sondern müsse in einem ausgewogenen Verhältnis zu den Risiken stehen und dabei insbesondere für Rechtssicherheit und -klarheit sorgen.

Anmerkungen

³ Dazu <https://ethereum.org/en/upgrades/merge/> (sämtliche Internetquellen zuletzt abgerufen am 13.10.2022).

⁴ Der *Howey*-Test wird in den USA von den Aufsichtsbehörden herangezogen, um zu prüfen, ob ein Geschäftsmodell als ein Wertpapier iSd *Securities Act 1933* zu qualifizieren ist. Die ersten drei der vier Voraussetzungen sind namentlich, dass ein Vermögenswert investiert und der Investor eine Gewinnerwartung haben muss sowie der bereitgestellte Vermögenswert einer gemeinsamen Unternehmung zugutekommen muss. Ausführlich dazu Dilek RDi 2021, 324.

⁵ Kiernan/Ge Huang, Ether's New 'Staking' Model Could Draw SEC Attention, Wall Street Journal, 15.9.2022, abrufbar unter: <https://www.wsj.com/articles/ethers-new-staking-model-could-draw-sec-attention-11663266224>.

⁶ Kharif/Versprille, Crypto DAOs and Their Token Holders Aren't Safe From the CFTC, Bloomberg, 23.9.2022, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-23/are-crypto-daos-and-governance-token-holders-safe-from-the-cftc>.

Risk Management and Compliance

Tim Blöcher

Das Panel zum Thema „Risk Management and Compliance“ mit *Chen Arad* (Solidus Labs), *Gideon Pell* (Baruch College) und *Liat Shetret* (Elliptic) wurde durch *Ken Abbott* (Baruch College) geleitet, welcher die Diskussion mit praxisrelevanten Fragen anstieß. Es wurden die Risiken und Chancen der Blockchain-Technologie sowie die Vereinbarung von Innovation und Regulation behandelt. Die Beteiligten waren sich einig, dass der Einsatz der Blockchain großes Potential bereithalte, allerdings die Nutzung mit Bedacht erfolgen müsse. Dies erfordere insbesondere bessere Kommunikation der Marktakteure und Regulatoren sowie das tiefere Verständnis der Nutzer.

Abbott eröffnete mit der Frage, worin die zukünftig wesentlichen Risiken des Kryptowährungsmarktes liegen. *Shetret* machte mittels einer abstrakten Problembetrachtung darauf aufmerksam, dass mangels fester Regulierung der Gang von Innovationen derzeit einer Blindfahrt gleiche. Es stelle sich die Herausforderung, die legislative Einfassung mit der Geschwindigkeit von Neuerungen des Marktes zu vereinbaren. Dabei sei ein Wettbewerb der Regulatoren abzuwenden, welcher die Balance von Risiken und Potentialen neuartiger Kryptoprojekte zusätzlich erschwere.

Im wachsenden Zukunftsmarkt der Kryptodienstleistungen vermehren sich ebenfalls Risiken für die stets wachsende Anzahl von Nutzern. *Pell* mahnte daher ein besseres Individualverständnis an, um Gefahren von Investments abschätzen zu können und im Zusammenspiel der Marktakteure einen Überblick zu behalten. Diese sei gerade bzgl. stark volatilen Kursbewegungen und der Entkopplung der Wertbestimmung von externen Referenzwerten wesentlich. Probleme bestehen zudem in operativen Risiken des Nutzerinvestments, wie Betrugsfälle durch Phishing und Malware beweisen.

Arad schloss die Beantwortung der Anstoßfrage mit einer technologiezentrierten Betrachtung. Zwar seien generell zahlreiche Risiken im Bereich der Kryptomärkte sichtbar. Perspektivisch sei die

größte Befürchtung allerdings, dass Potentiale der Blockchain-Technologie aufgrund der Probleme ihrer Implementierung ungenutzt bleiben. Vergleichbar mit Kreditderivaten des Immobilienmarktes, welche die Finanzkrise in 2008 auslösten, dürfe Intransparenz durch Komplexität nicht Innovation ersticken.

Im Anschluss erweiterte der Vorsitzende des Panels den Fokus mit der Frage, wie das revolutionäre Innovationspotential der Blockchain-Technologie umgesetzt werden könne, insbesondere über den Kontext der Finanzwirtschaft hinaus.

Darauf folgte *Arad* mit einem Vergleich der Blockchain zur historischen Entwicklung und Popularisierung des Internets in den neunziger Jahren. Der Tenor lautete, dass falsche Erwartungen und Hoffnungen nicht über reale Anwendungspotentiale hinwegtäuschen dürfen, deren Ausmaße erst zukünftig gänzlich sichtbar sein werden. Beispiele heutiger Umsetzung bestehen durch das UN Food Programme, welches mittels der Blockchain die Verteilung spendenbasierter Gelder effizienter und transparenter gestaltet. Ebenso bringt der Gaming Bereich Krypto in den Fokus, da etwa die Hälfte der bestehenden Wallets mit entsprechenden Anwendungen verbunden ist.

Auch *Pell* sieht mit der Blockchain-Technologie ein großes Zukunftspotential verbunden, insb. durch die Einführung von Zentralbankwährungen und Bitcoin als thematische Öffnung vieler weiterer Gebiete. Datenspeicherung könne durch Blockchain effizienter gestaltet werden. Ebenso wie *Arad* schloss *Pell* die Antwort somit durch Verweise auf bereits bestehende Kryptoanwendungen, wie die Lieferkettenüberwachung des Supermarktriesen Walmarts sowie der Zusammenarbeit von Maersk und IBM zur Schaffung von TradeLens, einem Tool zur Dokumentation von Transportinformationen im Überseehandel.

Die Einsatzfelder der Blockchain wurden mit einem Beitrag *Shetrets* geschlossen, welche auf globale Herausforderungen wie Korruption und verdeckte Finanzflüsse mit Missbrauchsabsicht hinwies. Die Transparenz der Blockchain-Anwendung verspreche dabei eine bessere Nachverfolgung von Vermögenstransfers. Akut ließe sich ebenfalls über

Systeme eines Blockchain-Grundbuches in Entwicklungsländern zwecks verlässlicher Eigentumskontrolle nachdenken oder die transparente Verteilung von Impfstoffen. Generell sei der Einsatz der Blockchain stets denkbar, sofern sich der Bedarf des sicheren, dezentralen Informationsnachweises eröffne.

Anschließend stieß *Abbott* eine Diskussion über Innovation und Regulation im Kontext der Entwicklung von Stable Coins und Central Bank Digital Currency (CBDC) an. *Shetret* sah dabei die Entwicklung von Stable Coins als richtungsweisend für den Markt der Finanzdienstleistungen, hinsichtlich der etwa 160 Rechtsordnungen weltweit, die entsprechende Nachforschungen betreiben. Im Hinblick auf CBDC sind bereits Sandbox-Projekte im Gange, welche als Erprobungsgrund der Regulatoren zukünftige aufsichtsrechtliche Eingriffe modellieren. In dieser Entwicklung sind insbesondere Zentralbanken gefragt, um ihre Rolle auch im zukünftigen Modell des Finanzmarktes zu erhalten. Bei zahlreichen nationalen Einzelprojekten machte *Shetret* zudem auf die notwendige Interoperabilität der Währungssysteme aufmerksam.

Die Parallele zur Entwicklung der Regulierung des Versicherungsmarktes wurde sodann von *Pell* ins Spiel gebracht. Aufgrund des Wunsches eines rechtssicheren Vorgehens am Markt neigten Anbieter in der Vergangenheit zur Selbstregulation. Wollte die aufsichtsrechtliche Rahmensetzung dabei schritthalten, war die Kommunikation der Erkenntnisse der Praxis für das legislative Vorgehen der Regulatoren wesentlich. Ein ähnlicher Trend wird bei Kryptowährungsdienstleistern deutlich, welche mit der vermehrten Einstellung von Compliance Officern die Relevanz dieser Aufgabe erkennen und zum Austausch bereit sind. Als wünschenswert sah *Pell* die Ausarbeitung einer Best Practice als inoffizielle Leitlinie, wie sie z.B. bereits im Bank- oder Versicherungswesen besteht.

Im Spannungsfeld von Innovation und Regulation besteht seit jeher der Ruf der Marktakteure nach schnellem Handeln, da zögerliche Gesetzgebung Fortschritt hemmt. *Arad* machte allerdings darauf aufmerksam, dass die Regulierung naturgemäß Zeit benötige und nicht

zuletzt im Bereich Krypto außergewöhnlich schnell von statten gehe. In Übereinstimmung mit *Pell* wünschte er sich einen Austausch von Dienstleistungsanbietern und Behörden, um Synergiepotentiale zu passgenauen Regelungen zu nutzen. Es werde noch einige Zeit dauern, bis umfassende Normierungen vorhanden seien und Nachbesserungen seltener notwendig werden.

So dann ging es um die Blockchain als technologische Basis für verbrauchernahe Applikationen. *Abbott* stellte daher die Frage in den Raum, wie die Öffentlichkeit unabhängig einzelner Trends ein generelles Verständnis der Technologie erlangen könnte. Im Folgenden richteten sich die Panelmitglieder dafür hauptsächlich der Risikoaufklärung aus Verbraucherperspektive.

Die Öffentlichkeit sei außerhalb von Gewinnchancen wenig an Risiken oder Detailwissen interessiert, wie *Pell* feststellte. Vermögensverluste abzuwenden heiße allerdings, ein Verständnis der eigenen Wallet zu entwickeln und die Speicherung und den Umgang sicherheitsrelevanter Daten zu kontrollieren. Zu beachten seien behördliche Hinweise, welche Verbraucher entsprechend aufklärten. Beispiele geben dafür bereits die britische FCA⁷ oder die BaFin⁸.

Arad kontextualisierte die Risiken von Kryptowährungen. Einerseits werde z.B. lediglich ein kleiner Bruchteil von Geldwäschefällen durch Wallets begangen, obwohl es in der Öffentlichkeit anders erscheine. Andererseits seien bedenkliche Trends zu erkennen, wenn branchenfremde Personen Einfluss auf Investmententscheidungen nähmen. Er spielte auf die jüngst zur Strafzahlung von 1.26 Millionen USD verurteilte Kim Kardashian an, welche illegitime Investmentempfehlungen an ihre Fans weitergab. Gewinnchancen gingen stets mit großen Risiken einher, über die es aufzuklären gelte. Dabei seien die zahlreichen unbekanntten Fälle ebenso relevant, wie populäre Negativbeispiele. Die sicherste Methode der Risikominderung startet beim Nutzer selbst. Individuelle Verantwortung und bedachte Investmententscheidungen waren daher für *Shetret* wesentlich.

Abbott öffnete daraufhin die Runde für Fragen des Publikums. Ein Student interessierte sich für die Zukunft der Blockchain-Technologie

hinsichtlich der Entwicklung des Internets der letzten Jahrzehnte und wachsenden Energiesorgen. Dazu wusste *Arad* darauf hinzuweisen, dass es Zeit brauche, bis sich junge Technologie etablieren und Problemlösungen möglich seien, wie der kürzlich erfolgte Ethereum-Merge zum Nutzen von Proof-of-Stake mit Blick auf die bessere Energieeffizienz zeige.

In komplexer werdenden Systemen werden auch verbundene Rechtsfragen vielschichtiger. *Abbott* schloss daher mit der Frage, inwiefern Regulatoren die Interessen Privater beachten und passgenaue Legislatur entwerfen können. Ein Dialog findet seitens der Behörden bereits statt, dieser sei *Shetret* zu Folge allerdings ungenügend. Wesentlich sei die Balance der Marktakteure nötig sowie die Diversifizierung des Dialogs, um möglichst sämtliche Interessen zu inkludieren. Aufgrund der weiteren Zeitplanung der Tagung wurde dies der abschließende Beitrag des Panels.

Anmerkungen

⁷ FCA, Cryptoassets, Stand: 23.5.2022, abrufbar unter: <https://www.fca.org.uk/consumers/cryptoassets> (letzter Abruf: 10.10.2022).

⁸ BaFin, Bitcoin, Ether und Co.: Anlagen in Kryptowerte sind riskant, Stand: 7.2.2022, abrufbar unter: https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/verbraucher_kryptowerte.html (letzter Abruf: 10.10.2022).

Cryptocurrencies and CBDC

Leona Becker

Die Einführung von digitalem Zentralbankgeld (Central Bank Digital Currency, CBDC) stellt auch die größten Wirtschaftsmächte vor enorme Herausforderungen – darüber bestand Einigkeit in dem rechtsvergleichenden Panel „Cryptocurrencies and CBDC“ trotz ansonsten sehr unterschiedlicher Herangehensweise an CBDC. Aus kanadischer Perspektive berichteten *Dr. Ori Freiman* (Toronto University), aus deutscher und europäischer Perspektive *Aurelia Birne* (Philipps-Universität Marburg) und aus chinesischer und US-amerikanischer Perspektive *Prof. Jiaying Jiang* (University of Florida) über den aktuellen Entwicklungsstand und Diskurse bei der Einführung von CBDC.

Freiman setzte den Schwerpunkt seiner Ausführungen auf eine verantwortungsvolle Einführung von CBDC im kanadischen Raum. Er beantwortete zunächst die aufgeworfene Frage, was CBDC überhaupt ist. Er führte aus, dass CBDC zunächst eine digitale „Währung“ und die genaue rechtliche Einordnung umstritten sei. *Freiman* betonte die Wichtigkeit der Unterscheidung zwischen „herkömmlichen“, etablierten Geldformen und CBDC und grenzte CBDC daneben klar zu Zahlungsdienstleistern ab. Er arbeitete sodann zwei verschiedene Modelle heraus, die sich im Wesentlichen herauskristallisiert hätten und zur aktuellen Diskussion stünden: die sogenannte „Retail CBDC“ und die „Wholesale CBDC“. Das Hauptunterscheidungsmerkmal bestehe darin, dass „Retail CBDC“ für den Endkunden zugänglich wäre, während „Wholesale CBDC“ nur einer kleineren Gruppe an Akteuren zugänglich wäre, insbesondere dem Interbankenverkehr. Im Hinblick auf die Realisierung und das Potential von CBDC analysierte *Freiman* sodann verschiedene Einsatzfelder etwa im Bereich der Geldwäschebekämpfung, dem Steuerwesen und des Bankings. Allerdings wäre eine Einführung auch mit Unsicherheiten insbesondere auf gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Ebene verbunden, denen aus staatlicher Sicht entgegengewirkt werden müsse. Die Gewährleistung von Sicherheit und Funktionalität von CBDC sei essenziell. In diesem

Zusammenhang betonte *Freiman* eine potenziell zu erwartende (Finanz-)Diskriminierung und die Bedeutung finanzieller Sicherheit sowie finanzieller Privatsphäre. Er merkte an, dass durch Hacking und Cyber-Angriffe dahingehend Gefahren drohten. Abschließend ging er auf das Spannungsverhältnis zwischen der finanziellen Autonomie des Einzelnen und der Kontrolle des Staates über die finanziellen Entscheidungen des Einzelnen ein. Er kam zu dem Schluss, dass Unsicherheiten durch gezielte und vorausschauende Forschung reduziert werden könnten.

Im Anschluss widmete sich *Birne* der deutschen und europäischen Perspektive. Nach dem aktuellen Status quo befinde sich die EU inmitten einer Investigationsphase zum digitalen Euro, angesetzt von Oktober 2021 bis Oktober 2023. Ziel sei die Analyse von Gestaltungsoptionen für einen digitalen Euro und seine Verteilung an Einzelhändler und die Öffentlichkeit inklusive der möglichen Änderungen der europäischen Gesetzgebung. Konkret würden Wege untersucht werden, „Retail CBDC“ mithilfe der Europäische Zentralbank (EZB) als Hauptakteur einzuführen. Als Rechtsgrundlage für die Ausgabe von CBDC käme nach *Birne* Art. 128 AEUV infrage, sofern man hineinlese, dass die EZB die *Form* der Ausgabe des Euros bestimmen kann. Zur Rechtsnatur stellte *Birne* klar, dass die Bestimmungen über Bargeld, Buchgeld und elektronisches Geld nicht ohne erheblichen juristischen Gestaltungsaufwand anwendbar seien und sich insofern die Einführung einer neuen „Geldart“ anbieten würde. Das könne künftig nicht nur die Qualifikation als gesetzliches Zahlungsmittel, sondern auch als Währung im rechtlichen Sinne bedeuten. Abschließend widmete sich *Birne* dem internationalen Zahlungsverkehr mit verschiedenen, digitalen Währungen, wie dem digitalen US-Dollar, und betonte die Notwendigkeit eines funktionierenden grenzüberschreitenden Zahlungssystems. Die EU und die USA beispielsweise würden zwar nationale Zahlungssysteme für Transaktionen mit nationalem Zentralbankgeld (TARGET2 und Fedwire) anbieten sowie grenzüberschreitende Zahlungen über den Abwicklungsdienstleister CLS ermöglichen, allerdings wären diese Systeme nur einem begrenzten Teilnehmerkreis und nicht der breiten

Öffentlichkeit zugänglich. *Birne* stellte indes klar, dass das Primär- und Sekundärrecht der Union durchaus rechtliche Möglichkeiten für die Einführung von neuen grenzüberschreitenden Zahlungssystemen böten und unterstrich die Notwendigkeit der Harmonisierung der einzelnen Rechtsetzungen europäischer Länder. Eine umfassende Funktionsfähigkeit von CBDC sei insbesondere bei der Übertragung von CBDC nur durch einen einheitlichen Rechtsrahmen zu gewährleisten. *Birne* berichtete zudem von dem jüngsten Ereignis in der Entwicklung eines digitalen Euros im September 2022, als die EZB externe Unternehmen für das gemeinsame „Prototyping“ von Benutzeroberflächen für einen digitalen Euro auswählte, darunter Amazon. Ziel sei es zu testen, wie gut die Technologie hinter dem digitalen Euro sich in die entwickelten Prototypen der Unternehmen integrieren lasse.

Mit dem Fokus auf Gemeinsamkeiten und Unterschiede nahm *Jiang* sodann CBDC in China und den USA in den Blick. Chinas CBDC-Politik sei bereits 2014 gestartet und zum jetzigen Zeitpunkt weit fortgeschritten. Früh habe man sich zudem gegen die Nutzung der Blockchain-Technologie entschieden. Aktuell sei die Veröffentlichung des bereits entwickelten Produkts, *e-RMB* (oder Synonym *e-CYN*), geplant, zu welchem bereits Pilotprojekte gestartet seien. Auch die Mutter *Jiangs* war zufällig ausgewählte Testperson der neu eingeführten CBDC, was es *Jiang* ermöglichte, sehr konkrete Eindrücke zu liefern. Im Wesentlichen seien bei der Nutzung des *e-RMB* keine Unterschiede in der „User Experience“ merklich gewesen. Die Anwendungsbereiche berührten beispielsweise Transport und Shopping aber auch staatliche Dienstleistungen. Derzeit liege das ansteigende Transaktionsvolumen bei ca. CNY 17 Mio. *Jiang* arbeitete sodann die Motivationen Chinas zur Einführung von CBDC heraus. Einerseits ginge es dem Staat um das Erfassen von Verbraucherdaten, denn die Regierung wolle nicht die Kontrolle über Daten an private Unternehmen verlieren. Andererseits ginge es darum, auf Unternehmen, die den Finanzmarkt dominieren, zu reagieren. Anschließend richtete *Jiang* den Blick auf die USA. Die USA befinde sich im Unterschied zu China noch in einer Anfangsphase der Einführung

von CBDC. Im Frühjahr 2022 seien die ersten Untersuchungen gestartet, zur Möglichkeit einer Einführung von CBDC mit dem Ziel, zunächst breit gefächerte Recherche zu betreiben und Informationen einzuholen. Im Kern werde sich dem Verständnis der Technologie sowie anderen Ländern mit bereits eingeführter CBDC gewidmet. Daneben wolle man gravierende Unsicherheiten bezüglich Privatsphäre, Cybersicherheit und Verbraucherschutz ausräumen. Die Frage danach, ob China den US-Dollar ersetzen könne, beantwortete *Jiang* damit, dass sich die chinesische und die US-amerikanische Herangehensweise an CBDC (kulturell) grundlegend unterscheidet. China konzentriere sich nicht so sehr darauf, den Dollar zu ersetzen, sondern nutze CBDCs, um interne politische Probleme zu lösen. Im Gegenzug habe die USA stets das gesamte Weltgeschehen im Blick. *Jiang* merkte an, dass das Vertrauen in staatliches Geld im Vergleich zu Geld privater Unternehmen unterschiedlich stark ausgeprägt sei. Ob eine Ablösung grundsätzlich noch *möglich* sei, lies sie mit der Bemerkung offen, dass dies einen enormen Kraftakt erfordern würde, nicht zuletzt da der US-Dollar aktuell einen der stärksten Kurse weltweit habe.

DeFi, Crypto and the Financial Markets

Kira Franke

Viele offene Fragen stellen sich in Bezug auf Thematiken des dezentralen Finanzierungswesens insbesondere auf regulatorischer Seite. Einigkeit besteht in dem Erfordernis, aufgrund des rasanten Fortschritts, die Entwicklungen im dezentralen Finanzdienstleistungsbereich stets im Blick zu behalten. Im Rahmen der Tagung erläuterte *Prof. Moran Ofir* die derzeitigen Entwicklungen im Bereich des Initial Coin Offerings (ICO) und *Prof. Yafit Lev-Aretz* die Entwicklungen der Decentralized Credit Scores.

Ofir bezog sich in diesem Zusammenhang auf einen Beitrag, welchen Sie zusammen mit *Ido Sadeh* veröffentlicht hat.⁹ Darin versuchten *Ofir* und *Sadeh*, den rasanten Wachstum der ICOs von 2017 bis 2018 durch dessen Vorteile zu erläutern und mögliche regulatorische Erwägungen in Form von Offenlegungspflichten mithilfe eines Vergleiches zum Börsengang (IPO) zu erarbeiten. Infolge der globalen Reichweite, der alternativen Finanzierungsmöglichkeit und der geringen Transaktionskosten hätten ICOs nach *Ofir* ein enormes Zukunftspotential für die gesamte FinTech-Branche. Sie stellten regelmäßig eine Investitionsanlage dar und erlangten ihren Wert durch die Netzwerkgröße ihrer Nutzer. Gerade beim Fundraising sei die Erfolgsquote sehr hoch. Auch die *United States Securities and Exchange Commission* (SEC) beschäftige sich derzeit mit einer möglichen Regulierung des ICO-Marktes. ICOs sollen in Zukunft auch Wertpapierangebote darstellen. Ein konkreter Zeitpunkt, wann dies der Fall sei, stehe jedoch noch nicht fest.

Das Hauptproblem, welches bei ICOs derzeit bestehe, sei laut *Ofir* die zu geringe Informationsbekanntgabe solcher Finanzierungsmethoden. Dies zeigte *Ofir* anhand einer Tabelle zur Preisunterschreitung, bei der eine solche von acht bis 900% erfolgte und erklärte anhand dessen auch den daraus folgenden praktischen Hinweis auf marktdynamische Probleme. Whitepaper von ICOs seien oftmals fehlerhaft und irreführend. Im Einzelnen sei dies auf eine Informationsasymmetrie bei

drei Quellen zurückzuführen. Zum einen fehle es bei ICOs mangels regulatorischer Maßnahmen an standardmäßigen Offenlegungspflichten und zum anderen am technischen Verständnis der Investoren/Anleger, die Whitepaper der ICOs richtig zu verstehen. Hinzu komme, dass sich ICOs meist in einem sehr frühen Stadium befinden, sodass Erfolgchancen nur schwer vorherzusehen seien. Um eine solche Informationsasymmetrie zu verringern, beschäftigte sich *Ofir* damit, wie eine gute Qualität von Whitepapers von einer schlechten Qualität unterschieden werden könne. Erfolg hätten regelmäßig nur solche Whitepaper von ICOs, die eine freiwillige Offenlegung des Quellcodes und Ausführungen zum technischen Umfang, unabhängig von Risikoerläuterungen und Schutzmaßnahmen, enthielten. Daraufhin untersuchte *Ofir* an dieser Stelle die regulatorische Kompatibilität der Offenlegungspflichten von IPOs in Hinblick auf ICOs. Diese seien bereits aufgrund verschiedener Kriterien nicht auf die Finanzierungsmethoden von ICOs anwendbar. Zum einen stellten die bei der Offenlegung entstehenden deutlich zu hohen Kosten ein Hindernis der Marktentwicklung der ICOs dar. Zum anderen könnten ICO-Investoren, mangels des frühen Stadiums, aufgrund der einzigartigen technischen Natur nicht von den offengelegten Informationen profitieren. Dies führe dazu, dass die Offenlegungspflichten für ICOs zwingend in der Art und Weise anzupassen seien, das technologische Aspekte erläutert, die jeweiligen Entwicklungsstufen des ICOs gekennzeichnet und die Blockchainrelevanz dargestellt werde. Dennoch stehe fest, dass ein Erfordernis von regulatorischen Offenlegungspflichten auch im Rahmen von ICOs bestehe.

Darüber hinaus erläuterte *Lev-Aretz* die derzeit wesentlichen Erwägungen und Entwicklungen zum Decentralized Credit Score. „*A credit is a credit, even on a blockchain*“ heißt es laut *Lev-Aretz* im Rahmen der Frage nach möglichen regulatorischen Änderungen im Wege der dezentralen Kreditscores auf einer Blockchain. Es komme nach ihrer Ansicht auf eine umfassende Ausbildung der blockchainbezogenen Finanzinstrumente und Finanzdienstleistungen an. Schließlich stelle der Kreditscore die Kreditwürdigkeit einer Person nach durchgeführter Analyse der gesamten vorhandenen

Vermögenswerte in Form eines Zahlenwertes dar. *Lev-Aretz* begann ihre Ausführungen zu Creditscores mit der Zusammensetzung des dominierenden amerikanischen Anbieters FICO SCORE, bei welchem sich der Kreditwürdigkeitswert durch unterschiedliche bereits bestehende gesetzliche Regelungen zwingend aus festgelegten Komponenten der Vergangenheit zusammensetzt. Problematisch bei der Erstellung eines solchen Scores sei jedoch, dass nicht jeder Netzwerkteilnehmer, der diesen Service des Creditscores nutzen wolle, im dezentralen Bereich auf der Blockchain eine finanzbasierte Vergangenheit aufweisen könne. Gerade in den USA gebe es viele Menschen, die im traditionellen Finanzdienstleistungsbereich außerhalb der „Blockchainblase“ Finanzdienstleistungen ausführen. Es sei hervorzuheben, dass es bereits sog. Social Credit Scores gebe, die sich lediglich auf die Sammlung aller sozialen Aspekte einer Person aus der Vergangenheit spezialisiert haben. Relevant seien in diesem Zusammenhang insbesondere soziale Medien. *Lev-Aretz* verwies dabei auf einen von ihr bereits veröffentlichten Beitrag.¹⁰

Es scheine jedoch eine nächste Stufe solcher Creditscores zu geben, genauer solche auf einer Blockchain. Das Kredit-Scoring auf der Blockchain müsse bzw. könne in zwei Gruppen unterteilt werden; zum einen den Creditscore basierend auf digitalen Vermögenswerten auf der Blockchain und zum anderen die blockchainbasierte Abbildung bereits bestehender traditioneller Creditscores. Ihren Fokus legte *Lev-Aretz* sodann zunächst auf die bestehende Plattform MASA, die in den vergangenen Wochen stets an Reichweite zugenommen habe, und erläuterte die Schritte zur Erstellung des benutzerdefinierten Creditscores. Dabei sei besonders interessant, wie dezentrale Creditscores funktionieren und wie diese unter die derzeitige Regulierung fallen. Die Plattform ermögliche es, Daten in anonymer und dezentraler Weise zu speichern und über das private Protokoll zu teilen. In diesem Zusammenhang könnten die Netzwerkteilnehmer, die eine solche Datenübermittlung mithilfe des erstellten NFTs als Creditscore an die Kreditfinanzierungsplattformen vornehmen, eine Qualifikation zur Kreditfinanzierung erlangen. Dezentrale Creditscores verwenden sowohl On-Chain als auch Off-Chain Daten. Dabei erfolge die Erstellung

eines dezentralen Kreditscores wie im dezentralen Finanzdienstleistungsbereich üblich nicht mehr mithilfe einer dazwischengeschalteten Person, genauer ohne Intermediäre (P2P). Inwiefern ein solcher dezentraler Kreditscore jedoch vorteilhaft sei, stehe derzeit noch in Frage. In diesem Zusammenhang seien einige Sachen zu bedenken, die *Lev-Aretz* sowohl auf technischer als auch auf rechtlicher Ebene betrachtete. Mangels einer bestehenden sozial-finanziellen Trennung, der fehlenden Ausrichtung auf gefährdete Bevölkerungsgruppen, der Fortdauer sozialer Ungerechtigkeiten und dem Fehlen unterschiedlicher/diverser Rechte (Recht auf De-Networking, Recht auf Vergessenwerden, Widerrufsrecht) seien auch dezentrale Kreditscores den üblichen blockchainbasierten Problemen ausgesetzt. Zudem solle sich über die Privatsphäre, die Sicherheit und die derzeit noch bestehende Freiwilligkeit der Netzwerkteilnehmer Gedanken gemacht werden. Es bleibe demzufolge spannend, wie sich die dezentralen Kreditscores in Zukunft entwickeln.

Anmerkungen

⁹ *Ofir/Sadeh*, ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry and the Appropriate Regulatory Framework, 2019, abrufbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3338067 (letzter Abruf: 14.10.2022).

¹⁰ *Lev-Aretz*, On Social Credit and the Right to Be Unnetworked, 2016, abrufbar unter: https://www.researchgate.net/publication/314631582_On_Social_Credit_and_the_Right_to_Be_Unnetworked (letzter Abruf: 14.10.2022).

Bankruptcy and Crypto

Dr. Johannes Meier

Bei diesem Panel geht es um Fragen, die im Zusammenhang mit dem Einsatz der Blockchain-Technologie und Insolvenzrecht entstehen. Während *Prof. Christopher Odinet* (University of Iowa) einleitend sich den Stablecoins, diesbezogenen Investorenrechten und Insolvenz widmet, beleuchtet *Prof. Pamela Foohey* (Cardozo Law School) den bestehenden US-amerikanischen Verbraucherschutz unter dem Blickwinkel der Krypto-Insolvenzen.

Odinet beginnt seinen Vortrag mit der Erklärung, um was es sich bei Stablecoins überhaupt handele. Es handele sich dabei Coins, die als dezentralisierte Finanztransaktionen benutzt werden und die ihre Popularität und die erhöhte Nachfrage dadurch erreicht haben, dass sie keinen Schwankungen (not volatile) ausgesetzt, also stabil sind. Die Marktkapitalisierung von Stablecoins habe in Mai 2022 etwa 750 Mrd. US-Dollar erreicht.

Sodann geht *Odinet* auf die Anwendungsfelder von Stablecoins ein. Sie werden als Basiswährung verwendet, um mit anderen Kryptoassets zu handeln. Sie dienen als Basis dafür, Vermögenswerte zu „parken“. Die Stablecoins zeichnen sich dadurch aus, dass sie (1) günstiger (2) effizienter (3) anonymisierter und (4) schneller gehandelt werden können.

Zur Erklärung der Stablecoins-Struktur geht *Odinet* zudem auf ein Stablecoins-Bericht von den Aufsichts- bzw. Regulierungsbehörden (policymakers) der USA ein. Danach sei die Struktur von Stablecoins durch einen Emittenten (issuer), durch eine Anbindungsgrundlage (peg) sowie durch einen Stabilitätsmechanismus (stabilization mechanism) gekennzeichnet. Beim Emittenten könne zwischen einem zentralen Emittenten und einem dezentralen System unterschieden werden. Als Anbindungsgrundlagen können Währungen oder Wertstoffe dienen.

Sodann erklärt *Odinet* unterschiedliche Arten von Stablecoins. So sind dual-stablecoins, dezentralisierte Stablecoins sowie zentralisierte „asset-

backed“-Stablecoins zu unterscheiden. Die Letzteren zeichnen sich dadurch aus, dass es bei ihnen einen Vertragspartner gibt.

Auf die Frage, wer für doch entstehende Destabilität bzw. Schwankungen von Stablecoins, haftet, führt *Odinet* aus, dass den Investoren nicht gesicherte Ansprüche zustehen, insbesondere bei dezentralisierten Stablecoins.

Probleme, die mit der Destabilisierung von Stablecoins entstehen, könnten durch folgende Maßnahmen gelöst bzw. verhindert werden:

- Einsatz von bestimmten Handlungsstrukturen der jeweiligen Zweckgesellschaften.
- Erforderlich sind:
 - Haftungsregelungen in den Satzungen der jeweiligen Stablecoin-Plattformen,
 - die Nutzung einer reformierten „Bindungsstruktur“
 - die Anwendung des elektronischen Dokuments nach Art. 7 UCC.

Die Rednerin *Foohy* skizzierte zunächst ihr Arbeitsfeld im Zusammenhang mit dem Verbraucherschutz und dem Schutz vor Insolvenz. Ihre Arbeit betrifft vor allem Fälle von Einzelpersonen oder von Familien, wobei insb. auch Fragen der entstehenden Schulden bzw. der Schuldenfallen im Vordergrund stehen. Zunächst ging sie auf die Verbraucherinsolvenz als solche und sodann auf die Frage ein, welche Schutzlücken im Zusammenhang mit der Verbraucherinsolvenz entstehen.

Foohy stellt am Anfang fest, dass unter den Journalisten bzw. unter Reportern etwaige Krypto-Crashes bzw. Kurseinbrüche damit assoziiert würden, dass diese sogleich zur Verbraucherinsolvenz führen. Unter der Annahme, dass es Verbraucherinsolvenzen im Zusammenhang mit den Krypto-Crashes gäbe, gelte es folgendes zu beachten. *Erstens*: Die Insolvenzanmeldung bzw. das Insolvenzrecht gebe den Verbrauchern die Möglichkeit, sich von ihren Schulden zu befreien, insb. von jenen Schulden, die nicht besichert sind. Diese Schuldenbefreiung gelte indes nur dann, wenn das Einkommen unter einen bestimmten Schwellenwert sinke. Dies habe zur Folge, dass der Insolvenzschutz nur

dann greife, wenn Verbraucher über kein oder nur über ein geringes Vermögen verfügen. Ansonsten führen die Krypto-Crash lediglich zur Vernichtung des Vermögens bzw. der Ersparnisse.

Ein Krypto-Crash könnte indes als Ursache dazu dienen, dass die Verbraucher sich verschulden. So könnte ein Krypto-Crash den Verlust des Arbeitsplatzes, medizinische Probleme oder eine Scheidung bedeuten oder zur Folge haben. Diese drei Hauptgründe, die indes auch ansonsten als Ursachen für eine Verbraucherinsolvenz angeführt werden, können auch beim Krypto-Crash genauso auftreten. Hierbei handelt es sich indes nicht um ein Spezifikum des Krypto-Crashes.

Etwaige Daten, wie viele Menschen sich im Zusammenhang mit Krypto-Investments und Krypto-Crashes verschuldet haben, gebe es bislang nicht. Interessant sei nach den Umfragen jedoch die Erkenntnis, dass 20% der Investoren sich verschuldet haben, um sich überhaupt in die Lage zu versetzen, in Kryptowährungen bzw. Kryptowerte zu investieren. Gerade in diesen Fällen drohe die Verbraucherinsolvenz aufgrund der anfänglichen Schuldenaufnahme in besonderer Weise. Auch in diesen Fällen stelle sich jedoch die Frage, ob die Einreichung eines Insolvenzantrages, dessen Kosten sich von 1.500 US-Dollar bis 3.000 US-Dollar belaufen können, sich überhaupt lohne.

Im Ergebnis gebe es indes nicht viele Verbraucher, die über eine Insolvenzanmeldung nachdenken. Die Lust der Menschen am Investieren, aber auch am „Zocken“, auf den Börsen habe es schon immer gegeben. Das Handeln mit Kryptowährungen oder Kryptowerten sei nur eine neue Art des „Spielens“. Das *Consumer Bankruptcy Project* befrage seit Jahrzehnten nach den Gründen, die die Verbraucher dazu zwingen, ihre Insolvenzen anzumelden. Unter diesen Gründen finden sich: 1) Verlust des Arbeitsplatzes, 2) gesundheitliche Probleme oder 3) der Verlust des Arbeitsplatzes aufgrund von gesundheitlichen Problemen. Eine Insolvenzanmeldung aufgrund des übertriebenen Glücksspiels bzw. aufgrund des „Zockens“ haben die Verbraucher indes sehr selten angegeben, sodass dieser Grund im Laufe der Zeit gestrichen wurde. *Foohy* vermutet indes, dass Verbraucher diesen Grund häufig nicht angeführt haben, weil sie Schamgefühle

hätten. Insgesamt gebe es ohnehin nicht viele Insolvenzantragsteller, die in Kryptowährungen investiert haben.

Zweitens: unterstellt, dass Krypto-Probleme zur Insolvenz führen, sei fraglich, ob die Verbraucher die Insolvenz auch gleich anmelden. Zur Beurteilung dieser Thematik wurden Umfragen durchgeführt, deren Gegenstand die Frage war, wann Verbraucher Insolvenz angemeldet haben bzw. wie lange sie versucht haben, ihre Schulden selbst zu begleichen, bevor sie schließlich den Insolvenzantrag einreichten. Die Umfragen ergaben, dass zwei Drittel der Verbraucher zwei oder mehr Jahre zunächst versucht haben, ihre Schulden selbstständig zurückzuzahlen. Von diesen zwei Dritteln haben 50% angegeben, dass sie sogar fünf bzw. noch mehr Jahre versuchten, die Schulden zu begleichen. Verbraucher übten dabei Verzicht bzw. ergriffen eine Reihe von Maßnahmen, wie etwa die Suche nach einer zusätzlichen Arbeitsstelle oder der Verkauf von Eigentum.

Gegenstand dieser Umfragen sei auch die Frage gewesen, welche Gefühle bzw. welche Motive Verbraucher geleitet haben, als sie schließlich die Insolvenzanträge stellten. Mehr als zwei Drittel der betreffenden Personen gaben an, dass sie Schamgefühl hatten, was auch zu ihrer Stigmatisierung führte. *Foohey* vermutet, dass Investoren in Kryptowährungen sich kaum von Investoren in andere Assets in Bezug auf die Frage unterscheiden, wann sie Insolvenzanträge stellen bzw. von welchen Motiven sie bei der Antragsstellung geleitet waren.

Eingehend auf den Verbraucherschutz stellt *Foohey* zunächst die Frage, wo die Verbraucherinsolvenz in diesem Zusammenhang zu verorten sei. Sie vermutet, dass Laien die Verbraucherinsolvenz als einen Teil des Verbraucherschutzrechts ansehen. Die ökonomische Idee, die dahinter stehe, bestehe in der Annahme, dass Verbraucher aufgrund der Schuldenaufnahme in die Insolvenz fallen, die Schuldenaufnahme ihrerseits aber etwa im Zusammenhang mit Kryptoinvestments erfolge, weshalb die Kosten steigen und Verbraucher wenig Rendite erzielen würden. Für die meisten Schulden zeigen die Studien indes, dass die Unpfändbarkeit der Schulden wenig an der Verfügbarkeit von Krediten ändere. Zudem nehme nicht jeder Kryptoinvestor auch Schulden auf.

Am Ende des Vortrages stellte *Foohey* noch einige Ideen vor:

(1) Bundesweite Vorschriften sehen z.B. die Verpflichtung für Kryptobörsen vor, ein bestimmtes Maß an liquiden Mitteln zu halten sowie Kontrollen durchzuführen, um die Kryptokonten der einzelnen Anleger von sonstigen Konten zu trennen. Diese Rechtslage könnte Einzelanlegern es ermöglichen, im Insolvenzfall Ansprüche gegen die Börse für ihre Kryptowährungen geltend zu machen. (SEC, CFTC). Solche Vorschriften sind etwa im Staat New York vorgesehen.

(2) Denkbar wäre die Einsetzung des *Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)*. Seine regulatorische Zuständigkeit könnte sich nämlich auch auf Kryptobörsen erstrecken, da es nach dem Zuständigkeitwortlaut für „Finanzprodukte und -dienstleistungen für Verbraucher“ („*consumer financial products and services*“) zuständig sei, die als solche, die „für die Verwendung durch Verbraucher hauptsächlich für persönliche, familiäre oder Haushaltszwecke“ definiert sind („*for use by consumers primarily for personal, family, or household purposes.*“). Dies umfasst „die Entgegennahme von Einlagen, die Übermittlung oder den Austausch von Geldern oder die sonstige Verwahrung von Geldern oder Finanzinstrumenten zur Verwendung durch oder im Namen eines Verbrauchers“ („*engaging in deposit-taking activities, transmitting or exchanging funds, or otherwise acting as a custodian of funds or any financial instrument for use by or on behalf of a consumer.*“) Dazu gehört auch das Anbieten von „Zahlungsinstrumenten“ („*payment instruments*“). Dies könnten Geldbörsen oder auch die Bereitstellung von Verarbeitungsprodukten sein.

(3) Das CFPB könnte Anbieter von Börsen in der Weise regulieren, dass sie verpflichtet wären, Geldmittel in getrennten Konten zu halten. Außerdem sollte unzulässig sein, dass Pfandrechte an den getrennten Konten begründet werden dürfen. Schließlich sollten die Risiken, die mit dem Besitz von Kryptowährungen einhergehen, offengelegt werden.

(4) Bezugnehmend auf das Glückspiel sei festzustellen, dass Investitionen in Kryptowährungen in vielerlei Hinsicht dem Glücksspiel nahekommen. Der wahrscheinlich wirksamste Verbraucherschutz sei

für Investoren daher dadurch zu erreichen, dass Verbraucher auf das Glücksspiel hingewiesen und über die Risiken aufgeklärt werden.

Bei Kryptowährungen bestünden die Risiken in folgenden Punkten:

1. die Kryptowährungen seien als solche ein Risiko,
2. die Nutzung einer Börse sei risikobehaftet und
3. Risiko bestehe im Hacking.

Resümierend seien Menschen, die in Kryptowährungen investieren, als Glücksspieler bzw. „Zocker“ einzustufen. Für einige sehe dieses Glücksspiel wie eine Investition in den Aktienmarkt aus, für andere wie ein stereotypes Glücksspiel.

Forum Shopping and Conflicts of Law

Moritz Schütrumpf

Dem Titel „*Transatlantic*“ gerecht werdend, wurde im Rahmen der Konferenz deutlich herausgearbeitet, wie unterschiedlich - sowohl in Ausgestaltung als auch in Geschwindigkeit – sich die regulatorische Landschaft in den USA sowie Europa und Asien hinsichtlich der Blockchain-Technologie entwickelt. Das abschließende Panel mit dem Titel „Forum Shopping und Rechtskonflikte“ (engl.: „*Forum Shopping and Conflicts of Law*“) behandelte daher eine für alle vorherigen Diskussionen relevante Thematik und ist bereits in den vorherigen Panels mehrfach - insbesondere von *Prof. David Yermack* von *Prof. Florian Möslin* mit dem Stichwort des regulatorischen Wettbewerbs – angeklungen. Denn die rechtliche Fragmentierung ermöglicht die von den Unternehmern gelebte Praxis, das geeignetste Recht für das eigene Geschäftsmodell durch entsprechende Unternehmensgründung auswählen zu können („*Forum Shopping*“). Geleitet wurde das Panel von *Prof. Anat Alon-Beck* (Case Western University) und war zudem besetzt mit *Prof. Andrew Jennings* (Brooklyn Law School).

Prof. Andrew Jennings behandelte zunächst unter dem Titel „*State Regulation*“, welche Aspekte mit Blick auf die Bundesebene und -staaten der USA für die divergierende Rechts- und vor allem Rechtsdurchsetzungslage gerade im Bereich der „*Tokenized Finance*“ verantwortlich sind. Einleitend erläuterte er die zu betrachtenden Regulierungsebenen, wie etwa die Bankenregulierungen bis hin zum Recht digitaler Wertpapiere, sowie die hiermit verknüpften Ebenen der Rechtsdurchsetzung, auf die er in seinem Vortrag der Fokus lag. Als Anknüpfungspunkte für die Regulierung von Kryptowertpapieren nennt er einfühend ihre Anmeldevoraussetzungen, unterschiedliche Regelungen der Kryptowertpapier-Märkte bis hin zu Anti-Betrugsregelungen. Als problematisch hob er sodann hervor, dass sich aufgrund der unterschiedlichen rechtlichen Durchsetzungsebenen innerhalb der USA, der Bundesstaaten und im Bereich privater Rechtsdurchsetzung eine Fragmentierung der Rechts- und Durchsetzungslage ergebe, beispielsweise was unter einem digitalen

Wertpapier zu verstehen sei. Beispielhaft stellt er hierzu den Umgang der SEC mit Kryptowertpapieren vor. Hinzu käme zudem, dass auch auf den unterschiedlichen Ebenen unterschiedliche Akteure als Regulierer (mit-)wirken würden. Allein auf Bundesebene kämen sowohl die SEC, die DOJ, die CFTC, die FINRA und weitere Behörden je nach Fall als Regulierer und Durchsetzer in Betracht. Dies bringt *Andrew Jennings* zu der Frage, ob es aufgrund dessen zu einem „Overenforcement“ oder einer „Overregulation“ kommen würde. Er sieht potenziell diese Gefahr zwar, tatsächlich werde aber übereinstimmend angenommen, dass es praktisch nicht hierzu kommt. *Andrew Jennings* hob daran anknüpfend abschließend hervor, dass aus diesem von ihm „Multi-Enforcement-Netzwerk“ genannten aus Bundesebene, Bundesstaaten sowie privaten Akteuren auch Vorteile entstünden, denn beispielsweise werde auf Ebene der Bundesstaaten mehr und auch kleinere Fälle erfasst und betrachtet. Auf Bundesebene, insbesondere bei der SEC, werde man dagegen nur bei größeren Fällen tätig. Die Hauptarbeit in der breiten Masse der Fälle erfolge daher hinter den Kulissen auf Ebene der Bundesstaaten.

Im zweiten Vortrag des Panels betrachtete *Prof. Anat Alon-Beck* im Hinblick auf das titelgebende „Forum Shopping“ die Frage, warum viele Firmen im Kryptobereich gerade im Bundesstaat Delaware gegründet werden. Hintergrund der Frage ist, dass in Delaware in den letzten Jahren im Vergleich zu anderen Bundesstaaten aber auch im internationalen Vergleich besonders viele sog. *Unicorns* (d.h. Start-Ups mit einer Marktbewertung von über 1 Mrd. USD) gegründet wurden. Sie begann dabei mit einigen allgemeinen Ausführungen zu ökonomischen Erwägungen bei der Unternehmensgründung und -finanzierung. Hier sei zu beobachten, dass es in den letzten Jahren einen Trend weg von öffentlichen Finanzierungsrunden gab, hin zu privaten Finanzierungsmöglichkeiten, beispielsweise Venture Capital. Hieran anknüpfend stellt sie verschiedene Theorien vor, die maßgeblich für Unternehmen sein können für die Entscheidung, wo und insbesondere unter welcher Jurisdiktion ihr Unternehmen gegründet werden soll. Die beiden bekanntesten Theorien hierbei sind die „race-to-the-top“ sowie gegensätzlich die „race-to-the-bottom“ Theorie. Bei ersterem ginge es

den Unternehmensgründern darum eine Jurisdiktion mit hohem Regulierungsstandard auszuwählen, um Sicherheit für die Aktionäre zu schaffen und Verwaltungskosten zu minimieren. Bei zweitem sei es dagegen das Ziel, eine Jurisdiktion mit möglichst geringen Standards zu wählen, beispielsweise im steuerlichen Bereich. Gefördert werde das *Forum Shopping* im Krypto-Bereich dabei insbesondere dadurch, dass Kryptowertpapiere unabhängig vom Standort des Unternehmens heutzutage international gelistet und zugänglich gemacht werden können. Im Hinblick hierauf sei für sie überraschend, dass beispielweise in Wyoming und Nevada trotz geringer Gebühren und steuerlicher Vorteile nur wenige *Unicorns* gegründet wurden im Vergleich zu Delaware. Als relevante Faktoren neben rein monetärer Vorteile nennt sie daher die Anforderungen an die Identität beispielsweise der Unternehmensgründer, Aktionäre und Geschäftsführer sowie an die Transparenz der Unternehmensabläufe. In Bezug auf Delaware hebt sie abschließend hervor, dass für die Unternehmen auch eine klare Rechtslage relevant sei. Diesbezüglich nehme das Rechtswesen in Delaware eine besondere Stellung ein, woraus sie schließt, dass auch dieser Faktor einer der Gründe dafür sein könnte, die Delaware sowohl von Wyoming und Nevada als auch von internationalen Standorten wie die Schweiz abhebe. Eine klare Rechtslage, wie auch in der abschließenden Diskussion noch einmal herausgearbeitet wurde, würde daher auch dazu beitragen, Attraktivität für die Unternehmen zu erzeugen.

Zum Abschluss der Tagung fasste *Nikhilesh De* (Managing Editor for World Coverage and Regulation, CoinDesk) die Ergebnisse der einzelnen Panels nochmals zusammen und resümierte, dass sowohl aus der wissenschaftlichen als auch aus seiner journalistischen Perspektive deutlich werde, wie sehr sich die Krypto-Industrie in den letzten Jahren verändert und weiterentwickelt hätte. Entsprechend sei auch die Popularität stark gestiegen und damit auch die Relevanz für die Rechtsberatung, Rechtswissenschaft und die Regulierer, was sich in den Ergebnissen der Tagung widerspiegele.

ZEVEDI

Das Forschungs- und Kompetenznetz ZEVEDI bündelt die wissenschaftliche Expertise der hessischen Hochschulen zur Analyse normativer Aspekte des digitalen Wandels und trägt zur Gestaltung dieses Wandels bei.

Das Zentrum konkretisiert Verantwortung als wichtigen Gesichtspunkt von Technologieentwicklung und arbeitet daran, diesen umsetzbar zu machen.

Es erbringt Forschungsleistungen, stärkt den Transfer von Wissen in die Wirtschaft und die Gesellschaft hinein und berät die Politik forschungsbasiert zu den Themen Recht, Ethik und Innovation – für eine demokratische und humane Ausrichtung des digitalen Wandels.

ZEVEDI wird gefördert durch die Hessische Ministerin für Digitale Strategie und Entwicklung.

Mitwirkende

Leona Becker

Tim Blöcher

Kira Franke

Annegret Lamadé

Dr. Johannes Meier

Prof. Dr. Florian Möslein, Dipl.-Kfm., LL.M. (London)

Prof. Dr. Sebastian Omlor, LL.M. (NYU), LL.M. Eur.

Dr. Christopher Rennig

Alexander Schneider

Moritz Schütrumpf

Hans Wilke

alle Philipps-Universität Marburg

Impressum

Veröffentlicht im Februar 2023

Zentrum verantwortungsbewusste Digitalisierung (ZEVEDI)

Geschäftsstelle

Technische Universität Darmstadt

Residenzschloss 1

D-64283 Darmstadt

Email [office\[at\]zevedi.de](mailto:office[at]zevedi.de)

Web www.zevedi.de

ZITIERVORSCHLAG

Omlor, S. & Möslein, F. (Hrsg): Transatlantic Blockchain Law. Tagungsberichte zum „Transatlantic Blockchain Summit“ am 3. Oktober 2022 in New York, Darmstadt 2023.

ZEVEDI bevorzugt eine gendergerechte Sprache. In Einzelfällen werden Kollektivbezeichnungen gebraucht, die jeweils Personen aller Geschlechter einbeziehen.

Die deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-910468-01-6

Gefördert durch:



Bundesministerium
der Justiz



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

ISBN 978-3-910468-01-6