

TOKEN ALS WAARDERECHTEN & TOKENANBIEDINGEN EN GE- DECENTRALISEERDE HANDEL- SCENTRA:

Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbe-treffende besluiten van de Unie

Josef Bergt

Afdruk

Bibliografische gegevens van de Deutsche Nationalbibliothek:
De Deutsche Nationalbibliothek vermeldt deze publicatie in de Deutsche Nationalbibliografie; gedetailleerde bibliografische gegevens zijn beschikbaar op het internet op <http://dnb.dnb.de>.

© 2019 Josef Bergt

<https://www.bergflaw.li/> | <https://www.bergflaw.at/> | <https://bergt.tax/>

Productie en publicatie: BoD - Books on Demand, Norderstedt

ISBN: 978-3-7519-3022-2

1^e uitgave mei 2020 (Machinevertaling in het Nederlands)

*"Verbeelding zal ons vaak meenemen naar werelden die er nooit
geweest zijn.*

*Maar zonder dat gaan we nergens heen."*¹

¹ *Carl Sagan* (1934 - 1996), astronoom, kosmoloog, astrofysicus, astrobioloog, televisiepresentator, non-fictieschrijver, schrijver.

Voorwoord / Bevestiging

*"Geen enkel schuldgevoel is dringender dan een bedankje."*²

Mijn eerste dank gaat dan ook uit naar mijn begeleiders, medestudenten, collega's en medewerkers, die mij de afgelopen jaren herhaaldelijk hebben begeleid op nieuwe wetenschappelijk vruchtbare thematische wegen met verrijkende tips en bijdragen aan discussies.

Ik wil ook van de gelegenheid gebruik maken om mijn ijverige en geduldige correctoren te bedanken en alle personen die hier niet expliciet zijn genoemd.

Mijn ouders, broers en zussen en mijn collega's nemen in alle opzichten een uitstekende positie in. Mijn speciale dank gaat uit naar hen.

Gams / Vaduz / Ranggen, in november 2019
Josef Bergt

PS: Maar ik bekijk het huidige werk met enige trots en hoop enerzijds dat ik nooit moe word van het wetenschappelijke debat en anderzijds roep ik iedereen op of nodig ik uit om de stellingen die in dit document worden voorgesteld empirisch te vervalsen of te verifiëren; alleen op die manier kan een validatie in de zin van de wetenschappelijke methode worden bereikt en ik kijk uit naar een eventueel verder wetenschappelijk discours.

² Hoewel dit citaat deels wordt toegeschreven aan de Romeinse redenaar en staatsman *Marcus Tullius Cicero* (106 - 43 v.Chr.), is het waarschijnlijk van onbekende oorsprong door het ontbreken van begrijpelijke verwijzingen.

Redactionele opmerkingen

Er wordt op gewezen dat in het huidige document het generieke mannelijk wordt gebruikt om redenen van leesbaarheid. Het gebruik van de mannelijke vorm van een woord omvat echter altijd de vrouwelijke vorm.

Bovendien wordt in de huidige verhandeling het gebruik van de Eszett (naar het lettertype Fraktur - "sz"; "ß") volledig verlaten en vervangen door een "dubbele s". Offertes blijven echter onaangetast, aangezien elke vorm van vervalsing moet worden vermeden.

Voor zover de uitvoering al heeft plaatsgevonden in de respectieve rechtsgebieden, wordt de Europese jurisprudentiecode (ECLI) gebruikt om gerechtelijke uitspraken aan te halen. Op dezelfde manier wordt het afgeleide recht van het recht van de Unie aangehaald met behulp van de Europese Identificatiecode voor wetgeving (ELI).

Verder moet worden opgemerkt dat met betrekking tot het citeren, de afkorting en de regels voor het citeren (AZR), 8e editie, Wenen, 2019, door *Peter Dax* en *Gerhard Hopf*, voornamelijk worden gevolgd.

Bovendien moet worden opgemerkt dat temporele gegevens zonder verdere specificatie, zoals in het geval van temporele adverbialen (bijvoorbeeld een wijziging van een bepaald rechtsgebied wordt gevraagd), in geval van twijfel verwijzen naar de publicatiedatum van het desbetreffende wetenschappelijke document.

Ten slotte zij erop gewezen dat de informatie van de juridische autoriteiten zonder aanvullende informatie over het land in geval van twijfel verwijst naar de Liechtensteinse wetgeving, tenzij een toewijzing al duidelijk is, zoals het geval is bij de Duitse KWG of de Zwitserse ultraperifere gebieden. Als de ABGB wordt geciteerd, wordt de Liechtensteinse ABGB bedoeld; de Oostenrijkse basis voor de verjaring wordt aangeduid als ÖABGB, tenzij de context aangeeft welke wet wordt bedoeld.

Bovendien moet worden opgemerkt dat dit document is verdeeld in twee titels. Dit komt omdat de individuele papers werden ingediend bij de Universiteit van Liechtenstein als masterscripties in het kader van het LL.M. in Vennootschaps-, Stichtings- en Trustrecht ("Token as Value Rights"), alsook in LL.M. Banking and Finance ("Token Offerings and Decentralized Trading Centers"). Verwijzingen (hoofdstukinformatie, randnummers, voetnoten) moeten over het algemeen onafhankelijk van elkaar worden gezien en verwijzen naar het desbetreffende werk (de desbetreffende titel), tenzij er een algemene verwijzing wordt vermeld. Dit werk is een herdruk van de masterscripties die aan de Universiteit van Liechtenstein zijn voorgelegd.

Addendum bij de 2e editie - mei 2020

In deze licht gewijzigde 2e editie van mijn werk zijn kleine inhoudelijke concretisering en aangebracht en zijn diverse orthografische fouten gecorrigeerd. De essentie van het werk blijft ongewijzigd en is nog steeds geschreven vanuit het oogpunt van november/december 2019. Formuleringen die verwijzen naar wetten "de lege lata" verwijzen naar de status vanaf eind 2019, maar de veranderingen die de Liechtensteinse blokketenwet (TVTG), die inmiddels in werking is getreden, hebben in dit werk toch al rekening gehouden (met de nota "de lege ferenda").

Verdere discussie en actualisering zal in de toekomst zeker nodig zijn. Aangezien het huidige werk moet worden opgevat als onderdeel van een (toekomstige) serie over het Liechtensteinse bank- en financiële marktrecht, worden ook andere auteurs van harte uitgenodigd om contact met mij op te nemen en, indien nodig, (gast)bijdragen over het betreffende onderwerp te schrijven, op een andere manier mee te denken of te helpen met vertalingen in andere talen om deze gedurfde onderneming op de lange termijn daadwerkelijk te realiseren en het werk tegelijkertijd voor een breed publiek toegankelijk te maken.

Ik wil van de gelegenheid gebruik maken om mijn collega Wolfgang Fürnschuss en het advocatenkantoor Seeger, Frick & Partner AG, Schaan, te bedanken, die met succes de onrechtmatige intellectuele eigendomsvoorwaarden van mijn voormalige werkgever op dit werk heb-

ben verdedigd voor de Liechtensteinse rechtbanken (juridisch bindende veiligheidsprocedure op 04 CG.2019.409 van 12.05.2020), die er in belangrijke mate toe hebben bijgedragen dat mijn werk opnieuw kan worden gepubliceerd.

*"De censuur is de jongere van twee beschamende zusters, de oudere heet Inquisitie."*³

*"Een censor is een potlood of potloodman; een lijn gemaakt van vlees over de producten van de geest, een krokodil die op de oevers van de ideeënstroom ligt en de hoofden bijt van de dichters die erin zwemmen."*⁴

Kennis is gratis! Het potlood maakte vlees en de man maakte potlood of de krokodillen die op de loer lagen bij de ideeënstroom werden gedood door het zwaard van de gerechtigheid!

Gams, mei 2020

Josef Bergt

PS: Dit werk is ook in andere talen gepubliceerd. De vertalingen van het origineel, dat in het Duits is geschreven, zijn gedaan met behulp van deep learning of machinale leermethoden op basis van kunstmatige neurale netwerken (kunstmatige intelligentie). Hoewel de vertalingen niet perfect zijn, brengen ze de relevante ideeën en boodschappen over. Zonder kunstmatige intelligentie zou een vertaling op zo'n korte termijn niet mogelijk zijn geweest.

ISBN of the German version: 978-3-7504-2737-2

ISBN of the English version: 978-3-7519-3796-2

ISBN of the Spanish version: 978-3-7519-4425-0

ISBN of the French version: 978-3-7519-4426-7

ISBN of the Italian version: 978-3-7519-2023-0

³ *Johann Nepomuk Nestroy*, Vrijheid in Kraaiennest I, 14e eeuw.

⁴ *Nestroy*, vrijheid in kraaiennest, stukken 26/I, 26 f.

Inhoudsopgave	
Voorwoord / Bevestiging.....	XI
Redactionele opmerkingen.....	XII
Addendum bij de 2e editie - mei 2020	XIII
Inhoudsopgave.....	XVII
Inhoudsopgave.....	XIX
Lijst van afkortingen.....	XXV
I. Token als waarderechten	1
II. Muntenaanbiedingen en gedecentraliseerde handelscentra	135
Bibliografie	i
Gerechtigd register	x
Digitale bronnen.....	xi
Abstract.....	xxii
curriculum vitae	xxv

Inhoudsopgave

Voorwoord / Bevestiging..... XI

Redactionele opmerkingen.....XII

Addendum bij de 2e editie - mei 2020 XIII

Inhoudsopgave.....XVII

Inhoudsopgave..... XIX

Lijst van afkortingen.....XXV

I.	Token als waarderechten	1
1.	Inleiding, onderzoeksvraag & basisvragen over penningen	1
1.1	Blokketen & Slimme contracten.....	6
1.2	Token, munten en standaardisatie ondanks depositum regulare	12
1.3	Conclusie eigendomsrecht met een symbolische waarde	20
2.	Effecten volgens PGR en hun functies.....	21
2.1	indicatieve en bewijskrachtige waarde.....	24
2.2	Bevrijdings- en legitimatiefunctie	26
2.3	Presentatie of verkeersbeschermingsfunctie	29
2.4	Transportfunctie.....	31
2.5	Conclusie over functies in het effectenrecht en de toepassing ervan op giraal overdraagbare effecten in het kader van het TVTG en PGR nieuw	32
3.	Munten als gedematerialiseerde effecten de lege lata?	34
3.1	Overdracht van waarderechten.....	48
3.2	Onderhoud van het aandelenregister op een blokketen	53
3.3	Conclusie aandelenregister op de blokketen.....	59
3.4	Effecten vs. effecten volgens MiFID canon.....	60
3.5	Schenking en zuiver naampapier in de vorm van penningen 64	
4.	Civielrechtelijke indeling van penningen in het kader van de Liechtensteinse "Blokketenwet" (TVTG)	69
4.1	Waarde rechten volgens TVTG (abstractieprincipe) en PGR (causaliteitsprincipe)	74

4.2 Conclusie Abstractie en causaliteitsbeginsel na invoering van het TVTG	87
5. Tokenisatie in individuele en collectieve investeringen.....	93
5.1 Afbakening van de problematiek van de collectieve belegging (fondsstructuren)	94
5.2 Muntstukken in SPV's en fondsdeelbewijzen	98
5.3 Gesegmenteerde coöperaties (PCC) ter onderscheiding van het Fonds.....	106
5.4 Conclusie Tokenisatie van financiële instrumenten en collectieve beleggingsregelingen	110
6. Munten en consumentenrecht	113
7. Belangrijkste resultaten	122
7.1 Het in kaart brengen van het volledige eigendomsrecht in een penning.....	124
7.2 Waarde rechten volgens TVTG en waarde rechten volgens PGR zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 (LGBl 2019.304)	125
7.3 Tokenisatie in instellingen voor collectieve belegging en gesegmenteerde verenigingen	127
7.4 Consumententransacties iZm Token	129
II. Muntenaanbiedingen en gedecentraliseerde handelscentra	135
1. Inleiding en onderwerp van het onderzoek.....	135
1.1 Beoordeling van de op DLT gebaseerde bedrijfsmodellen in het kader van de financiële marktwetgeving.....	142
1.2 Officiële praktijk van de autoriteit voor de financiële markten Liechtenstein	145
2. Analyse van de muntjes op de financiële markt	148
2.1 Kenmerken en toepassingsgebied van de BankG.....	149
2.2 Muntstukken en banktransacties	155
2.2.1 Bankbedrijf (depositobedrijf).....	156
2.2.2 Definitie van deposito- en e-geldbedrijf en financiële instrumenten	163
2.2.3 Conclusie Overlopende rekeningen voor deposito's en e-geldactiviteiten.....	179
2.2.4 Bancaire transacties (kredietverlening)	185
2.2.5 Conclusie Acquisitie en factoring.....	190
2.3 Munten als financiële instrumenten	191

2.3.1 Effecten	194
a. Standaardisatie	200
b. Verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt	202
c. Overdraagbaarheid	205
2.3.2 Aandelen, op aandelen gelijkende en niet op aandelen gelijkende effecten	205
2.3.3 Transacties in derivaten	209
a. Grondstoffenderivaten	213
b. Verschil met traditionele of goederendocumenten (burgerlijk recht)	215
2.3.4 Rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging	217
2.3.5 Conclusie over het toezichtsperspectief van tokenisatie 221	
2.4 Gereguleerde markten, MTF & OTF, SI	223
2.4.1 Multilaterale handelsfaciliteit (MTF)	230
2.4.2 Conclusie MTF	236
2.4.3 Georganiseerde handelssystemen (OTF)	238
2.4.4 Systematische internalisatoren (SI)	240
2.4.5 Overzicht van georganiseerde handelsplatformen	246
2.4.6 Conclusie Georganiseerde handelsplatformen	248
2.4.7 Reproductie van een CCP voor nutsmunten en voordelen van de blokketen	250
2.5 DEX als handelsplatform en andere beleggingsdiensten ..	255
2.5.1 Aankoopmakelaardij	263
2.5.2 Portefeuillebeheer, beleggingsadvies en financiële analyse	266
2.5.3 Conclusie Frontend en Backend van een DEX, Market Making en SI	269
2.5.4 TVTG en DEX	271
2.5.5 Conclusie Bulletin Board en DEX als VT prijzdienstverlener?	275
2.5.6 Gegevensverstrekking en bulletinboards	276
2.6 Prospectus overwegingen	279
2.6.1 Definitie van effecten en openbare aanbieding	280
2.6.2 Vrijstellingen van de verplichting om een prospectus te publiceren	287
2.6.3 Conclusie Spelers op een DEX- en prospectusplicht	289

2.7 Stabiele munten en e-geld	290
2.7.1 Wet op het elektronisch geld - toepassingsgebied.....	292
2.7.2 Conclusie over het territoriale toepassingsgebied van de regeling voor elektronisch geld	296
2.7.3 penningen als e-geld, portemonnees en bepaalde betaalrekeningen voor e-geld.....	297
2.7.4 Conclusie geldwaarde en beheer van e-geld op de portemonnee	318
2.7.5 E-geld en vrijstellingen.....	320
2.7.6 Handel in stalmunten en e-geld aan de hand van het voorbeeld van Tether	322
2.7.7 Conclusie bilaterale en multilaterale actie inzake elektronisch geld.....	336
2.7.8 Monetaire waarde - Herroeping van de beltoonclausule? 338	
2.8 Betalingsdiensten en op penningen gebaseerde bedrijfsmodellen	345
2.8.1 Sterke klantverificatie	350
2.8.2 Vrijstellingen van de vergunning volgens ZDG	352
2.8.3 Conclusie Uitzonderingen volgens ZDG onder PSD II	356
2.9 Ruilkantoren volgens SPG zoals gewijzigd door LGBl 2009.047 en 2019.302	358
2.10 Conclusie over de preventie van het witwassen van geld en andere financiële tussenpersonen	367
3. Overzicht van de regelgevende aspecten van de TVTG	370
4. Centrale resultaten	376
4.1 Banktransacties, e-geld, financiële instrumenten en virtuele valuta's.....	376
4.2 Centrale en gedecentraliseerde handelscentra	384
Bibliografie	i
Gerechtigd register	x
Digitale bronnen	xi
Abstract	xxii
curriculum vitae	xxv

Lijst van afkortingen

aA	afwijkende mening
ibid.	op de vermelde/gepecificeerde plaats
PB C	Publicatieblad van de Europese Unie (mededelingen en bekendmakingen)
PB L	Publicatieblad van de Europese Unie (wetgeving)
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie
aF	oude versie
AIFMD	Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen
Noot:	Noot:
API	Interface voor applicatieprogrammering
ATS	alternatief handelssysteem
BankG	Bankwet (Liechtenstein)
BTC	Bitcoin

Lijst van afkortingen

BuA	Verslag en verzoek van de regering aan het parlement van het Vorstendom Liechtenstein
BWG	Bankwet (Oostenrijk)
CCP	Centrale tegenpartij (verrekenkantoor)
CFD	contract voor verschil
CRD	Richtlijn Kapitaalvereisten (RKV IV, 2013/36/EU; RKV III, 2006/48/EG)
CRR	Kapitaalvereistenverordening EU/575/2013
CSDR	Centrale effectenbe- waarinstellingen Verordening EU/909/2014
DAO	Gedecentraliseerde autonome organisatie
Del verordening	Gedelegeerde verordening
DEX	decentrale uitwisseling
DGSD	Richtlijn Depositogarantiestelsels 2014/49/EU
DLT	Gedistribueerde grootboektechnologie

DVO	Uitvoeringsverordening
DvP	Levering versus betaling
EAG	Wet op de depositobescherming en de beleggerscompensatie (Liechtenstein)
EBA	Europese Bankautoriteit
b.v.	gratis voorbeeld
EGG	Wet op het elektronisch geld (Liechtenstein)
ELI	Identificatiecode Europese wetgeving
EMD / E-geld richtlijn	Richtlijn Elektronisch geld / Richtlijn Elektronisch geld (Richtlijn Elektronisch geld II, 2009/110/EG; Richtlijn Elektronisch geld I, 2000/46/EG)
EMIR	Europese marktinfrastructuurverordening EU/648/2012
ESMA	Europese Autoriteit voor effecten en markten
enz. pp	et cetera perge, perge
ETH	Ether
ECB	Europese Centrale Bank

Lijst van afkortingen

FAGG	Wet op de afstand en de buitenlandse handel (Liechtenstein)
FCA	Autoriteit voor financieel gedrag (VK)
FernFinG	Wet op de financiële diensten op afstand (Liechtenstein)
ff / e.v.	Voortgezette / et sequenties
FINMA	Zwitserse autoriteit voor toezicht op de financiële markt (CH)
BaFin	Federaal Instituut voor Toezicht op financiële diensten
FMA	Autoriteit voor de financiële markten (Liechtenstein of Oostenrijk)
FMAG	Wet op het toezicht op de financiële markten (Liechtenstein; als gewijzigd BuA 2019/93 en LGBl 2019.303).
FN	Voetnoot
GewG	Handelswet (Liechtenstein; als gewijzigd bij BuA 2019/93 en LGBl 2019.305)
GRC	Handvest van de grondrechten

GW-RL	Witwasrichtlijn (5e Witwasrichtlijn, 2018/843; 4e Witwasrichtlijn, 2015/849)
Ibid / ibid	Ibidem / ibidem
IDD	Verzekeringsdistributierichtlijn EU/2016/97
Idem / ders	dezelfde
idF	in de versie
idS	in die zin
d.w.z.	id est
iSd	ten behoeve van
ITS	Technische uitvoeringsnormen
IUG	Wetgeving inzake beleggingsondernemingen (Lichtenstein)
iVm	in combinatie met
JCD (EER)	Besluit van het Gemengd Comité van de EER (Besluit van het Gemengd Comité van de EER)
Clausuleusuleusuleusule richtlijn	Clausule Richtlijn 93/13/EEG
KMG	Kapitaalmarktwet (Oostenrijk)

Lijst van afkortingen

KSchG	Wet op de consumentenbescherming (Liechtenstein)
KWG	Bankwet (Duitsland)
beencitaat	legis citatae
LES	Liechtenstein Verzameling van besluiten
LGBI	Nationaal Wetgevingsblad (Liechtenstein)
LJZ	Liechtensteinse advocatenkrant
MAD	Richtlijn marktmisbruik 2014/57/EU
MAR / MMVO	Marktmisbruikverordening EU/596/2014
MiFID	Markten voor financiële instrumenten (MiFID II, 2014/65/EU; MiFID I, 2004/39/EG)
MiFIR	Markten voor financiële instrumenten Verordening EU/600/2014
MTF	Multilaterale handelsfaciliteit
mwN	met aanvullend bewijs
NCA / NSA	Nationale bevoegde autoriteit / nationale toezichthoudende autoriteit

nF	herziene versie
NFC	Niet-financiële tegenpartij
OF	Code van verplichtingen (CH)
OSI	Open Systemen Interconnectie Model
OTC	Over de toonbank (buiten de beurs)
OTF	Georganiseerde handelsfaciliteit
PERG	De Perimeter Guidance handleiding
PGR	Wet op personen en bedrijven (Liechtenstein; (zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 en LGBl 2019.304)
PoS/PoW	Werkbewijs / rendementsbewijs
Brochureverordening	Prospectusverordening EU/2017/1129
PSD	Richtlijn betalingsdiensten (PSD II, EU/2015/2366; PSD I, 2007/64/EG).
RTS	Regelgevingstechnische normen
Rz	Margennummer/randnummer
s	zie
sa	zie ook

Lijst van afkortingen

SI	Systematische verinnerlijking
sl	sinusloc (zonder plaats)
Solvabiliteit II	Solvabiliteit II-richtlijn 2009/138/EG
SPG	Due Diligence Act (Liechtenstein; (als gewijzigd BuA 2019/93 en LGBI 2019.302)
SPV / SSPV	Special Purpose Vehicle Securitiza- tion Special Purpose Vehicle
SR	Eigendomsrecht (Liechtenstein)
SSI	Zelf-Soevereine Identiteit
SSM-REGELING	Verordening inzake één enkel toe- zichtmechanisme EU/1024/2013
Brug	Belastingwetgeving (Liechtenstein)
StGH	Hof van Justitie van de Staat (Liechtenstein)
STSR	Eenvoudige, transparante en ge- standaardiseerde regeling of be- veiligingsverordening of beveili- gingsverordening of beveiligingsverordening EEU/2017/2402

TVTG	Wet inzake tokens en trusted technology service providers (Liechtenstein; zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 en LGBl 2019.301, tenzij anders vermeld).
en dergelijke	en dergelijke
UCITSD	Instellingen voor collectieve belegging in effecten Richtlijn 2014/91/EU.
USDT	US-dollarbinding
UVS	Onafhankelijke Administratieve Senaat (Oostenrijk)
VersAG	Wet op het verzekeringstoezicht (Liechtenstein)
VersVertG	Wet op de verzekeringsdistributie (Liechtenstein)
VnB	Raadplegingsverslag (Liechtenstein)
VRRL	Richtlijn consumentenrechten 2011/83/EU
WAG	Wet op het toezicht op het effectenbedrijf (Oostenrijk)
ZDG	Wet op de betalingsdiensten (Liechtenstein)

I. Token als waarderechten

Aangezien de huidige scripties met name betrekking hebben op het Liechtensteinse recht, moet dit werk worden ingevoerd met het volgende citaat over het "Crypto Country" Liechtenstein: *"In het verleden is transaction banking, en met name het gebied van fintech, belangrijker geworden voor de Liechtensteinse markt.*⁵

1. Inleiding, onderzoeksvraag & basisvragen over penningen

In dit deel I - "Munten als girale effecten" - zal, in tegenstelling tot deel II - "Muntenaanbiedingen en gedecentraliseerde handelscentra" - de nadruk liggen op de civielrechtelijke classificatie- en transfervoorschriften voor crypto's en munteenheden naar Liechtensteins recht. Het doel van Deel I is te onderzoeken of penningen analoog aan effecten kunnen worden behandeld of in het algemeen als gedematerialiseerde effecten - d.w.z. als giraal overdraagbare effecten - of in ieder geval als zodanig kunnen worden vormgegeven. In dit verband moet de mogelijkheid worden onderzocht om rechten - in het vermogen en in de persoon⁶ - te vertegenwoordigen.

Het doel is om de weergave van de rechten op penningen te onderzoeken, zowel de lege lata, op het moment van publicatie van dit werk en

⁵ Frick/Vogt in Barnes (Hrsg), Banking Regulation Review, S 318.

⁶ Zie in dit verband de vermeende drie-eenheid van eigendomsrechten uit de schadewet in § 1293 ABGB, die schade definieert als een nadeel voor het eigendom, de rechten of de persoon. De rechten op eigendom en op de persoon zijn echter al gebaseerd op alle denkbare rechten, zie Reischauer in Rummel, ABGB, 3e druk, § 1293 ABGB, Rz 1.

dus vóór de inwerkingtreding van de TVTG, als de⁷lege ferenda, na de uitvoering en inwerkingtreding van de TVTG met 01.01.2020. Bij gebrek aan een element van de lichamelijkheid⁸ van de penningen lijkt het ongepast om te spreken van de effectisering van rechten, zoals het geval is met effecten.⁹ Het concept van het eigendomsrecht of het recht

⁷ Verslag en motie 2019/54 (of BuA 2019/93) van de regering aan het parlement van het Vorstendom Liechtenstein betreffende de invoering van een wet inzake penningen en VT-dienstverleners (Token and VT Service Provider Act; TVTG) en de wijziging van andere wetten; in de praktijk wordt de TVTG ook vaak aangeduid als de "Blokketenwet", cf. *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies en blok- ketentechnologie in het Liechtensteinse toezichtsrecht, Regulatory grey area? LJZ 2/18, blz. 63 (64); *Nägele/Xander*, Token Offerings, met name Initial Coin Offerings (ICO) en Security Token Offerings (STO), alsmede penningen in het Liechtensteinse recht: Regulatory environment and outlook, Rz 18.53 in *Piska/Völkel* (red.), Blockchain Rules; in haar raadplegingsverslag over de invoering van een wet inzake transactiesystemen op basis van betrouwbare technologieën (Blockchain Act; VTG; VTG) en de wijziging van andere wetten, die op 28 augustus 2018 door de regering werd goedgekeurd, verwees de regering ook naar de VTG, die op dat moment in overleg was, als de "Blockchain Act".

⁸ BuA 2019/54, p. 62; het eigendomsrecht definieert het begrip eigendom niet, maar verwijst in Art 20 SR in samenhang met Art 34 en Art 171 SR naar grond- en voertuigbezit - zie *Arnet in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 641 ZGB, N 6; idem, N 10: "*Alleen materiële objecten met een ruimtelijke uitbreiding kunnen materiële kwaliteit hebben. Rechten en energieën zijn geen dingen, maar in sommige gevallen worden ze wel als dingen behandeld*" - volgens dit principe zijn penningen, als digitale representaties van elektronisch of magnetisch opgeslagen gegevens en dus uiteindelijk als elektromagnetische energie, geen dingen volgens dit enge concept van het eigendomsrecht. Als software kunnen penningen echter wel digitale inhoud of goederen vertegenwoordigen, zie titel II. Hoofdstuk II.2.2.2, FN 395.

⁹ Er kan geen aanspraak op de vordering worden gemaakt. Indien een dergelijke vordering echter in een akte is gedocumenteerd, kunnen in deze akte, die een lichamenlijk karakter heeft in de vorm van papier, *Arnet in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 641 ZGB, N 10; het Liechtensteinse

op waarde lijkt veeleer gepast te zijn. Er zal worden onderzocht hoe het PGR,¹⁰ vóór de wijziging van de bepalingen van het burgerlijk effectenrecht in het laatste deel van het PGR, dergelijke gedematerialiseerde of gedematerialiseerde effecten behandelt in het kader van de uitvoering van het TVTG en hoe het omgaat met omstandigheden die voorzien in dergelijke gedematerialiseerde effecten in het bedrijfsmodel; niettemin zullen de positieve bepalingen de lege ferenda die het TVTG zelf, en met name de wijziging van het laatste deel van het PGR, in dit verband met zich meebrengen, ook worden onderzocht.

begrip van eigendomsrecht is door Zwitserland ontvangen en is, net als het Duitse BGB (§ 90 BGB), gebaseerd op onpersoonlijke, fysieke en ruimtelijk begrensde voorwerpen die aan de menselijke controle kunnen worden onderworpen. Het Oostenrijkse ABGB daarentegen, dat gebaseerd is op het natuurrecht, is veel uitgebreider en maakt onderscheid tussen fysieke en immateriële objecten (§ 285 in combinatie met § 292 öABGB), *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Deel I, Art 20 SR, Rz 7 (blz. 32). In het Oostenrijkse strafrecht werd energie oorspronkelijk behandeld als een ding door middel van authentieke interpretatie. Later werd deze aanpak weer afgewezen en werd het begrip materie opnieuw beperkt tot fysieke zaken, *Wach in Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer* (Hrsg), Salzburg Commentaar op de StGB, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN. Terwijl elektrische energie in Oostenrijk volgens de heersende civielrechtelijke doctrine als een fysieke zaak wordt behandeld, blijft het controversieel of software een fysieke zaak is of alleen als het op een fysieke gegevensdrager is opgeslagen. De gegevens kunnen echter wel immateriële zaken weergeven, *Hofmann in Schwimann/Kodek*, ABGB Praxiskommentar, § 292 ABGB, Rz 3 en 5 (blz. 15 f). Dit brede begrip van het eigendomsrecht in het Oostenrijkse ABGB is slechts programmatisch van aard en wordt niet consequent toegepast. Zo is ook de verwerving van goede trouw (§ 367 öABGB) alleen in fysieke zaken haalbaar, *Kodek in Schwimann/Neumayr* (Hrsg), ABGB Taschenkommentar, § 285 ABGB, Rz 3 (blz. 448).

¹⁰ LGBl Nr. 2019.118.

- 4 Bijgevolg moet ook een onderscheid worden gemaakt tussen het civielrechtelijke begrip "effecten" en het begrip "effecten" of "financiële instrumenten die volgens het toezichtsrecht verhandelbaar zijn". In dit verband moet niet alleen worden onderzocht of penningen betrekking kunnen hebben op giraal overdraagbare effecten, maar ook of penningen betrekking kunnen hebben op ¹¹financiële instrumenten die op de girorekening worden aangehouden, d.w.z. financiële instrumenten die in de boeken worden aangehouden. In dit verband zal de vertegenwoordiging van giraal overdraagbare effecten door middel van penningen, de vertegenwoordiging van financiële instrumenten door middel van een penning en collectieve beleggingen in verband met penningen in deel II van dit proefschrift nader worden onderzocht.
- 5 In lijn met het bovenstaande moeten de verschillen tussen individuele en collectieve activabeleggingen in verband met de tokenisatie van financiële instrumenten en portefeuilles op een gedifferentieerde manier worden uitgewerkt. Vervolgens moeten de vennootschapsrechtelijke aspecten van fondsen in verband met een beleggingsmaatschappij,¹² in

¹¹ Niet te verwarren met girale effecten volgens artikel 392 e.v. SR, die als financiële zekerheid dienen.

¹² AGmvK volgens artikel 361 PGR (naamloze vennootschap met veranderlijk kapitaal als tegenhanger van de SICAV - Société d'Investissement à Capital Variable die in Luxemburg geldt; niet te verwarren met de gelijknamige tegenhanger SICAF - Société d'Investissement à Capital Fixe).

tegenstelling tot een aandelenvennootschap in de vorm van een gesegmenteerde vereniging die segmentaandelen¹³14uitgeeft, opnieuw in tegenstelling tot de zogenaamde special purpose vehicles voor effectisering, worden¹⁵behandeld.

De concrete onderzoeksvraag van deze studie is daarom: *Kunnen penningen gedematerialiseerde effecten - d.w.z. girale effecten - vertegenwoordigen onder het Liechtensteinse recht en welke verschillen ontstaan er bij de beoordeling voor en na de inwerkingtreding van het TVTG?* De onderzoeksvraag is: *Kunnen penningen niet alleen civielrechtelijke girale effecten vertegenwoordigen vanuit het perspectief van het toezichtrecht, maar ook financiële instrumenten die in de effectengiro worden aangehouden, en hoe verhouden nieuwe technische mogelijkheden zich tot klassiek gereguleerde instellingen zoals fondsstructuren?* 6

Terwijl de werkzaamheden in het kader van titel I. gericht zijn op het Liechtensteinse recht, met name voor de kwestie van het subonderzoek, moeten naast de nationale bepalingen ook Europese rechtshandelingen in verband met de regulering van de fondsen worden geraadpleegd. 7

Voorafgaand aan een inhoudelijke verdieping van de bovengenoemde onderwerpen volgt een overzicht van blokketentechnologie, slimme contracten, penningen en munten. Er zij op gewezen dat de technische aspecten in een vereenvoudigde vorm worden gepresenteerd om een globaal overzicht te geven van de genoemde technologieën en om de juridische argumentatie begrijpelijk te maken bij de behandeling van 8

¹³ Protected Cell Company (PCC) nach Art 243 PGR.

¹⁴ Zie BuA 2014/69, blz. 49 (artikel 243e, lid 5, PGR).

¹⁵ Ook wel Special Purpose Vehicle (SPV) genoemd.

juridische kwesties die zich voordoen in verband met de technische aspecten van deze technologieën. Verder moet worden opgemerkt dat de term "blokketen" of "blokketentechnologie" in dit document wordt gebruikt als pars pro toto voor de zogenaamde gedistribueerde grootboektechnologieën en aanverwante technologieën waarvan de blokketentechnologie de meest prominente toepassing is.

1.1 Blokketen & Slimme contracten

- 9 Een blokketen is een technisch ontwerp van gedistribueerde grootboektechnologie en wordt gekarakteriseerd als een openbaar en decentraal register of gegevensopslagsysteem dat permanent transactiegegevens vastlegt. Het publiek betekent dat¹⁶ elke transactie in een

¹⁶ Niet alle blokkettingen zijn op zich openbaar. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen "toegelaten" of "privé" en "niet-toegelaten" of "niet-toegestane" of "openbare blokkades". "Publiek" en "privé" verwijzen naar de "schriftelijke toestemming", terwijl "open" en "gesloten" verwijzen naar de "leesvergunning". Bitcoin en Ethereum zijn dus "openbare" en "open" blokkades - iedereen heeft er lees- en schrijftoegang toe. Een openbare gesloten blokketen zou daarentegen kunnen worden gebruikt om anoniem stemrecht uit te oefenen. Indien transparantie van bepaalde entiteiten vereist is, is een private open blokketen zinvol. Een particuliere gesloten blokketen zou het meest geschikt zijn voor de overheid. Een mogelijke use case voor een toestemmingloze of publieke blokketen is bijvoorbeeld de implementatie van de zogenaamde Self-Sovereign Identity (SSI) als aanvulling en achtste niveau van het Open Systems Interconnection Model (OSI), dat het referentiemodel voor netwerkprotocollen (Physical Layer, Data Link Layer, Network Layer, Transport Layer, Session Layer, Presentation Layer en Application Layer) weergeeft. Dit kan een essentiële rol spelen, vooral in verband met de overdraagbaarheid van geverifieerde gegevens (identificatie, leeftijdscontrole, enz. pp).

blokken die is opgeslagen, openbaar kan worden bekeken.¹⁷ De permanentie is het resultaat van de cryptografische verstrooiingswaarde of de hashfunctie (een verstrooiingswaardefunctie die bestand is tegen botsingen, wat betekent dat het niet mogelijk is om verschillende invoerwaarden te vinden die resulteren in dezelfde hashwaarde), waarop de technologie is gebaseerd, die garanderen dat de transactiegeschiedenis niet kan worden beschadigd of gecompromitteerd met de conventionele technologie van vandaag en is deze stabiliteit of technische redundantie nauw verwant aan decentralisatie. Decentraliteit betekent dat er geen centrale instantie verantwoordelijk is voor de database. In plaats daarvan synchroniseren¹⁸ een groot aantal "nodes" (netwerkdeelnemers) in een peer-to-peer netwerk (decentraal netwerk; decentrale autonome organisatie) voortdurend de transactiegegevens. Als een netwerkknooppunt verloren gaat, brengt dit de stabiliteit of de functionaliteit van het netwerk zelf niet in gevaar.¹⁹

¹⁷ Lees toestemming; de schrijf toestemming - bijvoorbeeld door het overbrengen van een toestand door middel van een transactie van penningen - is meestal ook publiek toegankelijk, maar veroorzaakt een inspanning, daarom worden er transactiekosten in rekening gebracht voor een schrijf toestemming. Op het Ethereum protocol worden transactiekosten in de vorm van gas gemaakt. Gas is de Wei (subeenheid van ether) die nodig is om de coderegels uit te voeren.

¹⁸ Ook wel "uitzending van staten" genoemd.

¹⁹ Voor meer informatie, zie *Büch*, *Die Blockchain und das Recht*, LJZ 2/18, p. 55 (p. 55 f); zie ook *Nägele/Xander*, *Token Offerings*, met name Initial Coin Offerings (ICO) en Security Token Offerings (STO), alsmede *Token in Liechtenstein Law: Regulatory Environment and Outlook*, margin no. 18.4 in *Piska/Völkel* (Hrsg), *Blockchain Rules*; zie ook de prospectus van Hydrominer IT-Services GmbH van 26.11.2018, blz. 87 en 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, toegankelijk op 04.08.2019, 00:58.

- 10 Ook de torrentnetwerken zijn gedecentraliseerd. Deze verschillen van de blokketen in die zin dat staten niet één keer worden overgedragen (voorkoming van dubbele bestedingen aan de blokketen), maar dat de inhoud kan worden vermenigvuldigd - bijvoorbeeld in verband met protocollen voor het delen van bestanden.
- 11 Een transactie op een blokketen toont in zijn meest basale vorm de bron, de bestemming(en) en een specifieke over te dragen waarde²⁰. De bron en de bestemming staan ook wel bekend als adressen in een blokketen²¹, waarbij iedereen vrij is om nieuwe adressen aan te maken. Als een dergelijk adres of openbare sleutel wordt aangemaakt, wordt automatisch een extra unieke alfanumerieke tekenreeks gegenereerd en toegewezen aan de openbare sleutel (de "privésleutel"²²). In de regel wordt aan elke openbare sleutel slechts één privésleutel toegekend, hoewel er

²⁰ "Bron, doel en waarde.

²¹ Een alfanumerieke tekenreeks die volgens wiskundige regels wordt gegenereerd (het adres of de "openbare sleutel"; ook wel de openbare sleutel genoemd in artikel 5, lid 1, nr. 2 VTG in de versie van het raadplegingsverslag - of later gewijzigd in de technologieneutrale VT-identificatiecode in artikel 2, lid 1, e TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54). Een VT-identificator maakt de unieke toewijzing van penningen mogelijk en dient dus als identificator (BuA 2019/54, p. 145). Volgens de Duden wordt onder een "identificator" verstaan een *"kenmerk, teken of geheel van kenmerkende eigenschappen, teken voor de ondubbelzinnige identificatie van iets"*, zie de definitie in de Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, toegankelijk op 04.08.2019, 00:46.

²² Bij asymmetrische of publieke sleutels is het voor de communicerende partijen niet nodig om een gemeenschappelijke geheime sleutel te kennen, aangezien elke gebruiker een onafhankelijk sleutelpaar genereert. De openbare sleutel kan worden gebruikt om gegevens te versleutelen, die op hun beurt kunnen worden gedecodeerd met de bijbehorende privésleutel.

ook zogenaamde "multi-signprocedures" ("multi-signature") zijn waarbij meerdere privésleutels aan één openbare sleutel worden toegekend en er ook meerdere privésleutels nodig zijn om een transactie uit te voeren.²³

Naast de permanente opslag van transactiegegevens zorgt een blokke- 12
ten ervoor dat elk transactieverzoek wordt geverifieerd en bevestigd met de inhoud van een instructie om een waarde van het ene naar het andere adres over te brengen. Bevestigde transactieverzoeken worden vervolgens opgeslagen in de blokketen, waardoor de naamgevende en symbolische gegevensketen van een blokketen wordt gegenereerd. Elk blok in een blokketen heeft een hash- of scatterwaarde-functie (algoritme of wiskundige functie), die wordt gegenereerd uit het voor-

²³ Dit wordt ook wel een "m-van-n transactie" genoemd, aangezien N private keys aan een publieke sleutel zijn toegewezen en ten minste M private keys vereist zijn voor een overdracht van penningen van dit adres (bv. 2 van 3; vergelijkbaar met de structuur van de inschrijvingsrechten volgens het vennootschapsrecht); cf. prospectus van Hydrominer IT-Services GmbH van 26.11.2018, blz. 87 en 125 f, https://www.hydominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf

gaande, reeds geverifieerde gegevensrecord en zo een gegevenshiërarchie creëert. Dit proces, dat bekend staat als "mining" of "minting",²⁴ breidt de transactiegeschiedenis voortdurend uit.²⁵

- 13 De bevestiging van transacties vindt niet per geval plaats, maar meerdere transacties worden en bloc tegelijk bevestigd en opgeslagen in een nieuw blok in de blokketen. Gemiddeld wordt op het moment van schrijven van dit papier ongeveer elke 13 seconden een blok op de blokketen Ethereum gecreëerd.²⁶ Naast de hierboven genoemde basisfuncties maken blokketens zoals Ethereum ook de uitvoering van decentrale programma's of applicaties mogelijk (decentrale apps; dapps; Smart Contracts). Smart Contracts voeren bepaalde taken uit volgens hun programmeercode en zijn meestal gebaseerd op if-then-else statements (als voorwaarde A voorkomt, wordt actie B uitgevoerd, anders

²⁴ In het geval van Bitcoin werd een Proof of Work (PoW) mechanisme geïmplementeerd door het leveren van rekenkracht (bewijs van werk door het oplossen van een wiskundige taak). Ook het zogenaamde Proof of Stake System (PoS) komt veelvuldig voor. De consensus in het netwerk wordt gevormd door een gewogen bewijs van deelname (bijvoorbeeld de duur van de deelname en het aantal gehouden penningen). Het type consensusmechanisme is ook deels afhankelijk van het type blokketen - zie FN 16.

²⁵ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, p. 55 (p. 55 f); Prospectus van Hydrominer IT-Services GmbH van 26.11.2018, p. 87 en 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf. Een overdracht van staten wordt door het netwerk alleen bevestigd als deze in overeenstemming is met de protocolregels (er moet bijvoorbeeld voor worden gezorgd dat de overdrager daadwerkelijk over het aantal over te dragen penningen beschikt, bovendien is dubbele besteding niet toegestaan, enz.) Voor de juiste autorisatie moet elke transactie worden ondertekend met de privésleutel.

²⁶ <https://etherscan.io/chart/blocktime> geopend op 19 oktober 2019, 13:20.

C).²⁷ De term "smart contract" is in 1994 door Szabo bedacht: *"Een smart contract is een geautomatiseerd transactieprotocol dat de voorwaarden van een contract uitvoert. De algemene doelstellingen van een slim contractontwerp zijn het voldoen aan gemeenschappelijke contractuele voorwaarden (zoals betalingsvoorwaarden, retentierechten, vertrouwelijkheid en zelfs handhaving), het minimaliseren van zowel kwaadwillige als toevallige uitzonderingen en het minimaliseren van de behoefte aan betrouwbare tussenpersonen. Gerelateerde economische doelen zijn onder meer het verlagen van het fraudeverlies, arbitrage- en handhavingskosten en andere transactiekosten. Sommige technologieën die vandaag de dag bestaan, kunnen worden beschouwd als ruwe slimme contracten, bijvoorbeeld POS-terminals en -kaarten, EDI, en agorische toewijzing van bandbreedte van het openbare netwerk.*²⁸

In zijn manifest over Smart Contracts geeft Szabo aan dat de overwegingen in dit verband nog verder teruggaan, namelijk naar de zogenaamde 14

²⁷ Prospectus van Hydrominer IT-Services GmbH van 26.11.2018, p. 126f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf; de naam "Smart Contract", die verwijst naar een contract, is nogal misleidend, vooral omdat een Smart Contract een manipulatiebestendig, zelfcontrolerend en zelfuitvoerend script is. Een dergelijk script kan ook een contract in een juridische context vertegenwoordigen, vooral omdat de contracten zelf mondeling of impliciet kunnen worden gesloten. Cf. ook Buterin, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, riep op 30.09.2019 op: *"Voor alle duidelijkheid, op dit moment betreur ik de term "slimme contracten". Ik had ze iets saaier en technischer moeten noemen, misschien iets als "hardnekkige scripts"*.

²⁸ Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (alleen nog een archieflink beschikbaar).

agoric computing²⁹, die zijn oorsprong vindt in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw.³⁰

1.2 Token, munten en standaardisatie ondanks depositum regulare

- 15 Het TVTG zoals gewijzigd door BuA 2019/54 definieert een token als informatie over een gedecentraliseerde database (VT-systeem, dat de veilige verwijdering van tokens garandeert), die rechten kan vertegenwoordigen en waaraan VT-identificatoren of -identificatoren worden toegekend.³¹ Volgens deze juridische dictie zou men kunnen concluderen dat penningen informatie zijn over een gedecentraliseerde databank die rechten vertegenwoordigt, terwijl een munt een subtype is van een penning die geen rechten vertegenwoordigt en noodzakelijk is voor de goede werking van een blokketen (protocolpenning of protocolmunt) en waarvan de waarde wordt gemeten aan de hand van vraag en aanbod op de markt, waardoor het geen object zonder intrinsieke

²⁹ Van het Griekse ἀγορά voor ophaalpunt of marktplaats.

³⁰ Vgl *Miller/Drexler*, The Agoric Papers in The Ecology of Computation in *Hu-berman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: voor Computational Resource Management, Comparative Ecology: A Computational Perspective 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>; vgl auch *Wozke*, Smart Contracts: Wenn Verträge zwischen Computern geschlossen werden, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, aufgerufen am 01.10.2019, 21:14.

³¹ Artikel 2, lid 1, onder c) TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54.

waarde vertegenwoordigt, zelfs als het wordt geaccepteerd als ruilmiddel, en dus niet moet worden behandeld als fiatgeld³², maar als virtuele valuta. Technisch gezien is het in ieder geval andersom en stelt een munt de inheemse eenheid van een blokketen voor, terwijl de penningen dezelfde technische standaard gebruiken als de inheemse munt.³³

Maar zelfs de formulering van de wet geeft slechts aan dat er zowel penningen zijn die rechten vertegenwoordigen als penningen die geen rechten vertegenwoordigen (argumenteer "*een informatie die rechten kan*

³² Voor de definitie van fiatgeld, elektronisch geld als fiatgeld en virtuele valuta's, zie titel II, hoofdstuk II.2.9.

³³ Vanuit een puur technisch oogpunt zou bijvoorbeeld ether worden gezien als een muntstuk, terwijl penningen die voldoen aan ERC-20 (Ethereum Request for Comment Standard 20) een ondersoort van deze muntnorm zouden zijn en dus penningen zouden zijn. Merk op dat er ook inheemse munten zijn die rechten vertegenwoordigen. In navolging van de TVTG zouden dit dan (inheemse) penningen zijn die rechten vertegenwoordigen; *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (64); zie <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, opgeroepen op 08.08.2019, 20:10: "*Munt is een cryptocurrency met een eigen blockchain, meestal gemaakt door ontwikkelaars vanaf nul of door middel van forking. U kunt ook de term "altcoin" vinden, wat een alternatieve munt impliceert, dat wil zeggen elke munt die geen Bitcoin is*"; zie ook <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, opgeroepen op 08.08.2019, 20:10: "*Munten verschillen van bitcoins en altcoins in die zin dat ze niet door hun eigenaars worden gedolven [...] maar [bedoeld zijn] om te worden verkocht voor fiat of cryptocurrency om het technische project van de startende onderneming te financieren*." Munten worden dus meestal - naast andere functies - gebruikt in verband met consensusvorming door middel van een consensusalgoritme (bijv. proof-of-work of proof-of-stake) van een blokketen.

vertegenwoordigen").³⁴ Technisch gezien is een token software³⁵ en als zodanig onderdeel van een twee-factor authenticatie beveiligingsmaatregel die wordt gebruikt om het gebruik van op software gebaseerde diensten te autoriseren.³⁶ Uit het juridische materiaal kan niet worden afgeleid, en er kan ook niet worden aangenomen dat munten een subtype van penningen zijn en geen rechten vertegenwoordigen. Het is ook denkbaar dat een protocollaire of inheemse penning, waarmee transacties in een blokketen kunnen worden uitgevoerd, het eigendom van goederen zoals edele metalen vertegenwoordigt. Het³⁷ zou van essentieel belang zijn dat het zakelijk recht op dergelijke goederen in de

³⁴ Artikel 2, lid 1, onder c), Z 1 TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54.

³⁵ Vandaar dat de softwarepenningen, terwijl de hardwarepenningen op een fysiek apparaat (hardware portemonnee) worden opgeslagen; zie met betrekking tot penningen als gegevens of software in de zin van koopwaar en dus een penning met intrinsieke waarde (penning) in tegenstelling tot penningen als representatie van een claim of lidmaatschapsrecht (elektronisch geld of deposito's of lidmaatschap en claimrecht in de zin van financiële instrumenten) Titel II. Hoofdstuk II.2.2.II.2.3.

³⁶ *Rosenblatt/Cipriani*, Twee-factor authenticatie: Wat u moet weten (FAQ), 15 juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, toegang tot 28.08.2019, 21:32; Petruş, Hoe haal ik gegevens uit een 2FA iCloud account, 12, augustus 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authenticatie/>, aangeropen op 28.08.2019, 21:34; multi- of two-factor authenticatie is een authenticatiemethode waarbij een computergebruiker alleen toegang krijgt als hij/zij twee of meer bewijzen (factoren) van een authenticatiemechanisme levert. De factoren hebben betrekking op de elementen kennis, bezit en inleving. Deze elementen komen overeen met die van sterke klantauthenticatie volgens PSD II, zie titel II. Hoofdstuk II.2.8.1.

³⁷ Zo zou bijvoorbeeld een gouden munt of goudstandaard kunnen worden gevormd, waardoor volgens de economische monetaire theorie de snelheid van het gemerkte goud zou toenemen en daarmee het waardebehoud van goud tot op zekere hoogte zou worden vernietigd.

penning wordt vertegenwoordigd en dat de persoon die bevoegd is om over³⁸ de penning te beschikken dus ook volledige rechten heeft op het specifiek vertegenwoordigde voorwerp. Als gevolg van het volledige eigendomsrecht van het vertegenwoordigde voorwerp heeft de persoon die bevoegd is om over een dergelijk aandenken te beschikken, ook het recht om teruggave van dit voorwerp te vorderen. Om effectief goederengeld of een goudstandaard te creëren, zou het voorwerp waarop het eigendomsrecht in de penning is weergegeven, regelmatig in bewaring moeten worden gehouden (*depositum regulare*). De bewaarder zou het voorwerp in bewaring nemen voor de eigenaar in opdracht van de eigenaar (persoon die gerechtigd is om over de penning te beschikken) als derde eigenaar (eigendomsagent).³⁹

³⁸ Het herschrijven door de persoon die legaal over de penning kan beschikken, lijkt de dogmatisch gezien enige haalbare oplossing, aangezien een eigendom gebaseerd zou zijn op het corpus-element (beschikkingsbevoegdheid), terwijl een eigenaar een animus (*possidendi*) nodig heeft naast het corpus (*animus rem sibi habendi* of *animus rem alteri habendi*). Eigendom is daarentegen niet gebaseerd op de feitelijke, maar op de juridische relatie van de dominantie. Volgens het Liechtensteinse recht staat een penning echter niet voor iets en zijn de bepalingen van het eigendomsrecht alleen van toepassing in de loop van de tenuitvoerlegging van de TVTG op analoge of functioneel toereikende wijze (niet functioneel equivalent); zie BuA 2019/54, blz. 126.

³⁹ Het buitenlandse voorwerp wordt voor de eigenaar in bewaring gehouden met de bedoeling het in bezit te hebben; Art 499 (2) en Art 503 (1) eerste geval in samenhang met Art 510 SR; zie *Besitzanweisung* § 375 *öABGB* in samenhang met § 428 3e geval *öABGB* (ontwikkeld door de Oostenrijkse Rsp - *Besitzanweisung* in afbakening tot het *traditio brevi manual* en het *Besitzkonstitut*). In tegenstelling tot de juridische definitie van het Oostenrijkse burgerlijk wetboek bepaalt Liechtenstein, vanwege zijn onafhankelijke bepalingen inzake eigendomsrecht, op positieve wijze dat een voorwerp ook kan worden verkregen als het in het bezit van een derde blijft. Dit is functioneel vergelijkbaar met § 931

17

Een persoon die gerechtigd is om over een dergelijk aandenken te beschikken, dat het eigendomsrecht van een goed vertegenwoordigt, kan naar eigen goeddunken ook optreden als eigenaar van het goed waarvan het recht wordt vertegenwoordigd (erga-omnes effect van zakelijke rechten in tegenstelling tot inter partes effect tussen de partijen bij de overeenkomst). Wanneer de persoon die gerechtigd is om over de penning te beschikken via de blokketen de penning overdraagt, wordt tegelijkertijd de eigendom van het gespecificeerde object overgedragen (in het concrete geval door middel van een bezitsopdracht aan de bewaarder, die voortaan indirect eigenaar is van het object voor de nieuwe persoon die gerechtigd is om over de penning te beschikken).⁴⁰ Aangezien er een reële aanspraak bestaat op het voorwerp waarop het eigendomsrecht op de penning is afgebeeld, kan dit ook op elk moment worden geëist of geïndexeerd door de persoon die bevoegd is om over de penning te beschikken.⁴¹

deBGB, volgens welke de eigendom door overdracht van de vordering tot teruggave (overdracht door cessie) kan worden overgedragen.

⁴⁰ Causa of titel voor de eigendomsoverdracht is een overeenkomst volgens het verbintenissenrecht tussen de persoon die de penning overdraagt en de persoon die hem aanvaardt, waarbij de wijze van overdracht wordt gekenmerkt door de feitelijke overdracht van de penning van het Portemonnee-adres van de persoon die verplicht is om de penning volgens het verbintenissenrecht over te dragen aan het Portemonnee-adres van de persoon die bevoegd is om dit te doen. Een fictieve eigendomsoverdracht door middel van een instituut van bezit is ook toegestaan onder het Liechtensteinse eigendomsrecht - zie *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Deel I, Art 187 SR, Rz 4 (S 406; Art 187 in combinatie met Art 503 SR).

⁴¹ In het geval van een faillissement kan bijvoorbeeld een ontlastingsvordering worden ingesteld (art. 41, lid 2, KO) of, indien opgenomen in een executie, een ontlastingsvordering worden ingesteld (art. 20 EO).

Er zij op gewezen dat een bewaarder dezelfde voorwerpen die overeenkomstig de bepalingen van de bewaarnemingsovereenkomst in bewaring zijn gegeven, moet teruggeven.⁴²⁴³Zelfs als een bewaarder alleen items van hetzelfde type en dezelfde kwaliteit hoeft te⁴⁴ retourneren, kan het nog steeds nodig zijn om ze regelmatig te bewaren. Waar het om gaat is wat er is vastgelegd met betrekking tot het eigendomsrecht. Als de bewaarnemer eigenaar wordt, is er sprake van onregelmatige bewaring (*depositum irregularum*); als de bewaargever eigenaar blijft, is er sprake van regelmatige bewaring. Doorslaggevend voor de regelmatige bewaring is dan ook dat de bewaargever eigenaar blijft.⁴⁵ Het mengen of ruilen door de bewaarder van voorwerpen met voorwerpen van dezelfde soort en kwaliteit en van dezelfde grootte heeft geen invloed op een voorwaardelijke reguliere bewaarnemingsovereenkomst, zolang de bewaarder niet het recht heeft om over het voorwerp te beschikken ten behoeve van zichzelf en de bewaargever dus te allen tijde een volmacht kan geven.⁴⁶

18

19

⁴² Eenheids- of soortschuld.

⁴³ § 961 ABGB.

⁴⁴ Klasse- of winstparticipatieschuld. Een bepaalde klassenschuld wordt behandeld als een eenheidsschuld.

⁴⁵ RIS-Justice RS0012049, *"Voor de vraag of er sprake is van een regulier of onregelmatig depot hangt het niet af van de vermenging van de in bewaring gegeven voorwerpen (geld) met de eigen voorwerpen van de bewaarder, maar van de economische bedoelingen van de partijen.*

⁴⁶ *Parapatits in Schwimann/Kodek*, § 959 ABGB, Rz 4 e.v.; bij onregelmatige bewaring gaat de eigendom van een zaak echter over op de bewaarder en heeft de bewaargever alleen een vordering tot terugbetaling volgens het Wetboek van Verplichtingen.

In het geval van een overeenkomstige bewaarnemingsovereenkomst moet de persoon die gerechtigd is om over een penning te beschikken, die het eigendomsrecht van een voorwerp vertegenwoordigt, dus worden beschouwd als de eigenaar van een voorwerp - bijvoorbeeld een voorwerp dat in bewaring is gegeven via een bevel tot het in bezit hebben van een voorwerp. Er is niet alleen sprake van een vordering op grond van het verbintenissenrecht, mits de bewaarder geen beschikkingsrecht in eigen voordeel heeft over het gedeponeerde object en de bewaargever nog steeds de intentie heeft om eigenaar te blijven. Dit is soms van essentieel belang om het bestaan van een gemandateerd financieel instrument uit te sluiten, aangezien er in dit opzicht geen sprake is van standaardisering⁴⁷, maar van een geïndividualiseerd eigendomsrecht.⁴⁸ Bijgevolg, zelfs in de veronderstelling dat een dergelijke penning een (gedematerialiseerd) traditioneel papier⁴⁹ is, moet de functionele gelijkwaardigheid met financiële instrumenten worden ontkend, aangezien er geen omruilbare aandelen zijn.⁵⁰ Door middel van een overeenkomst tussen de partijen is het niettemin mogelijk om overeen te komen dat een bewaarder een schuldbetaling kan doen aan de partij die gerechtigd is om over een penning te beschikken indien hij

⁴⁷ Zie titel II, hoofdstuk II.2.3.1a.

⁴⁸ Cf. ook BuA 2019/54, p 104 f betreffende de vertegenwoordiging van eigendomsrechten in een penning.

⁴⁹ Civiele zekerheid die een vordering tot teruggave van een voorwerp vertegenwoordigt; ook goederen(waarde)papier, cognossement, cognossement. Zie ook Art 387 en Art 504 SR.

⁵⁰ Vgl. met betrekking tot de functionele gelijkwaardigheid voor traditionele effecten naar handelsrecht BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html, 06.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 17.02.2014, P 1.a).

goederen van dezelfde soort en kwaliteit en in dezelfde mate uitgeeft, wat het bestaan van een regelmatige bewaring niet verandert. In feite zou de standaardisering dus kunnen plaatsvinden op het niveau van de bewaarnemingsovereenkomst door middel van een overeenkomstige overeenkomst, zonder dat dit een financieel instrument vormt.

1.3 Conclusie eigendomsrecht met een symbolische waarde

- 20 Een blokketen is een decentrale, openbare en permanente database. Afhankelijk van het ontwerp van de lees- en schrijfrechten kan deze voor verschillende doeleinden worden gebruikt. De Bitcoin- en Ethereum-protocollen zijn "openbare" en "open" blokkettingen. In deze context betekent "openbaar" dat, in tegenstelling tot "private" blokketens, iedereen schrijfrechten heeft, terwijl een "open" blokketen gebaseerd is op publieke leesrechten in tegenstelling tot "gesloten" blokketens.
- 21 Puur technisch gezien kan een token worden gezien als een gegevensrecord of software die onderworpen is aan een tweefactorige authenticatiebeveiliging en vervolgens kan worden gebruikt om softwaregebaseerde diensten te autoriseren. Met een dergelijke multi-factor authenticatie wordt een gebruiker van een computerprogramma alleen toegang verleend wanneer voldoende bewijs of factoren voor authenticatie zijn bewezen. Dergelijke factoren zijn gebaseerd op de elementen kennis, bezit en inhaligheid, die ook worden gevonden in verband met sterke klantauthenticatie volgens PSD II.
- 22 Munten of - in de dictie van de TVTG - penning worden regelmatig gebruikt op een aparte blokketen. In tegenstelling tot dergelijke Munten worden Munten niet gegenereerd door de mijnbouw, maar worden ze uitgegeven op een bestaande blokketen, bijvoorbeeld in de loop van een fondsenwerving. Deze terminologie wordt veel gebruikt, met name op technisch gebied, maar heeft geen bijzondere gevolgen voor de juridische beoordelingen en daarom kunnen de termen "muntstukken" en "penningen" zoveel mogelijk als synoniem worden gebruikt.

23

Ook al hoeven munten in bovenstaande zin niet noodzakelijkerwijs rechten te vertegenwoordigen, ze moeten niet worden gezien als fiat-geld (dat wil zeggen niet alleen papiergeld, maar ook boekgeld en e-geld), aangezien deze een intrinsieke waarde hebben in de zin van virtuele valuta's in verband met consensusvorming op een blokketen, of andere functies kunnen hebben die inherent zijn aan het gedecentraliseerde protocol.

Blockchains maken regelmatig gebruik van zogenaamde Slimme Contracten, die contracten kunnen zijn in juridische zin, maar voornamelijk permanente scripts zijn en gebaseerd zijn op Agoric Computing. 24

Munten vertegenwoordigen niets in de zin van het Liechtensteinse eigendomsrecht wegens gebrek aan lichamelijkeheid. Pas met de inwerkingtreding van het TVTG op 01.01.2020 zullen de bepalingen van het eigendomsrecht naar analogie van toepassing zijn op penningen. Los daarvan is het principe "Substance over Form" van toepassing en moet er worden gekeken naar wat een penning voorstelt. Indien een bewaarnemer bijvoorbeeld een voorwerp in bewaring heeft voor een persoon die gerechtigd is om over een penning te beschikken overeenkomstig de bepalingen van de depositoregeling, dan vertegenwoordigt een dergelijk penning in feite het eigendomsrecht van het voorwerp dat in bewaring is gegeven. 25

2. Effecten volgens PGR en hun functies

De effecten zijn geregeld in §§ 73 e.v. van de Final Division van het PGR. Voor de toepassing van het PGR zijn effecten documenten waarin een recht is gesecuritiseerd zodat het alleen met het document kan wor- 26

den gerealiseerd, doen gelden of overgedragen. Daarnaast zijn de bepalingen over aandelencertificaten van toepassing op effecten.⁵¹ Een soortgelijke definitie is te vinden in artikel 965 van het Zwitserse verbintenissenboek. Er zij op gewezen dat het PGR is gebaseerd op het eerste ontwerp van *Eugen Huber* voor de herziening van de titels 24 tot en met 33 van het Zwitserse verbintenissenboek van 1919, dat in Zwitserland nooit in deze vorm ten uitvoer is gelegd. In⁵² tegenstelling tot Oostenrijk en Duitsland geven zowel het Liechtensteinse als het Zwitserse recht dus een juridische definitie van het begrip "effecten".⁵³

- 27 De securitisatie is bedoeld om een nog grotere verhandelbaarheid en verhandelbaarheid te bereiken. Er zijn verschillende beginselen die van toepassing zijn op effecten, en deze beginselen worden opgevat als de functies van effecten om de snelle en veilige overdraagbaarheid of het doen gelden van effectenrechten te waarborgen. De eenvoudige overdracht wordt bereikt door de overdracht van de beveiliging (transportfunctie). Bovendien dient het zekerheidsstuk als bewijs en kan een schuldenaar alleen betalen aan de persoon die er recht op heeft door middel van het stuk; een overeenkomst over de overdracht, zoals het geval is bij de overdracht van vorderingen door middel van overdracht,

⁵¹ § 73 van het laatste deel over het PGR.

⁵² Zie hoofdstuk I.3, marge nr. 45; *Frick*, De soorten aandelen in het Liechtensteinse vennootschapsrecht, blz. 24; *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth, 2013, De recente ontwikkeling van het Liechtensteinse vennootschapsrecht in het licht van het EER-lidmaatschap, blz. 193 (196).

⁵³ Zie *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, engels und russischem Recht, p. 17 mwN.

is 54niet nodig (bevrijdende functie voor de schuldenaar aan de persoon die recht heeft op het zekerheidsstuk, waardoor de schuld wordt bevrijd); tegelijkertijd wordt het recht om de betaling te ontvangen - de legitimatie - aangetoond door het overleggen van de zekerheid die een bepaald recht certificeert; de veronderstelling is van toepassing dat de houder van de zekerheid ook gerechtigd is om erover te beschikken)

De belichaming van een recht in een akte heeft ook de omstandigheid 28 of draagt het bewijs in zich dat het recht daadwerkelijk bestaat volgens de inhoud van de akte (indicatieve en bewijskrachtige functie). Het recht is verworven in de mate zoals beschreven in de zekerheidsovereenkomsten en niet gesecuritiseerde overeenkomsten zijn irrelevant (beperking van bezwaar of uitsluiting van bezwaar in verband met de bewijsfunctie of de Schriftuurlijke aansprakelijkheid). De uitsluiting van bezwaar houdt op zijn beurt nauw verband met de presentatie- of marktbeschermingsfunctie. De presentatiefunctie heeft tot gevolg dat een schuldenaar alleen mag betalen aan de houder van een effect - die het toont of presenteert. De presentatiefunctie, die niet volledig los kan worden gezien van de bewijs-, bevrijdings- en legitimatiefunctie, leidt uiteindelijk tot de transactiebeschermingsfunctie, volgens welke de zekerheid te goeder trouw kan worden verkregen door de persoon die niet gerechtigd is om over de zekerheid te beschikken.⁵⁵

⁵⁴ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 17, 19 ff.

⁵⁵ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 19 ff.

29 Effecten worden dus met name gekenmerkt door hun bewijsfunctie, legitimatie- en bevrijdingsfunctie, uitsluiting van bezwaren, transportfunctie en presentatie- en verkeersbeschermingsfunctie. De verhandelbaarheid wordt dus met name beschermd door de mogelijkheid van verwerving van de niet-gelegaliseerde partij, maar ook door de afdwingbaarheid van het geëffectiseerde recht, onafhankelijk van het daadwerkelijk gecreëerde of bestaande recht - afgezien van de akte - of, indien nodig, ook inhoudelijk gewijzigd.

2.1 indicatieve en bewijskrachtige waarde

30 § § 73 van de PGR Final Division definieert een zekerheid op basis van drie criteria. Dit zijn deze ene document, de securitisatie van een recht in dit document, en een zeker verband tussen het document en het recht.⁵⁶ Het recht van een zekerheid kan dus niet worden gerealiseerd, bevestigd of overgedragen aan anderen zonder het certificaat. De overdrachtscomponent is in wezen gebaseerd op de transportfunctie.⁵⁷ Een akte is een privaatrechtelijke verklaring op een document.⁵⁸ In een dergelijk document kunnen claimrechten, lidmaatschapsrechten of zelfs eigendomsrechten worden vastgelegd. Claimrechten kunnen alle vorderingen zijn die voortvloeien uit het verbintenissenrecht, terwijl lidmaatschapsrechten bepaalde rechten in ondernemingen omvatten - d.w.z. zeggenschaps- en/of medezeggenschapsrechten. Daarnaast kan een zekerheid ook een zakelijke vordering vertegenwoordigen. Derge-

⁵⁶ *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 965 OR, N 19.

⁵⁷ Zie hoofdstuk I.2.4.

⁵⁸ *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 965 OR, N 20.

lijke goederen(waarde)effecten zijn effecten die een object vertegenwoordigen; de overdracht van een goederen(waarde)effect komt overeen met de overdracht van de goederen zelf.⁵⁹

Voornoemd verband tussen akte en recht wordt overeengekomen door middel van een effectenclausule. Een beveiliging heeft geen puur indirect effect, maar legitimeert een bepaalde persoon om een gesecuritiseerde dienst te eisen. Door een betaling te doen aan de aangewezen persoon ontslaat de schuldenaar zich van zijn verplichting. Dergelijke effectenrechten worden ook overgedragen door overdracht van de akte en kunnen niet op een andere manier worden overgedragen.⁶⁰ Een effect bewijst dus dat er een bepaald recht bestaat ten aanzien van de uitgevende instelling, dat verschuldigd is volgens de inhoud van het document.⁶¹ 31

⁵⁹ *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 21; zie Art 504 SR.

⁶⁰ *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 965 OR, N 22 en N 26.

⁶¹ Volgens § 294 ZPO leveren particuliere documenten - indien zij zijn ondertekend - een volledig bewijs dat de daarin vervatte verklaringen afkomstig zijn van de uitgevende instelling. Volgens § 312 ZPO wordt de authenticiteit van een privé-document als onbetwist beschouwd als er geen verklaring is afgelegd over de authenticiteit ervan. In tegenstelling tot Duitsland bestaat er in Liechtenstein geen zogenaamde documentaire procedure waarbij een executoriale titel kan worden verkregen door middel van een versnelde procedure - zie § 592 deZPO "Een vordering die betrekking heeft op de betaling van een bepaalde som geld of het verrichten van een bepaalde hoeveelheid andere fungibele voorwerpen of effecten kan in de documentaire procedure worden aangevoerd indien alle feiten die nodig zijn om de vordering te staven, met documenten kunnen worden bewezen. Onafhankelijk hiervan is echter de aanmaningsprocedure of de schuldritprocedure volgens §§ 577 e.v. ZPO open.

2.2 Bevrijdings- en legitimatiefunctie

- 32 Het bevrijdings- en legitimatie-effect van effecten is in Liechtenstein tweemaal geregeld. Enerzijds stelt § 1393 ABGB dat promessen op naam van de houder - d.w.z. effecten aan toonder - bij aflevering worden overgedragen en dus geen verder bewijs vereisen behalve bezit; de akte identificeert dus de rechtmatige schuldeiser en legitimeert de eigenaar (in het geval van effecten aan toonder).⁶² Anderzijds regelt § 74, lid 2, van de Final Division van het PGR het legitimatierecht in verband met effecten. Deze⁶³ bepaling van het PGR bepaalt dat een schuldenaar - tenzij hij te kwader trouw of door grove nalatigheid⁶⁴ handelt en op, maar niet vóór, de vervaldag - betaling kan doen aan de houder van een zekerheid ter delging van zijn schuld. Zelfs als de persoon die zich legitimeert uit de zekerheid zijn positie als schuldeiser had moeten verliezen, kan de schuldenaar uit de zekerheid zijn schuld kwijtschelden door de uitgezette persoon te betalen en hoeft hij de feitelijk gerechtigde schuldeiser niet opnieuw te betalen.⁶⁵ Legitimatie en bevrijding zijn dus ook verbonden met de bescherming van het verkeer.⁶⁶

33

⁶² *Micheler*, effectenrecht tussen verbintenissenrecht en goederenrecht, p 37 f.

⁶³ Het PGR heeft in beginsel voorrang als *lex specialis* - zie ook § 35, lid 1, van de Final Division van het PGR, volgens welke de verwijzing naar de algemene bepalingen van het wetboek van verbintenissen en het eigendomsrecht in de eerste plaats betrekking heeft op de bepalingen van de ADHGB en subsidiair op die van de ABGB.

⁶⁴ In de wet op de wissels is de vervaldatum de datum waarop een wissel opeisbaar wordt.

⁶⁵ *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 966 OR, N 4 e.v.

⁶⁶ Zie hoofdstuk I.2.3.

Het bezit van een waardepapier legitimeert de persoon die door het papier wordt geïdentificeerd als schuldeiser. Het beschikkingsrecht hoeft dus niet te worden bewezen door een volledige keten van overdracht van de vorige schuldeisers. Als de eigenaar en dus de schuldeiser van een zekerheid het gedocumenteerde recht aanbiedt, moet de schuldenaar aan de uitgezette persoon betalen.⁶⁷ Zoals reeds is uiteengezet, zegt § 74, lid 2, van de definitieve afdeling van het PGR niets over de materiële rechten van de eigenaar; hetzelfde geldt ook voor § 1393 ABGB. De eigenaar (in het geval van instrumenten aan toonder) of, in het algemeen, de uitgezette persoon wordt echter beschouwd als een schuldeiser. Als een schuldenaar het beschikkingsrecht van een uitzetter wil betwisten, draagt hij de bewijslast.⁶⁸

Als tweede zijde van dezelfde munt is de bevrijdingsfunctie de tegenhanger van de legitimatiefunctie van de persoon die als rechthebbende op een onderpand is aangewezen. De schuldenaar kan alleen een bevrijdende betaling doen aan de persoon die zich door middel van een zekerheid als rechthebbende schuldeiser identificeert en moet zich beroepen op het geëffectiseerde document als bewijs. De schuldenaar kan ook betalen aan een persoon die niet gerechtigd is om over de schuld te beschikken, op voorwaarde dat eerstgenoemde zich identificeert door het stellen van een zekerheid en deze overhandigt.⁶⁹ Opgemerkt moet worden dat een schuldaflossend effect op de vorige schuldeiser op

⁶⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 38; dit heeft ook te maken met de presentatiefunctie, zie hoofdstuk I.2.3.

⁶⁸ *Micheler*, Effectenrecht tussen schuld- en goederenrecht, p. 38 f; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 4.

⁶⁹ *Micheler*, Effectenrecht tussen schuld- en goederenrecht, p. 39; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 6.

grond van § 1395 ABGB niet van toepassing is in het effectenrecht, aangezien alleen degenen die door middel van een effect worden geïdentificeerd, moeten worden betaald. In tegenstelling tot Oostenrijk kan dit niet worden gerechtvaardigd op grond van het gewoonterecht voor Liechtenstein, aangezien hier, teruggaand naar artikel 966 van het koor, § 74 van de definitieve afdeling van het PGR stelt dat een schuldenaar alleen verplicht is te betalen tegen overlegging van de zekerheid door de persoon die in de akte wordt genoemd, en ook aan deze formeel correcte schuldeiser kan betalen als kwijtschelding van de schuld.⁷⁰

- 35 Voor effecten op naam worden de vrijstellings- en gerechtigdheidseffecten ook afzonderlijk geregeld in § 83 van de Final Division van het PGR, dat teruggaat tot Art. 975 chOR. Volgens deze bepaling kan een schuldenaar alleen schuldbevrijdend betalen aan de persoon die enerzijds het geregistreerde effect bezit en anderzijds zich identificeert als de persoon op wiens naam het effect is geregistreerd.⁷¹ Opmerkelijk is dat het PGR alleen over bezit of eigendom⁷² spreekt en verwijst naar het corpus-element of de beschikkingsbevoegdheid, terwijl de ABGB in zijn § 1393 expliciet naar bezit verwijst en dus ook een animus-element (wil om iets te behouden) als⁷³ noodzakelijk beschouwt.

⁷⁰ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 59 e.v. (m.n. p. 62).

⁷¹ Of als rechtsopvolger van de persoon op wiens naam het effectencertificaat is opgesteld.

⁷² § 83, lid 1, en waarschijnlijk ook impliciet § 75, lid 2, van het laatste deel van het PGR.

⁷³ Zie § 309 öABGB. Opgemerkt dient te worden dat Art 498 lid 1 SR in combinatie met Art 501 SR uitsluitend betrekking heeft op de beschikkingsbevoegd-

2.3 Presentatie of verkeersbeschermingsfunctie

De presentatiefunctie vloeit voort uit § 74 lid 1 van de Final Division van het PGR. Bijgevolg is de schuldenaar van een zekerheid alleen verplicht om te presteren tegen overlegging en levering van de zekerheid. 36

heid voor het onroerend goed als eigenaar, terwijl Art 443 SR weer een testamentonderdeel aan het onroerend goed toeschrijft. Bovendien moet worden opgemerkt dat de algemene bepalingen van het Oostenrijks burgerlijk wetboek (ABGB) ook in wisselwerking staan met artikel 5, lid 1, SR. De vraag of voor het bezit een wilselement nodig is, wordt in de Liechtensteinse doctrine niet opgehelderd vanwege de vermenging van de opvang. Volgens de Zwitserse leer is echter geen testament vereist voor het bezit (vgl. *Stark/Lindenmann*, in *Berner Kommentar*, 4e druk, Art 919 ZGB, N 26) en is daarom grotendeels gelijk aan de Oostenrijkse beschikkingsbevoegdheid in de zin van eigendom. Voor een groot deel omdat er in het Zwitserse recht geen scherp onderscheid wordt gemaakt tussen corpus en animus en er soms wordt beweerd dat de beschikkingsbevoegdheid ook een wil tot bezetenheid impliceert. Cf. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Volume I, Art 489 SR, Rz 1 e.v. (S 491); met betrekking tot het Liechtensteinse rechtssysteem pleit *Opilio* echter voor een animuselement in bezit, *ibid*, Rz 6, onder verwijzing naar artikel 501, lid 1, in samenhang met artikel 510, lid 1 SR; waarmee men moet instemmen, waarbij moet worden opgemerkt dat Art 510 lid 1 SR verwijst naar de positie van de eigenaar (die niet alleen wordt gekenmerkt door de macht van invloed maar ook door de macht van uitsluiting erga omnes - zie *Winmaar* in *Rummel/Lukas*, ABGB, 4e ed. Auflage, § 354 ABGB, Rz 1) en verwijst dus naar de persoon aan wie een zaak wettelijk toebehoort. Dit houdt niet noodzakelijkerwijs een testament in, aangezien artikel 509, lid 1, SR voorziet in het wettelijk vermoeden dat de eigenaar van een voertuig ook als eigenaar wordt beschouwd. Het testamentonderdeel wordt echter expliciet behandeld in Art 501 lid 2 SR (ook al is dit niet afgeleid van de Zwitserse leer, maar is het gebaseerd op een wilsovereenstemming in de zin van een bezitsovereenkomst - zie *Stark/Lindenmann* in *Berner Kommentar*, Art 922 ZGB, N 40 f en N 65 e.v.). Hieruit zou echter ter ondersteuning van het wilselement kunnen worden afgeleid dat het bezit pas wordt verworven zodra het corpus wordt overgedragen en de vorige eigenaar zijn animus rem sibi habendi opgeeft (en een dergelijk testament dus door de ontvanger wordt opgesteld). Art 514 SR verwijst ook naar de wil om te bezitten.

Indien iemand het recht wil doen gelden dat blijkt uit een zekerheid zonder dat de zekerheid is gesteld, moet de schuldenaar de uitvoering ervan weigeren.⁷⁴

- 37 De effecten worden behandeld in termen van eigendomsrecht - *het recht op papier volgt op het recht op papier*.⁷⁵ De overdracht van effecten aan toonder wordt dus, onder verwijzing naar artikel 501 SR in samenhang met § 75 lid 2 van de Final Division van het PGR, in principe effectief uitgevoerd door de overdracht van het document. Effecten aan toonder kunnen echter, net als andere soorten effecten, worden overgedragen aan het PGR overeenkomstig § 75, lid 1, van de definitieve afdeling van het PGR door middel van een schriftelijke overeenkomst en de overdracht van het effect. De eigenaar van de zekerheid is onderworpen aan het wettelijk weerlegbare vermoeden dat hij ook de rechtmatige eigenaar is. De transactiebeschermingsfunctie is gebaseerd op artikel 172, lid 2, van de SR en beschermt de bonafide koper van een effect in zijn bezit van het effect. Dit beschermt of garandeert de verhandelbaarheid van effecten, aangezien de verweermiddelen tegen een bonafide koper van een effect beperkt zijn; de bonafide koper kan dus geen enkele aanwijzing geven over de verhandelbaarheid van het effect. Voor geëffectueerde effecten aan toonder is deze beperking van de verdedigings- of marktbeschermingsfunctie bovendien afgeleid van artikel 514 SR, dat uitdrukkelijk bepaalt dat effecten aan toonder die tegen de wil van de

⁷⁴ *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 966 OR, N 3.

⁷⁵ *Frick*, De soorten aandelen onder het Liechtensteinse vennootschapsrecht, blz. 97.

eigenaar⁷⁶ verloren zijn gegaan, niet kunnen worden aangevochten door degene die ze te goeder trouw heeft verworven of ontvangen.⁷⁷

Voor orderdocumenten is de verkeersbescherming ook specifiek geregeld in § 88 van de Final Division van het PGR. Deze bepaling komt overeen met Art 1146 chOR en de inhoud ervan is identiek aan § 96, lid 1, van de Final Division van het PGR (reglement voor instrumenten aan toonder), dat overeenkomt met Art 979 chOR. Het doel van de bepaling is om de markt te beschermen, aangezien de schuldenaar alleen verweer kan voeren tegen een bonafide ontvanger die gebaseerd is op de inhoud en⁷⁸ de geldige status van het onderpand of die de schuldenaar rechtstreeks tegen de houder van het onderpand kan aanvoeren.⁷⁹ 38

2.4 Transportfunctie

De transportfunctie van effecten betekent, zoals de naam al aangeeft, dat geëffectiseerde rechten kunnen worden overgedragen door eenvoudigweg het - eventueel geïndiceerde - effectencertificaat over te dragen.⁸⁰ De transportfunctie is ook afgeleid van artikel 73, lid 1, van de Final Division van het PGR, volgens hetwelk rechten die in een akte zijn 39

⁷⁶ Deze plaats van eigendomsrecht impliceert ook een element van bezitswil; zie FN 73.

⁷⁷ *Frick*, De soorten aandelen onder het Liechtensteinse vennootschapsrecht, S 97 mwN.

⁷⁸ Artikel 1146 chOR gebruikt een "of bepaling" in juridische termen, wat waarschijnlijk ook voor het Liechtensteinse recht zinvol is, aangezien het onbegrijpelijk zou zijn als er alleen bezwaar zou kunnen worden gemaakt tegen het bestaan en de inhoud van de akte.

⁷⁹ *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 1146 OR, N 1.

⁸⁰ BuA 2019/54, S 110 en S 165.

geëffectiseerd alleen kunnen worden overgedragen door de overdracht van de akte.⁸¹

2.5 Conclusie over functies in het effectenrecht en de toepassing ervan op giraal overdraagbare effecten in het kader van het TVTG en PGR nieuw

- 40 In het geval van giraal overdraagbare effecten wordt de transportfunctie vervangen door de inschrijving in het giraal overdraagbare effectenregister door het overhandigen van het effectencertificaat overeenkomstig het TVTG.⁸²
- 41 Bovendien hebben giraal overdraagbare effecten dezelfde functie als effecten in de zin van artikel 81a van de Final Division van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93 (LGBI 2019.304). Dit betekent dat de boekrechten ook een immanente verkeersbeschermingsfunctie hebben en dat het mogelijk moet zijn om te goeder trouw de nieuw in het PGR ingevoerde boekrechten te verwerven door middel van het TVTG. *"Indien de overdracht van niet-gesecuritiseerde schuldbewijzen geen rechtsgrond heeft die vergelijkbaar is met die van de eigendom, is dit zeker aanwezig in het geval van giraal overdraagbare effecten in de vorm van de inschrijving in het register van giraal overdraagbare rechten die het giraal overdraagbare recht vormt, op voorwaarde dat de Vennootschap zorgt voor een betrouwbare bijwerking [...] van het register van giraal overdraagbare*

⁸¹ Zie ook *Kuhn* in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 965 OR, N 15.

⁸² § 81a, lid 4, laatste deel van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54; zie *Jung*, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, art. 622 OR, N 135.

rechten en de respectieve schuldeiser een bewijs van de niet-openbare inschrijving overhandigt".⁸³ Dat het eigendomsrechtelijke regime ook van toepassing is op giraal overdraagbare effecten blijkt uit het wetgevend materiaal op het TVTG, waarin ook de positief geïntroduceerde giraal overdraagbare effecten overeenkomstig het PGR worden behandeld.⁸⁴ Daarentegen geldt het abstractiebeginsel alleen voor symbolische boekentitels in het kader van het TVTG, terwijl het causaliteitsbeginsel van toepassing blijft op boekentitels in het kader van het PGR.⁸⁵ Als een effectieve verplichte transactie niet tot stand komt of vervolgens wordt geannuleerd, moeten de symbolische boekingsrechten onder het TVTG worden teruggedraaid onder de verrijkingwet, terwijl de boekingsrechten opnieuw kunnen worden geïndexeerd onder het PGR.⁸⁶

⁸³ Jung, Het aandeel als effecten in Zürich Commentaar, Art 622 OR, N 136 f.

⁸⁴ BuA 2019/54, p 110 f - "Volgens de wettelijke definitie in § 81a para. 1 SchIT PGR zijn giraal overdraagbare effecten "rechten met dezelfde functie als effecten". Deze genieten een transportfunctie, legitimatie en bevrijdingsfunctie, alsook een verkeersbeschermingsfunctie ("overwerving te goeder trouw van het recht volgens de beginselen van het eigendomsrecht") of beperking van de verdediging. Deze functies zijn gebaseerd op de constitutieve registratie in het register van giraal overdraagbare effecten en volgens de wetgever is er een functionele gelijkwaardigheid tussen effecten en giraal overdraagbare effecten. "Deze functionele gelijkwaardigheid rechtvaardigt de onbeperkte gelijkwaardigheid van giraal overdraagbare effecten met effecten in de zin van § 81a SchIT PGR. (BuA 2019/54, blz. 111)

⁸⁵ "Vanwege het definitieve karakter van transacties in systemen die gebaseerd zijn op betrouwbare technologieën, zoals de blokketen, wijkt het TVTG af van het in het Liechtensteinse burgerlijk recht geldende causaliteitsbeginsel naar het abstractiebeginsel met betrekking tot deze orde. (BuA 2019/54, blz. 126); "De onveranderlijkheid van transmissies op VT-systemen suggereert dat het principe van abstractie moet worden aangenomen voor symbolische disposities" (BuA 2019/54, blz. 69).

⁸⁶ Voor meer details zie hoofdstuk I.4.

42 Wat ten slotte het PGR-boekboekrecht betreft, is de legitimatie- en bevrijdingsfunctie nu ook gekoppeld aan de inschrijving in het register van boekentitels.

3. Munten als gedematerialiseerde effecten de lege lata?

43 In dit hoofdstuk worden penningen behandeld als giraal overdraagbare effecten overeenkomstig de juridische situatie vóór de inwerking-treding van het TVTG. Als rechten, zoals lidmaatschaps- of claimrechten, worden weergegeven in een penning, wordt er geen zekerheid gesteld, aangezien een penning geen fysiek document is.⁸⁷ Omgekeerd betekent dit dat dergelijke rechten - vertegenwoordigd in de penning - in de boeken worden bewaard. Dit is in overeenstemming met artikel 150, lid 1, PGR in combinatie met artikel 149, lid 3, PGR en artikel 267, lid 1, PGR. In artikel 150, lid 1, van het PGR is bepaald dat effecten alleen via een lidmaatschap mogen worden uitgegeven als de wet daarin uitdrukkelijk voorziet, wat moet leiden tot argumentum e contrario dat er helemaal geen effecten mogen worden uitgegeven als dat wettelijk niet is toegestaan. Zelfs als dit het geval is, moet het mogelijk zijn om effecten uitsluitend in girale vorm, d.w.z. als ongecertificeerde effecten, te bewaren. Ook in samenhang met artikel 149, lid 3, van het PGR betekent dit dat als er geen effecten zijn uitgegeven, de overdracht van de lidmaatschaps aandelen of de creatie van beperkte reële rechten daarop bij schriftelijke overeenkomst kan plaatsvinden. De bepalingen van de Wet op de Effectenhandel bepalen ook dat aandeelbewijzen alleen

⁸⁷ Zie de inleidende opmerkingen over het begrip "eigendomsrecht" in hoofdstuk I.1.

hoeven te worden uitgegeven, tenzij in de statuten anders is bepaald.⁸⁸ Een technische voorstelling in een penning kan dus niet nadelig zijn voor de boekhouding van de aandelenrechten.

Naast de bovengenoemde afzonderlijke bepalingen zijn de bepalingen 44 van het effectenrecht te vinden in de algemene bepalingen van het PGR en in bijzondere bepalingen zoals die van het vennootschapsrecht op aandelen, met name in het laatste deel van het PGR.⁸⁹ Of er aandelen­certificaten moeten worden uitgegeven aan de aandeelhouders van een naamloze vennootschap moet in de statuten worden geregeld in overeenstemming met artikel 267, lid 1, van het PGR; in het standaard­geval moeten er effecten worden uitgegeven.⁹⁰ Het reglement volgens hetwelk een titel van aandeel moet worden ondertekend door een lid van de raad van bestuur kan alleen worden toegepast als er certificaten zijn uitgegeven en hiervan niet is afgezien in de statuten.⁹¹

45

⁸⁸ Art 267(1) PGR.

⁸⁹ § § 73 e.v. van de PGR Final Division.

⁹⁰ "De verplichting tot uitgifte van een aandeelbewijs (aandeelbewijs, aandeelbewijs, aandelentitel) geldt alleen voor de vennootschap indien de statuten niet anders bepalen.

⁹¹ Art 267(3) PGR.

Met de PGR van 1926 liet de Liechtensteinse wetgever zich leiden door de voorbereidende werkzaamheden van *Huber voor*⁹² de herziening van de Zwitserse Code of Obligations⁹³⁹⁴. Als men het Zwitserse vennootschapsrecht in artikel 620 e.v. vergelijkt met dat van de OR, ontbreekt een soortgelijke regeling voor de uitgifte van aandelencertificaten als die in artikel 267 PGR. In sommige bepalingen van de Zwitserse Code van Verplichtingen wordt daarentegen expliciet verwezen naar het bestaan van aandelentitels als fysieke certificaten of waardepapieren. Om⁹⁵ gedematerialiseerde effecten te realiseren, heeft Zwitserland de Book Entry Securities Act aangenomen.⁹⁶

- 46 Maar zelfs als de wet alleen in Liechtenstein en niet in Zwitserland bepaalt dat de uitgifte van aandelencertificaten kan worden kwijtgescholden of in de statuten kan worden kwijtgescholden, erkent de Zwitserse praktijk ook de kwijtschelding van de uitgifte van aandelencertificaten,

⁹² Prof. Dr. *Eugen Huber*, advocaat en bedenker van het Zwitsers burgerlijk wetboek (ZGB), 1849 - 1923; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&ackurl=auto>.

⁹³ *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für *Delle Karth*, 2013, The More Recent Development of Liechtenstein Company Law in the Light of EEA Membership, S 193 (S 196).

⁹⁴ Cf. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p. 19 (Rz 55).

⁹⁵ Vgl. bijv. artikel 622, lid 5 en artikel 686, lid 3 OF; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Zwitsers vennootschapsrecht, § 43 N 2 mwN.

⁹⁶ BEG, AS 2009 3577, van kracht sinds 1.10.2009. Dergelijke giraal overdraagbare effecten of giraal overdraagbare effecten mogen niet worden verward met girale effecten overeenkomstig artikel 392 septies SR, die financiële zekerheden vormen overeenkomstig artikel 2, lid 1, onder g), van de Richtlijn Financiëlezekerheidsovereenkomsten 2002/47/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. Zie ook Art 392 par. 1 afb. 7 SR.

in ieder geval met betrekking tot "kleine" naamloze vennootschappen of eenmansbedrijven⁹⁷; in overeenstemming met de Zwitserse dogma's heeft een aandeelhouder ook geen afdwingbare aanspraak op de uitgifte van een aandelencertificaat.⁹⁸

Ook in Liechtenstein geeft het PGR een aandeelhouder geen wettelijk 47
recht op de uitgifte van een aandelencertificaat. Voor aandelen aan
toonder is er een verplichting om een bewaarder aan te stellen, die de

⁹⁷ Vgl. over de ontvankelijkheid van een eenmansbedrijf *Schopper/Walch*, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 2017/01, blz. 1 (3); zie ook BuA 1998/153, 178; *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, blz. 187 f (Rz 458, FN 713): "Tot de wijziging van het PGR met LGBI 1980/039 in 1980 was het mogelijk om naamloze en besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid op te richten en te beheren in de vorm van een eenpersoonsvennootschap overeenkomstig artikel 637 van het PGR. Deze bepaling is echter ingetrokken en ten minste de oprichting van een naamloze vennootschap kan niet meer door één persoon worden uitgevoerd (zie artikel 281 en 288 van het PGR), maar het management ervan wel. Pas met de PGR-wijziging LGBI 2000/279 in 2000 werd het weer mogelijk om een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid op te richten door één partner (artikel 389 van het PGR). Dit kwam overeen met de tenuitvoerlegging van de richtlijn inzake één enkele vennootschap (artikel 2 van de 12e EU-ondernemingsrichtlijn 89/667/EEG), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, vervangen door Richtlijn 2009/102/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>."

⁹⁸ OGH tot 09 C 271/98-201 van 03.03.2005, LES 2006, 161, richtlijn d: "De AG is alleen verplicht een aandelencertificaat uit te geven als er niets anders in de statuten staat vermeld. Het is een gangbare praktijk in Liechtenstein om geen aandelen uit te geven in het geval van zogenaamde "Strohmannformgründungen" of eenmansbedrijven. [...] De aandelenrechten in een naamloze vennootschap kunnen in principe alleen worden overgedragen volgens de regels voor overdracht"; *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p 80 f; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 ff.

aandeelhouders aan toonder in een register bijhoudt.⁹⁹ Met betrekking tot aandelen op naam is de vennootschap zelf verplicht een aandelenregister bij te houden.¹⁰⁰ Het bijhouden van het aandelenregister is wettelijk voorzien als bestuursactiviteit in tegenstelling tot het bijhouden van het aandelenregister en kan dus aansprakelijk zijn voor deze activiteit op basis van de bestuursverantwoordelijkheid ten aanzien van de Vennootschap op grond van artikel 218 en volgende.¹⁰¹

- 48 Zoals reeds vermeld, bepaalt het PGR dat¹⁰² effecten alleen mogen worden uitgegeven door middel van lidmaatschap indien dit uitdrukkelijk is toegestaan in de specifieke bepalingen van het PGR. Als er effecten worden uitgegeven in strijd met een dergelijke bepaling, zijn ze volgens het effectenrecht ongeldig. Met betrekking tot de rechten van de oprichter van¹⁰³ een vennootschap¹⁰⁴ worden de overdrachtsbewijzen dus slechts beschouwd als louter bewijskrachtige documenten. Het is echter mogelijk, mits de statuten bepalen dat het oprichtingsfonds van een

⁹⁹ Art 326c PGR. Indien er documenten zijn uitgegeven, moeten deze ook bij de bewaarder worden gedeponerd overeenkomstig artikel 326a, lid 1, van het PGR.

¹⁰⁰ Soort 328 PGR

¹⁰¹ Art. 326b lid 4 PGR; cf. ook paragraaf 66d en paragraaf 66e van de Final Division over PGR. De overdracht van het beheer van het aandelenregister is een delegatie of opdracht van beheerstaken in de zin van artikel 348 van het PGR en een afgevaardigde kan verantwoordelijk worden gesteld voor de *curae in eligendo, instruendo en custodiendo* - zie *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorgans in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, S 163 e.v. (Rz 396 e.v.); zie ook hoofdstuk I.3.1.

¹⁰² Art 150(1) PGR.

¹⁰³ Overeenkomstig artikel 543, lid 1, van het PGR vormen de houders van de rechten van de oprichter van een vestiging het hoogste orgaan ervan.

¹⁰⁴ Privaatrechtelijke instellingen volgens artikel 534 PGR.

vennootschapsgestructureerde instelling wordt opgedeeld in aandelen en dat deze aandeebewijzen als effecten worden uitgegeven naast de rechten van de oprichter.¹⁰⁵ Zo kunnen de statuten, indien wettelijk toegestaan, voorzien in de uitgifte van effecten bij het lidmaatschap; anders mogen geen geëffectiseerde aandelen worden uitgegeven.

Hoewel volgens de statuten uitgegeven aandelencertificaten als effecten moeten worden beschouwd¹⁰⁶, is dit niet het geval bij de uitgifte van certificaten van aandelen in een GmbH. Aandelencertificaten kunnen ook worden uitgegeven voor lidmaatschapsrechten in een GmbH, maar deze worden behandeld als louter bewijskrachtige documenten, tenzij de statuten uitdrukkelijk bepalen dat ze als effecten moeten worden behandeld.¹⁰⁷ Dergelijke bewijsverklaringen zijn onderworpen aan een vrije juridische beoordeling van het bewijs in een zaak die in een rechtszaak is verwickeld.¹⁰⁸

49

50

¹⁰⁵ Zie artikel 540, lid 4, van het PGR.

¹⁰⁶ Cf. artikel 267, lid 1, PGR, artikel 268, lid 4, PGR en artikel 262, lid 4, PGR.

¹⁰⁷ Art 401(3) PGR.

¹⁰⁸ Art 272 ZPO; in het algemeen moet in verband met het recht op toegang tot boeken en de rechterlijke toetsing ook worden verwezen naar art. 1, lid 3, PGR, dat als volgt luidt: *"Indien een bepaling niet aan de wet kan worden ontleend, beslist de rechter volgens het gewoonterecht en, indien een dergelijke bepaling niet bestaat, volgens de regel die hij als wetgever zou vaststellen (vaststelling van het recht)"*. Zelfs als deze Liechtensteinse uniciteit problematisch lijkt in termen van de scheiding der machten, kan een rechter in principe beslissen over het vinden van gerechtigheid volgens een regel die hij als wetgever zou vaststellen.

Dit betekent dat volgens het Liechtensteinse vennootschapsrecht geen verplichting om effecten uit te geven kan worden afgeleid, noch uit bijzondere bepalingen, zoals die welke betrekking hebben op het vennootschapsrecht op aandelen, noch uit algemene bepalingen die van toepassing zijn op rechtspersonen in het algemeen; een dergelijke verplichting kan worden vastgelegd in de statuten.

- 51 Volgens het Zwitserse vennootschapsrecht heeft een aandeelhouder echter, indien er oncertificeerde effecten bestaan, het recht om een bewijs te verkrijgen van zijn recht om over de hem toegewezen effecten te beschikken.¹⁰⁹ Dit recht om dergelijke bewijsstukken af te geven voor gedematerialiseerd lidmaatschap en claimrechten is ook geldig volgens het Liechtensteinse recht.¹¹⁰ Liechtenstein heeft altijd al een volledige dematerialisatie gekend via het PGR, wat betekent dat effecten zonder stukken worden verhandeld. Bijgevolg is het Liechtensteinse rechtstelsel niet noodzakelijkerwijs gebaseerd op de bundeling van individuele effectieve effecten door middel van geïmproviseerde authenticatieconstructies, zoals de uitgifte van een globale of collectieve akte - hoewel een dergelijke structuur ook mogelijk zou zijn.¹¹¹
- 52 Hoewel in het raadplegingsverslag over de TVTG¹¹² ten onrechte werd aangenomen dat er in Liechtenstein geen giraal overdraagbare effecten

¹⁰⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Zwitsers vennootschapsrecht, §43 N 4, N 17 en N 59.

¹¹⁰ Cf. de certificaten in de vorm van bewijsstukken overeenkomstig artikel 326c, lid 6, van het PGR; zie ook hoofdstuk I.3.1.

¹¹¹ Vgl. over de relevante Zwitserse juridische situatie *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Swiss Stock Corporation Law, §43 N 59 ff.

¹¹² Op dit moment nog "VTG".

bestaan en dat deze alleen met de TVTG in het Liechtensteinse rechtssysteem zijn ingevoerd¹¹³, is dit standpunt in het verslag en de motie over de TVTG herzien en gecorrigeerd.¹¹⁴ Naast het PGR is met name de Liechtensteinse belastingwet ook bekend met gedematerialiseerde effecten en giraal overdraagbare effecten.¹¹⁵ Het staatsgerechtshof verklaarde ook al in 1975 dat bijvoorbeeld de rechten van de oprichter van een (privaatrechtelijke) vestiging worden beschouwd als niet-gecertificeerde effecten naar Liechtensteins recht, *“mits zij vermogensbestanddelen bevatten en niet het karakter van effecten hebben”*.¹¹⁶

De rechtsvorm van de (privaatrechtelijke) vestiging die met de inwerkingtreding van het PGR in 1926 werd ingevoerd, kan ook de reden zijn waarom Liechtenstein al bijna 100 jaar vertrouwd is met giraal overdraagbare effecten, aangezien, zoals hierboven uiteengezet, de aandelen van de vestiging juridisch gezien alleen als effecten worden beschouwd als dit uitdrukkelijk in het statuut is vastgelegd.¹¹⁷ Argumentum e contrario, ze moeten anders worden beschouwd als

¹¹³ VnB van de regering betreffende de invoering van een wet inzake transactiesystemen op basis van betrouwbare technologieën (blokketenwet; VT-wet; VTG) van 28 augustus 2018, blz. 7, 81 en 132 e.v. - *“Opdat effecten in een token in een VT-systeem kunnen worden belichaamd en daar zonder omweg via een fysiek certificaat naartoe kunnen worden overgebracht, wordt de rechtsfiguur van de wet inzake giraal overdraagbare effecten in het Liechtensteinse recht ingevoerd en wordt tegelijkertijd het raakvlak tussen het effectenrecht en de VT-wet tot stand gebracht”*. (S 81).

¹¹⁴ BuA 2019/54, blz. 108 e.v. - *“Er zij ook op gewezen dat de rechtsfiguur van de waardewet niet nieuw is voor het Liechtensteinse recht*. (S 109).

¹¹⁵ Vgl. artikel 12, lid 1, onder d), van de richtlijn - *“Niet ter beurse genoteerde effecten, alsmede rechten en vorderingen die niet in effecten zijn gesecuritiseerd [...] moeten volgens de marktwaarde worden gewaardeerd [...]*.

¹¹⁶ StGH 1975/002 van 29.04.1975, ELG 1973, 381.

¹¹⁷ Art. 540, lid 4, PGR; zie kantnotitie 48.

giraal overdraagbare effecten of eigendomsrechten¹¹⁸ die het lidmaatschaps- of vorderingsrecht vertegenwoordigen. In de openbare zitting van het Liechtensteinse parlement van 25/26/27 oktober 2000 over de wijziging van het PGR wordt ook gesteld dat het bij gebrek aan een strikte numerus clausus in de Liechtensteinse effectenwetgeving mogelijk is om wettelijke of contractuele ongecertificeerde effecten uit te geven.¹¹⁹

- 54 Bovendien moet de verklaring dat *"het Liechtensteinse effectenrecht, ongeacht de mogelijkheid om ongecertificeerde effecten uit te geven, relatief sterk is beïnvloed door het idee om een recht te koppelen aan een fysieke informatiedrager (akte) sinds de oorspronkelijke versie van het PGR in 1926 (zie deel 73, lid 1, definitieve afdeling van het PGR)"*¹²⁰, kritisch worden beoordeeld, aangezien Frick al in 1980 verklaarde dat *"de meerderheid van de in Liechtenstein geregistreerde naamloze vennootschappen afzien van de uitgifte van aandelen [...]"*.¹²¹ Ook al is de uitgifte van effecten of aandelen in het bijzonder, zoals in dit hoofdstuk al is uitgelegd, de standaardprocedure voor het PGR. Uit andere bronnen blijkt echter ook dat het Liechtensteinse rechtsstelsel vertrouwd is met giraal overdraagbare effecten,

¹¹⁸ Zie de feitelijke titel - "eigendomsrechten" - van artikel 304 septies van het PGR, dat betrekking heeft op participatiebewijzen die niet-stemgerechtigde aandelen vertegenwoordigen en die in hun concrete codificatievorm gebaseerd zijn op het Zwitserse recht - zie *Binder/Vetter, Der Partizipationsschein - eine Auslegordnung in Lorandi/Staehelin* (Hrsg), *Innovatives Recht, FS für Ivo Schwander*, blz. 275 (blz. 278 e.v.).

¹¹⁹ LTP van 26.10.2000, wijziging van het PGR (nr. 153/1988, verslag van de Commissie en gewijzigd wetsontwerp van 18 september 2000), tweede lezing, S 1991 (met name *Wolff en Frommelt* over artikel 304f PGR).

¹²⁰ BuA 2019/54, p 108.

¹²¹ *Frick, De soorten aandelen onder het Liechtensteinse vennootschapsrecht*, p 80 f.

zoals artikel 1 bis, lid 2, onder b), van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, dat met betrekking tot de uitzondering op het begrip "deposito's" verwijst naar *obligaties of andere gestandaardiseerde en massaal uitgegeven obligaties of niet-gecertificeerde rechten met dezelfde functie*. De wetgever gaat er dus uitdrukkelijk van uit dat gesecuritiseerde rechten, d.w.z. effecten met dezelfde functie, ook zonder certificering, d.w.z. als niet-gecertificeerde rechten, kunnen worden uitgegeven.¹²²

Opgemerkt dient te worden dat het in principe niet mogelijk is om te 55
goeder trouw vorderingen te verwerven, met uitzondering van een¹²³schijnhypothek, een eigendomshypothek op een vordering of een effectisering in effecten (geëffectiseerde vorderingen). Dit betekent dat geëffectiseerde rechten, d.w.z. effecten, te goeder trouw kunnen worden verworven, in tegenstelling tot niet-gecertificeerde rechten of gedematerialiseerde effecten, d.w.z. girale effecten. Aangezien het TVTG de bepalingen van het eigendomsrecht mutatis mutandis toepast, wordt een regeling gecreëerd waarbij de verwerving van giraal overdraagbare effecten - soms in de vorm van symbolische waardepapieren¹²⁴ - ook te goeder trouw wordt beschermd.

¹²² Door een redactionele fout blijft de bovengenoemde wettelijke autoriteit verwijzen naar de WPPG in plaats van naar de Prospectusverordening 2017/1129 of de EER WPPDG; het is voor de prudentiële beoordeling niet van belang als een overdraagbaar effect en dus als een financieel instrument dat het een fysiek document is.

¹²³ § 916, lid 2, ABGB.

¹²⁴ Bij analoge toepassing van de bepalingen van het eigendomsrecht moet altijd vooraf worden gecontroleerd welke rechten op de penning staan. Concreet zal de vraag moeten worden gesteld of deze waarde rechten vertegenwoordigen.

- 56 Met name in verband met penningen die het eigendomsrecht van bepaalde voertuigen vertegenwoordigen, dient te worden opgemerkt dat zij, bij gebrek aan authenticatie, geen goederendocumenten vormen volgens artikel 504, lid 2, SR. Artikel 7, lid 1, van TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 (LGBI 2019.301) is naar analogie gemodelleerd met de bepaling van artikel 504, lid 1, SR en de vervreemding van een penning heeft ook tot gevolg dat het door de penning vertegenwoordigde recht wordt vervreemd. Artikel 7, lid 2, TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, bepaalt dat een persoon die door de vervreemding van de penning verplicht is, ervoor moet zorgen dat de vervreemding van een penning ook gevolgen heeft voor de vervreemding van het op de penning vertegenwoordigde recht en dat er geen sprake is van een concurrerende vervreemding van het vertegenwoordigde recht; er moet dus een juridisch parallellisme zijn tussen de overdracht van de penning en de overdracht van de op de penning vertegenwoordigde rechten.
- 57 Aangezien de bepalingen van het materiële recht bij de interpretatie van het TVTG echter op een functioneel adequate wijze worden toegepast, wordt deze bepaling ook toegepast op de vervreemding van penningen, bij gebrek aan een expliciete bepaling van het tegendeel, die zou afwijken van artikel 504, lid 2, van het Verdrag betreffende de Europese Unie. Dit betekent dat een bonafide ontvanger van een gevaar

Niet alle penningen hoeven noodzakelijkerwijs girale waardepapieren in de zin van § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, te vertegenwoordigen; alleen dergelijke girale waardepapieren die in het register van girale waardepapieren zijn ingeschreven - maar niet alle schuldvorderingen - worden door TVTG op dezelfde wijze behandeld als waardepapieren, en daarom worden de bepalingen van het eigendomsrecht ook analoog toegepast.

voorrang heeft op de bonafide ontvanger van een boekrecht of "goederenrecht" - wat volgens de verklaringen in het TVTG zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/54 in principe gelijkgesteld wordt met een zekerheids- of goedereninstrument in de zin van een functioneel adequate toepassing van de bepalingen van het eigendomsrecht.¹²⁵ Dit proces - door de overheid ook wel synchronisatie genoemd - in artikel 7 lid 2 TVTG zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/93 en de daaruit voortvloeiende verplichtingen gelden uitsluitend voor degene die verplicht is tot het vervreemden van een penning, maar zeggen niets over het te goeder trouw verwerven van de rechten op een object dat door een derde in een penning wordt vertegenwoordigd; de persoon die rechtsgeldig het recht heeft verworven om over een penning te beschikken door middel van een rechtshandeling, maar niet over de rechten die in de penning zijn vertegenwoordigd (bijvoorbeeld op een voorwerp), zal vorderingen tot schadevergoeding kunnen instellen tegen de schuldenaars wegens niet-nakoming of zich uit de overeenkomst kunnen terugtrekken.

Het resultaat lijkt bevredigend, aangezien het stelsel van giraal overdraagbare effecten, die in een symbolische vorm worden weergegeven, is gemodelleerd naar dat van effecten en de bescherming die het eigendomsrecht biedt, is uitgebreid tot deze effecten, naar analogie van de toepassing ervan. Prima vista, echter, deze verordening lijkt alleen van toepassing te zijn op girale effecten in de vorm van penningen volgens TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, en zou klassieke girale effecten zonder de technische uitvoering in een penning ongelijk en dus nadelig behandelen. Uit artikel 81 bis, leden 1 en 4, juncto artikel 81 bis, lid 5,

¹²⁵ Zie BuA 2019/54, p. 204 f.

van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, vloeit echter een verduidelijking voort dat de bepalingen van het eigendomsrecht ook op een functioneel adequate wijze moeten worden toegepast op gewone girale effecten - in de zin van civielrechtelijke of vennootschappelijke girale effecten zoals vorderingen, lidmaatschaps- of mede-eigendomsrechten en eigendomsrechten -, waarbij rekening wordt gehouden met het corresponderende wetgevende materiaal. Het bepaalt dat ongecertificeerde effecten met *dezelfde functie* als effecten kunnen worden uitgegeven of bestaande effecten kunnen worden vervangen door ongecertificeerde effecten met dezelfde functie, op voorwaarde dat dit in overeenstemming is met de documenten van de statuten en de uitgiftevoorwaarden. Bovendien kunnen ongecertificeerde effecten die in het register van girale rechten zijn ingeschreven te goeder trouw worden verworven, hetgeen suggereert dat de in het TVTG gecreëerde regeling naar analogie moet worden toegepast op ongecertificeerde effecten voor ongecertificeerde effecten die niet door penningen worden vertegenwoordigd; de afbakening van ongecertificeerde effecten uit louter vorderingen¹²⁶ wordt dus gemaakt door het speciaal ingevoerde register van girale rechten, dat ook elektronisch en decentraal kan worden bijgehouden en ook kan worden gecombineerd met andere registers zoals het aandelenregister of het aandelenregister in één enkel register. De overdracht van giraal overdraagbare effecten kan alleen plaatsvinden door bijwerking van de inschrijving in het register van giraal overdraagbare effecten.¹²⁷

¹²⁶ Zie hoofdstuk I.3. voor de effectenclausule.

¹²⁷ §§ 81a, lid 1 en lid 4, in samenhang met § 81a, lid 5, van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54; Bundesgesetzbuch 2019/54, blz. 313 e.v.

Vóór de inwerkingtreding van het TVTG was het dus alleen mogelijk om een bona fide verwerving van effecten, maar niet van giraal overdraagbare effecten, vast te stellen. Door de invoering van het abstractieprincipe voor pro memorie-verplichtingen¹²⁸ blijft het echter zo dat zelfs in het geval van een verlopen verbintenistransactie de vervreemdingstransactie effectief blijft en alleen volgens het verrijktingsrecht moet worden afgewikkeld¹²⁹ - zoals in het verleden ook het geval

¹²⁸ BuA 2019/54, p 69.

¹²⁹ Cf. BuA 2019/54, p. 191; het abstractieprincipe dat van toepassing is op de uitzendregels volgens de TVTG kan alleen effectief zijn als een penning iets voorstelt in de zin van het eigendomsrecht, een "res digitalis" - wat niet verondersteld mag worden (zie hoofdstuk I.1) - of als het eigendomsrechtelijk regime ook analoog van toepassing is, zoals in het TVTG algemeen wordt gesteld. In dit geval zou een gebrek aan wortels kunnen worden aangegeven; vanwege het principe van abstractie zou dit echter alleen leiden tot een omkering van de wet op ongerechtvaardigde verrijking (zie hoofdstuk I.4). Dit lijkt streng, aangezien een VT-systeem net zo definitief is als een kernbanksysteem en, vanwege het ontbreken van een reële status, transacties moeten worden verwerkt volgens het verrijktingsrecht en niet volgens het eigendomsrecht, als er een tekortkoming is in de verbintenistransactie of als deze niet effectief is afgewikkeld. Nota bene lijkt hier in de VnB van de regering te zijn verward met betrekking tot de totstandkoming van een wet inzake transactiesystemen op basis van betrouwbare technologieën (blokketenrecht; VT-wet; VTG) van 28.08.2018, blz. 57 f, de vorderingen op grond van het verrijktings- en eigendomsrecht. Een verkoopobject kan worden onderworpen aan een aanduiding van het eigendomsrecht, terwijl de aankoopprijs alleen kan worden toegekend (zie ook de werking van het verbintenissen- en eigendomsrecht ex tunc versus de werking van het verbintenissenrecht ex tunc en de werking van het eigendomsrecht ex nunc - zie ook de correctie in BuA 2019/54, blz. 197). Een discrepantie tussen de nominale juridische situatie en de effectieve invoering van een VT-systeem, zoals vermeld in het VnB zum VTG van 28 augustus 2018, blz. 58, lijkt te kort te zijn in de uitvoering ervan, aangezien dit alleen het geval is als een penning ook

was met vorderingen, aangezien het nooit mogelijk is om een obligatie te gebruiken. Aangezien het abstractiebeginsel echter niet verder reikt dan het TVTG tot de specifiek ingevoerde giraal overdraagbare effecten met dezelfde functie als effecten in § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54, moet ervan worden uitgegaan dat het causaliteitsbeginsel op deze effecten van toepassing blijft en dat zij ook onderworpen zijn aan de bepalingen van het eigendomsrecht.¹³⁰

3.1 Overdracht van waarderechten

- 60 Het PGR voorziet niet in expliciete regels voor de overdracht van dergelijke giraal overdraagbare effecten of andere lidmaatschaps- of schuldrechten die niet gesecuritiseerd zijn. Enkel de voormelde alge-

onderworpen is aan de bepalingen van het materiële recht. Het causaliteitsprincipe zegt op zich niets over de vraag of er een omkering plaatsvindt onder het verrijktingsrecht of het eigendomsrecht, wat soms ook een belangrijk punt van kritiek is op het causaliteitsprincipe - cf. *Honsell, Tradition und Zession - causaal of abstract?*, in FS *Wiegand*, p. 349 (pp. 359 en 369). Het lijkt echter interessant dat het causaliteitsbeginsel van toepassing is op de nieuwe positieve waarde van de rechten in het PGR, zoals gewijzigd bij het TVTG-besluit 2019/93, terwijl het abstractiebeginsel alleen van toepassing is op de symbolische waarde van de rechten in het kader van het TVTG. Zie ook BuA 2019/54, p 69 - *"De onveranderlijkheid van transmissies op VT systemen suggereert het, voor de vervreemding van penningen op basis van het abstractiebeginsel [...]"* - blz. 197 - *"De regering acht de invoering van het abstractiebeginsel voor het TVTG gerechtvaardigd [...]"* - blz. 203 - *"De rei vindicatio, die op een functioneel adequate wijze kan worden toegepast, wordt door het abstractiebeginsel doorbroken en een penning kan niet langer worden geëist, ook al is de verbintenistransactie gebrekkig. De vervreemdingstransactie blijft op zich abstract en zonder causaal verband. Een rugproductie kan alleen juridisch gezien een verrijking zijn"*.

¹³⁰ Zie hoofdstuk I.3.5 en I.4.

mene bepaling van artikel 149, lid 3, van het PGR bepaalt dat de overdracht van een lidmaatschap en de creatie van een beperkt zakelijk recht op dat lidmaatschap kan gebeuren door middel van een schriftelijke overeenkomst, op voorwaarde dat er geen voorkeursrechten of een goedkeuringsplicht van de vennootschapsorganen of de leden zijn. De overdracht door middel van een schriftelijk contract lijkt echter uiterst belemmerend te zijn, vooral met het oog op de blokketentechnologie, en zou de voordelen ervan tenietdoen.

In artikel 245, lid 1, van het PGR mag echter niet uit het oog worden 61
verloren dat de bovengenoemde algemene bepalingen van het PGR lege generales zijn, waarvan wordt afgeweken door afwijkende bepalingen in de titels over vennootschappen, vestigingen en stichtingen. De Stock Corporation Law voorziet precies in een dergelijke bepaling in artikel 322, lid 2, van het PGR, dat als *lex specialis* moet worden beschouwd. Deze bepaling bepaalt dat tussen de inschrijving op aandelen of effecten en de uitgifte van een dergelijke akte de algemene bepalingen van het Wetboek van Verplichtingen, d.w.z. de bepalingen van het Algemeen Burgerlijk Wetboek, in het bijzonder die betreffende de cessie van schuldvorderingen en de overname van een schuld, van toepassing zijn.

Derhalve zijn de overdrachtsbepalingen van de artikelen 1392 en vol- 62
gende van het Oostenrijks burgerlijk wetboek (ABGB) voor de overdracht van giraal overdraagbare effecten relevant. Een cessie is geen abstracte transactie, maar vereist een geldige onderliggende transactie (bijv. aankoop van vorderingen) naast een cessietransactie. In overeenstemming met het principe van scheiding zijn zowel een titel als een

modus vereist voor de overdracht. De causale transactie en de afstotingstransactie vallen meestal samen in het geval van een overdracht, hoewel de overdrachtstransactie regelmatig vrij van vorm is. In de praktijk is het "nauwelijks voorstelbaar" dat¹³¹ dat de formele verplichting van een onderliggende transactie wordt weerspiegeld in de overdrachtsovereenkomst.¹³² Volgens het Liechtensteinse recht, dat gebaseerd is op de Oostenrijkse basis van ontvangst, is voor een overdracht normaal gesproken geen schriftelijke vorm vereist - noch in het geval van een verbintenis, noch in het geval van een vervreemdingstransactie. In overeenstemming met¹³³ Art. 326h PGR is een overdracht door middel van een teken van kracht, waarbij een overdracht van aandelen aan toonder plaatsvindt door inschrijving van een nieuwe eigenaar in het aandelenregister in overeenstemming met Art. 326c PGR.¹³⁴

¹³¹ *Heidinger* in *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.

¹³² *Heidinger* in *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 en 12 f.

¹³³ Dat moet als zodanig worden beschouwd, ook rekening houdend met het feit dat het Liechtensteinse burgerlijk wetboek (ABGB) overdrachten door middel van tekens overeenkomstig § 427 van het Oostenrijkse burgerlijk wetboek (öABGB) niet erkent, omdat de bepaling betreffende het eigendomsrecht daar is ingetrokken. Het Liechtensteinse eigendomsrecht (SR), dat gebaseerd is op het Zwitserse recht, heeft niets vergelijkbaars, maar daaruit kan niet worden afgeleid dat voor de overdracht een schriftelijke vorm overeenkomstig het Zwitserse artikel 165 OR vereist is, aangezien de Oostenrijkse (ABGB) en niet de Zwitserse (OR) rechtsgrondslag met betrekking tot het verbintennisrecht is ontvangen en dus moet worden gebruikt; zie over de akte van overdracht van de *Heidingeropdracht* in *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, par. 18.

¹³⁴ Cf. Art 326h lid 1 en 3 in samenhang met Art 326c lid 2 PGR met betrekking tot aandelen aan toonder.

Een dergelijke overdracht kan worden aangetoond met een document en de eigenaar van een aandeel aan toonder heeft het recht om een dergelijk certificaat, dat louter een bewijsstuk is, bij de bewaarder aan te vragen.¹³⁵ Hieruit volgt dat rechten die voortvloeien uit de positie van een aandeelhouder of als houder van een lidmaatschap en/of claimrechten (boekingsrechten; eigendomsrechten) kunnen worden overgedragen door overdracht en de overhandiging van een fysiek certificaat niet verplicht is. De overdracht of het doen gelden van rechten die voortvloeien uit een aandeelhouderspositie is - met betrekking tot aandelen aan toonder¹³⁶ - afhankelijk van de inschrijving in het aandelenregister dat door een bewaarder wordt bijgehouden.¹³⁷ Zelfs een afgegeven certificaat op grond van artikel 326c, lid 6, van het PGR is slechts

¹³⁵ Art 326c (6) PGR; BuA 69/2012, p. 22.

¹³⁶ Sinds de wijziging van LGBI 2013/067 erkent het PGR geen zuivere aandelen aan toonder meer, aangezien zelfs aandelen aan toonder moeten worden geregistreerd na een ontoereikende MONEYVAL-evaluatie van Liechtenstein om het witwassen van geld of de financiering van terrorisme te voorkomen; zie BuA 2012/69, blz. 5 f.

¹³⁷ Het is de taak van de raad van bestuur om een bewaarder te benoemen (BuA 69/2012, p. 20). Personen die aan een due diligence-onderzoek onderworpen zijn, kunnen als bewaarder worden aangewezen, of personen die in Liechtenstein woonachtig of woonachtig zijn, op voorwaarde dat zij ook een rekening in de EER hebben op naam van de aandeelhouder. Indien een vennootschap een directeur krachtens het handelsrecht of een directeur met een bijzondere statutaire bevoegdheid krachtens artikel 180a, lid 3, van het PGR moet benoemen, is alleen een rekening van de aandeelhouder in de EER vereist (artikel 326b, lid 2 en 3, van het PGR). Hoewel de raad van bestuur zelf verantwoordelijk is voor het bijhouden van het aandelenregister van de aandelen op naam, wordt de bewaarder en de houder van het aandelenregister van de aandelen aan toonder door de wet uitdrukkelijk niet als een orgaan behandeld (cf. de dictie in §§ 66d lid 1 en 66e lid 1 van de Final Division van het PGR en verder

BuA 2012/150, p. 8). Rekening houdend met het feit dat de bewaarder ook wordt benoemd door de vennootschap, vertegenwoordigd door de raad van bestuur (noodzakelijke toewijzing), of door de regionale rechtbank in een niet-contentieuze procedure, en dat de bewaarder in die hoedanigheid ook in het handelsregister moet worden ingeschreven (artikel 326b, lid 4, van het PGR), rijst echter de vraag of een bewaarder ook een functie heeft in een bestuursorgaan in de zin van artikel 326a en volgende van het PGR en als bestuursorgaan verantwoordelijk is voor de zorgvuldige uitoefening van de activiteit als bewaarder. Er zou een overdracht van taken aan de bewaarder kunnen plaatsvinden volgens artikel 348 van het PGR. Een bevoegdheidsdelegatie in overeenstemming met artikel 348 van het PGR wordt gekenmerkt door een drie-eenheid van zorgplichten die hand in hand gaan met de delegatie. Een delegerende instantie dient redelijke zorg te betrachten bij de selectie (culpa in eligendo), bij de instructie (culpa in instruendo) en bij de begeleiding (culpa in custodiendo). De selectie van personen en de instructie om de functie van bewaarder uit te oefenen veroorzaken weinig problemen. Artikel 326i lid 1 PGR regelt echter het toezicht op de bewaarder afzonderlijk en wijst deze taak toe aan de accountants. Deze verdeling van verantwoordelijkheden zou kunnen pleiten tegen het bestaan van een delegatie en dus tegen het feit dat de bewaarder een orgaan is. Uiteindelijk wordt echter aan alle criteria voor een delegatie of delegatie overeenkomstig artikel 348 van het PGR voldaan en een verdeling van verantwoordelijkheden of toewijzing van verantwoordelijkheden aan de accountants sluit het bestaan van een delegatie overeenkomstig artikel 348 van het PGR niet uit. Met name bij de aanwijzing van facultatieve controleorganen in het kader van artikel 199 van het PGR is een verdeling van de verantwoordelijkheden in het geval van delegatie zelfs gebruikelijk (met betrekking tot het toezicht). Dit kan echter niet worden afgeleid uit het wetgevingsvoorstel, ook al is de achtergrond van een dergelijke bevoorrechte behandeling van een bewaarder ten opzichte van een houder van een aandelenregister twijfelachtig en blijft de verschillende behandeling onbegrijpelijk. De benoeming van een bewaarder zelf kan de taak zijn van de raad van bestuur (en dus overdraagbaar), maar niet de activiteit van de bewaarder zelf. De raad van bestuur is het bestuursorgaan van een naamloze vennootschap en er bestaat een vermoeden van bevoegdheid ten gunste van deze vennootschap. De raad van bestuur kan besluiten nemen in alle aangelegenheden die niet door de wet of de statuten zijn voorbehouden aan een ander orgaan, met name de algemene vergadering van

een bewijsstuk en vormt geen afzonderlijk veiligheids- of boekingsrecht.¹³⁸ Los daarvan moet worden opgemerkt dat de overdracht van giraal overdraagbare effecten, evenals de overdracht van effecten, aan verschillende beperkingen kan worden onderworpen, zoals beperkingen op de overdracht van aandelen. Ook moet worden opgemerkt dat de bepalingen van het eigendomsrecht niet van toepassing zijn op giraal overdraagbare effecten. De situatie is anders voor giraal overdraagbare effecten overeenkomstig § 81a van de Final Division van het PGR, die in de loop van het TVTG met ingang van 1 januari 2020 zullen worden ingevoerd en in een giraal effectenregister moeten worden ingeschreven en dus dezelfde functie hebben als effecten.

3.2 Onderhoud van het aandelenregister op een blokketen

Zoals in het vorige hoofdstuk al is besproken, moet met betrekking tot aandelen aan toonder een register van de houders van aandelen in een vennootschap worden bijgehouden door een bewaarder. In het geval

aandeelhouders (zie art. 716 CO en *Vogt*, http://www.rwi.uzh.ch/elt-lst-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html) "*Het management beschrijft de 'vorming, uitvoering en implementatie van het testament' dat dient om het doel van de onderneming te realiseren.* - *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Bezug auf *Seeger*, Die Verantwortung gemäß Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechts, S 86; het is dus gebaseerd op ondernemingsbesluiten. Tegen deze achtergrond kan de bewaardersactiviteit ook worden beschouwd als een zuiver administratieve handeling en niet als beheer, en de bewaarder krachtens artikel 326b PGR is dus, in tegenstelling tot de bewaarder van het aandelenregister krachtens artikel 328 PGR, geen orgaan van de vennootschap. Dit gaat in tegen de vermeende synchronisatie van de aandelenregisters volgens BuA 2012/69, p. 30 aE.

¹³⁸ BuA 69/2012, p 22.

van aandelen op naam moet de vennootschap echter een aandelenregister bijhouden. Dit komt omdat een naamloze vennootschap haar leden ex lege moet kennen.¹³⁹ Ondanks een inconsistente juridische terminologie moet de bewaarder of - indien er geen fysieke effecten aan toonder zijn uitgegeven en dus niet kunnen worden gedeponneerd overeenkomstig artikel 326a PGR - de registerhouder van de aandelen aan toonder niet worden beschouwd als een afzonderlijk orgaan van een naamloze vennootschap. Met betrekking¹⁴⁰ tot het bijhouden van het

¹³⁹ Dit is met name van belang bij het overdragen van "token" eigenvermogensinstrumenten. Op grond van de bepalingen van het vennootschapsrecht kunnen lidmaatschapsrechten alleen worden overgedragen aan personen die bij de onderneming bekend zijn en die daarom door de onderneming worden geïdentificeerd. Dit betekent dat dergelijke penningen alleen kunnen worden overgedragen aan geïdentificeerde portemonnees of adressen (zogenaamde whitelisting solution); er moet technisch gezien voor worden gezorgd dat een lidmaatschapsrecht volgens het vennootschapsrecht in de vorm van een penning alleen kan worden overgedragen aan portemonneeadressen waarvan de geautoriseerde partijen zijn geïdentificeerd. In het geval van schuldbewijzen is de situatie anders, aangezien het burgerlijk recht niet voorschrijft dat een schuldenaar altijd op de hoogte moet zijn van zijn huidige schuldeiser. Indien de schuldenaar niet op de hoogte wordt gesteld van de overdracht van de vordering tegen hem, kan hij alsnog de betaling aan de vorige schuldeiser verrichten met bevrijdende werking (§ 1395 ABGB). Aangezien de handhaving van de rechten van een schuldbewijs echter rechtstreeks via de penning gebeurt, zal een bewustzijn van de overdracht van rechten in de praktijk weinig problemen opleveren (parallel aan het legitimatie- en bevrijdingseffect). Eventuele overdrachtsverboden moeten in acht worden genomen; Liechtenstein heeft de Oostenrijkse bepaling over het bindende karakter van overdrachtsverboden in § 1396a öABGB niet overgenomen.

¹⁴⁰ Art 326b (1) en (4) PGR. Een vermoeden tegen de benoeming van het uitvoerend orgaan is reeds gegeven in § 66d lid 1 en § 66e lid 1 van de Slotakte van het PGR. Cf. in detail FN 137.

aandelenregister voor aandelen op naam is de positie van het bestuur-sorgaan echter duidelijker dan bij het aandelenregister voor aandelen aan toonder.¹⁴¹

Volgens het vennootschapsrecht is een onderneming daarom verplicht 65 haar aandeelhouders te identificeren bij de uitgifte van eigenvermogensinstrumenten.¹⁴² Op grond van artikel 326a lid 2 PGR zijn aandelen aan toonder van beursgenoteerde vennootschappen en fondsen vrijgesteld van de verplichting om aandelen aan toonder bij een bewaarder in bewaring te geven.¹⁴³ Deze moeten alleen in het register worden bewaard overeenkomstig artikel 326c van het PGR; hetzelfde moet gelden voor girale effecten (de *lege lata*), die niet kunnen worden gedeponeerd, maar alleen in het register worden bewaard. In het register dat door de bewaarder wordt bijgehouden, moet voor elk aandeel aan

¹⁴¹ Zie artikel 328, lid 1, van het PGR in verband met lid 66e, lid 1, van de Final Division van het PGR (argument "*als verantwoordelijke instantie van de onderneming*").

¹⁴² Met betrekking tot de vennootschap wordt een persoon als aandeelhouder beschouwd als hij of zij is ingeschreven in het register overeenkomstig artikel 326c, lid 2, PGR of in het aandelenregister overeenkomstig artikel 328, lid 2, PGR.

¹⁴³ Dit pleit ook tegen de orgaanstatus van de bewaarder van aandelen aan toonder, omdat anders de bewaarder of registerhouder van een naamloze vennootschap een orgaan zou zijn, terwijl in het geval van een fonds een dergelijke bewaarder niet nodig zou zijn en er dus ook geen orgaan voor verantwoordelijk zou zijn. In het geval van fondsen moet de bewaring worden uitgevoerd door een afzonderlijke bewaarder die gescheiden is van de beheermaatschappij (artikel 57 e.v. AIFMG; artikel 32 e.v. UCITSG).

toonder de volledige naam, de geboortedatum, de nationaliteit en de woonplaats of de firmanaam en de maatschappelijke zetel van de aandeelhouder, de datum van neerlegging en - indien de bewaarder geen persoon is die krachtens de DDA onderworpen is aan een due diligence-onderzoek - een rekeningverbinding in de EER worden vermeld.¹⁴⁴

- 66 Een naamloze vennootschap moet ook een register bijhouden (aandelenregister) van aandeelhouders op naam, waarin de aandeelhouders moeten worden ingeschreven met hun naam, voornaam, geboortedatum, nationaliteit en woonplaats of bedrijfsnaam en statutaire zetel. De registratie heeft een constitutief effect op de vestiging van het lidmaatschapsrecht in een vennootschap en alleen die aandeelhouders worden aandeelhouders ten opzichte van de vennootschap die in het aandelenregister zijn ingeschreven zodra deze is opgericht (dit geldt in ieder geval voor girale effecten, maar niet voor fysiek uitgegeven certificaten, waarbij het recht onder het certificaat volgt op het recht onder het certificaat en dus ontstaat bij de uitgifte van het certificaat - en niet alleen bij de inschrijving in een register). Een inschrijving in het aandelenregister kan geschieden door middel van een bewijs van overdracht van de aandelen.¹⁴⁵ Overeenkomstig artikel 182, lid 1, PGR moet het aandelenregister door de raad van bestuur worden bijgehouden; aangezien het een intern register van een vennootschap is, is het niet onderworpen aan de publieke opinie en ondanks de declaratoire werking ervan, geldt het weerlegbare vermoeden dat een geregistreerde

¹⁴⁴ Artikel 326 quater, lid 1, van het PGR.

¹⁴⁵ Artikel 328, lid 1 tot en met 3 PGR.

persoon een aandeelhouder is.¹⁴⁶ Dit betekent ook dat lidmaatschapsrechten en rechten op vorderingen in een vennootschap kunnen worden gedematerialiseerd en overgedragen, aangezien niet het effect waarin dergelijke rechten worden aangetoond van belang is, maar de inschrijving in het aandelenregister of het aandelenregister.

In overeenstemming met de Zwitserse wetgeving is de vorm van het aandelenregister niet nader gedefinieerd voor juridisch positivisme. Voor beursgenoteerde ondernemingen is het gebruikelijk dat het aandelenregister op IT-basis wordt bijgehouden; voor kleinere ondernemingen kan het echter ook elektronisch worden bijgehouden.¹⁴⁷ In het Liechtensteinse PGR is daarentegen uitdrukkelijk bepaald dat zowel het aandelenregister als het aandelenregister elektronisch kunnen worden bijgehouden. Het is van essentieel belang dat het aandelenregister elektronisch wordt bijgehouden, dat het te allen tijde leesbaar is en dat het op de zetel van de vennootschap wordt bewaard.¹⁴⁸ 67

¹⁴⁶ *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f en S 183).

¹⁴⁷ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Swiss Stock Corporation Law, §43 N 79; zie ook *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), die erop wijst "dat het aandelenregister gedurende tien jaar na de ontbinding van de AG als "zakelijk document" moet worden bewaard" overeenkomstig artikel 142, lid 1, PGR.

¹⁴⁸ Artikel 326c, lid 4 en 5, van het PGR in samenhang met artikel 1059 van het PGR; artikel 329a, lid 1 en 2, van het PGR in samenhang met artikel 1059 van het PGR; zie artikel 66e, lid 1, 2 en 3, van de definitieve afdeling van het PGR, waarbij valt op te merken dat deze bepalingen opnieuw niet zijn gecoördineerd. Men zou er dus van uitgaan dat de bewaarder van het aandelenregister met betrekking tot aandelen aan toonder dezelfde plichten heeft om het register bij te houden als de raad van bestuur met betrekking tot het bijhouden van het

Daarom moet het mogelijk zijn om het aandelenregister of het aandelenregister in een decentraal register bij te houden, bijvoorbeeld in een blokketen. Er zij op gewezen dat de documenten die voor de inschrijving of registratie vereist zijn, vanwege de verwijzing naar artikel 1059 van het PGR, gedurende tien jaar moeten worden bewaard.¹⁴⁹ De bewaartermijn begint aan het einde van het boekjaar waarin de boekingen of registraties zijn gedaan.¹⁵⁰

- 68 De bepalingen over (elektronische) administratie in Art 326c lid 4 en lid 5 PGR zijn gebaseerd op Art 28 SPV (creatie, bewaring en toegang tot due diligence records) om te voorkomen dat dezelfde gegevens dubbel worden ingevoerd. Opgemerkt dient te worden dat het mogelijk is om via de aandeelhoudersbasis elektronisch registers bij te houden zolang de naleving van de onderliggende documenten wordt gewaarborgd, de registers te allen tijde beschikbaar zijn en leesbaar kunnen worden gemaakt.¹⁵¹ Juridisch gezien is het niet relevant of het elektronisch beheer wordt uitgevoerd in een centrale of gedecentraliseerde databank, en het

aandelenregister. Verschillende wangedrag in verband met het bijhouden van het register overeenkomstig § 66d van de definitieve afdeling van het PGR of in verband met het bijhouden van het aandelenregister worden echter bestraft met administratieve boetes. Deze ongelijke behandeling is niet objectief gerechtvaardigd en is ook in tegenspraak met het in BuA 2012/69, p 30 e.v. beoogde parallelisme. BuA 2013/33, p. 5 verduidelijkt dat het elektronisch bijhouden van het aandelenregister of het aandelenregister niet in strijd is met de vereiste opslag op de statutaire zetel van de vennootschap; indien het aandelenregister elektronisch wordt bijgehouden, wordt het naast de statutaire zetel van de vennootschap ook op andere plaatsen opgeslagen, maar dit is onschadelijk.

¹⁴⁹ Zie BuA 2012/69, p. 23.

¹⁵⁰ Art 1059 (1) en (4) PGR.

¹⁵¹ Cf. BuA 2012/69, S 31 in verband met S 21 e.v. (m.n. S 23) in verband met Art 28 lid 2 SPV.

beheer van de aandeelhouderslijsten in de blokketen en vergelijkbare technologieën is mogelijk. Er zij op gewezen dat het bijhouden van dergelijke gidsen alleen vereist is voor lidmaatschapsrechten, maar niet voor schuldrechten of andere instrumenten dan aandelen of effecten zonder aandelenkarakter.

3.3 Conclusie aandelenregister op de blokketen

Het PGR is sinds de inwerkingtreding ervan vertrouwd met de uitgifte van gedematerialiseerde effecten, de zogenaamde girale effecten. Een verplichting tot uitgifte van effecten kan niet worden afgeleid en daarom kunnen lidmaatschaps- of schuldrechten worden uitgegeven zonder een fysiek certificaat. Dit moet echter in de statuten worden vastgelegd, aangezien in het standaard optionele geval, in ieder geval in het geval van een naamloze vennootschap in de zin van artikel 267, lid 1, PGR, aandeelbewijzen moeten worden uitgegeven, tenzij de statuten anders bepalen. 69

Het PGR bepaalt dat een onderneming haar aandeelhouders moet kennen. In het geval van een naamloze vennootschap moet een aandelenregister van de aandeelhouders worden bijgehouden op naam van de vennootschap en moeten de aandelen aan toonder worden gedeponeerd bij een bewaarder of, indien ze door de bewaarder in de vorm van giraal overdraagbare effecten zijn uitgegeven, als registerhouder worden genoteerd. 70

Overeenkomstig artikel 326c, lid 4, PGR en artikel 329a, lid 1, PGR kunnen de aandelenregisters - zowel het aandelenregister als het aandelenregister - ook elektronisch worden bijgehouden, op voorwaarde dat ze 71

te allen tijde leesbaar zijn. Tegen deze achtergrond kunnen de aandelenregisters ook in de blokketen worden bijgehouden, aangezien het vennootschapsrechtelijk gezien geen verschil maakt of het elektronisch beheer van het register in een centrale of decentrale databank wordt uitgevoerd.

3.4 Effecten vs. effecten volgens MiFID canon

- 72 Indien civielrechtelijke effecten in penningen worden vertegenwoordigd - d.w.z. dat zij als giraal overdraagbare effecten in de boeken zijn opgenomen - en indien de vertegenwoordigde rechten niet individueel worden verhandeld, d.w.z. dat zij op gestandaardiseerde wijze zijn gestructureerd en niet onderworpen zijn aan enige overdraagbaarheidsbeperking, zodat ook kan worden aangenomen dat zij verhandelbaar zijn op de kapitaalmarkt, kan worden aangenomen dat deze (gedematerialiseerde) effecten overdraagbare effecten zijn in de zin van de regelgeving, d.w.z. financiële instrumenten. Het¹⁵² is belangrijk op te merken dat het voor de classificatie als financieel instrument onder het toezichtsrecht irrelevant is of een effect daadwerkelijk is uitgegeven of een giraal effect; hoewel in MiFID II sprake is van effecten, omvat dit ook giraal overdraagbare effecten¹⁵³; onder het civiele effectenrecht heeft dit echter belangrijke gevolgen voor de overdrachtsregels onder het eigendomsrecht, in tegenstelling tot het recht inzake het toezicht op effecten.

¹⁵² Zie voor de definitie van financiële instrumenten in detail Titel II, hoofdstuk II.2.3.

¹⁵³ Zie ook artikel 3 van de CSDR met betrekking tot het beheer van bijvoorbeeld girale effecten.

Het is dus niet alleen mogelijk om civielrechtelijke giraal overdraagbare effecten in penningen te vertegenwoordigen, maar deze kunnen ook worden gekwalificeerd als financiële instrumenten voor regelgevingsdoeleinden; penningen kunnen dus ook financiële instrumenten vertegenwoordigen. Financiële instrumenten die in de vorm van penningen worden uitgegeven, worden traditioneel in de boeken bijgehouden en kunnen dezelfde rechten vertegenwoordigen als conventionele financiële instrumenten. Het principe van "*Substance over Form*" is hier van toepassing, en tokenisatie maakt alleen een aparte vorm van (technische) overdraagbaarheid mogelijk.¹⁵⁴ 73

De zuiver technische weergave in de penning heeft geen invloed op de juridische status als civielrechtelijk waardepapier (zekerheid) of reglementair financieel instrument (overdraagbaar waardepapier of waardepapier). Zelfs een beperkte overdraagbaarheid van een boekrecht, waardoor het bestaan van een financieel instrument wordt uitgesloten, zal niet leiden tot een andere beoordeling van de regelgeving door middel van penningen, op voorwaarde dat de beperking op een technisch correcte manier is uitgevoerd; in het beste geval rijst de vraag naar de economische betekenis van het weergeven van dergelijke rechten in 74

¹⁵⁴ Cf. BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 met verwijzing naar ESMA, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html, ook al lijkt het artikel zelf het aangehaalde principe verkeerd te beoordelen en de penningen als effecten (recte Wertrechte) sui generis te classificeren, hoewel de penningen als technische laag of container vanuit zuiver juridisch oogpunt niets toevoegen aan het vertegenwoordigde recht. Verder zou ook de benadering waarbij het recht dat in een penning wordt weergegeven - zonder dat er sprake is van letsel - het recht in de penning volgt, volledig onjuist zijn (NB: de BaFin accepteert dit niet).

penningen. Ook met betrekking tot de standaardisering moet de toezichhoudende beoordeling gebaseerd zijn op de civielrechtelijke structuur van de wet en de standaardisering wordt niet automatisch bereikt door de technische vertegenwoordiging in penningen, aangezien geïndividualiseerde rechten (bijvoorbeeld het eigendomsrecht van een specifiek voorwerp en dus een specifieke verplichting) nog steeds kunnen worden weergegeven in de penningen in plaats van fungibele rechten die zijn gedefinieerd op basis van soort, omvang en kwaliteit (generieke kenmerken; fungibele voorwerpen).¹⁵⁵

- 75 Met betrekking tot het criterium van de verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt dat vereist is voor financiële instrumenten overeenkomstig bijlage I, deel C, van MiFID II, wordt er regelmatig van uitgegaan dat dit het geval is voor gemerkte financiële instrumenten - tenzij dit technisch onmogelijk is. Momenteel is de enige zuiver feitelijke belemmering dat er in Liechtenstein nog geen handelsplatformen voor symbolische financiële instrumenten zijn, en nauwelijks georganiseerde handelsplatformen voor symbolische financiële instrumenten in de EU

¹⁵⁵ Cf. hoofdstuk I.1.1 de vertegenwoordiging van een eenheid of generieke schuld in de penning en dus met betrekking tot individualisering of standaardisering.

of de EER.¹⁵⁶ Het gebrek aan georganiseerde kapitaalmarkten¹⁵⁷ voor gemerkte financiële instrumenten kan echter niet uitsluiten dat de verhandelbaarheid van financiële instrumenten vereist is, aangezien een dergelijke verhandelbaarheid buiten de georganiseerde kapitaalmarkten (gereguleerde markt, MTF, OTF) ook kan worden vastgesteld door middel van handel buiten de beurs (bijvoorbeeld OTC-transacties op een DEX). Op voorwaarde dat de verhandelbaarheid niet technologisch is uitgesloten, kan worden aangenomen dat er reeds sprake is van verhandelbaarheid bij de primaire uitgifte van symbolische financiële instrumenten; anders zou er soms een toezichtvergunning nodig zijn vanaf een onbepaald tijdstip en zou de FMA of de nationale toezichthoudende autoriteit haar toezichtactiviteiten niet in overeenstemming met de bepalingen kunnen uitoefenen.¹⁵⁸ Zoals uiteengezet in hoofdstuk 3.2, moet worden opgemerkt dat bij de technische uitvoering van

¹⁵⁶ Volgens de website en het register van de Liechtensteinse FMA is er vanaf 17.8.2019 geen gereguleerde markt, MTF of OTF meer in Liechtenstein, <https://www.fma.li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, toegankelijk op 15.9.2019, 16:36; de in het Verenigd Koninkrijk gevestigde LDX (London Derivatives Exchange) heeft een vergunning van de Financial Conduct Authority om bepaalde beleggingsdiensten met betrekking tot financiële instrumenten te verrichten, https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, toegankelijk op 15.9.2019, 16:36, waarbij het bedrijfsmodel volgens de onderneming verwijst naar "tokenised financial products", <https://london-don.com/about/>, toegankelijk op 15.9.2019, 16:36.

¹⁵⁷ Voor de definitie van (georganiseerde) kapitaalmarkten, zie titel II, hoofdstuk II.2.3.1b

¹⁵⁸ Zie voor penningen als financiële instrumenten titel II, hoofdstuk II.2.3II.2.3.5, en voor specifieke vragen ook II.2.2.2; zie voor gedecentraliseerde handelsplaatsen (DEX) titel II, hoofdstuk IIII.2.5 samenhang met hoofdstuk II.2.4.

de overdraagbaarheid van de symbolische lidmaatschapsrechten rekening wordt gehouden met een zogenaamd "whitelisting"-mechanisme, waarbij de symbolische aandelenrechten alleen kunnen worden overgedragen aan adressen waarvan de bevoegde personen zijn geïdentificeerd, aangezien het vennootschapsrecht voorschrijft dat een onderneming haar leden kent.

3.5 Schenking en zuiver naampapier in de vorm van penningen

- 76 De overdracht van een zekerheid aan de eigenaar gebeurt over het algemeen door middel van een schriftelijk contract en de overdracht van de zekerheid.¹⁵⁹ Deze bepaling is van toepassing op effecten op naam¹⁶⁰, orderpapieren¹⁶¹ en effecten aan toonder.¹⁶² Er zij echter op gewezen dat het zakelijk recht betrekking heeft op het fysieke papier, het veiligheidscertificaat.¹⁶³ Deze bepalingen¹⁶⁴ zijn dus alleen van toepassing op gesecuritiseerde lidmaatschaps- en schuldrechten. De algemene bepalingen van het PGR bevatten echter ook een schriftelijke eis voor de overdracht van lidmaatschaps- en schuldrechten, op voorwaarde dat er geen effecten zijn uitgegeven met betrekking tot dergelijke rechten.¹⁶⁵ De Stock Corporation Act voorziet echter in een bijzondere

¹⁵⁹ § § 75, lid 1, van de definitieve afdeling van het PGR.

¹⁶⁰ §§§ 82 e.v. van de Final Division over het PGR.

¹⁶¹ § § 87 e.v. van het laatste deel van het PGR.

¹⁶² §§§ 95 e.v. van de Final Division van de PGR.

¹⁶³ Zie hoofdstuk I.3.1.

¹⁶⁴ § § 75, lid 1, en § 82 van de definitieve afdeling van het PGR. in samenhang met artikel 322, lid 2, van het PGR.

¹⁶⁵ Artikel 149, lid 3, van het PGR.

bepaling waarbij de rechtsverhouding tussen de inschrijver en de Vennootschap tot aan de uitgifte van de effecten wordt beheerst door het verbintenisrecht. Dergelijke giraal overdraagbare effecten kunnen dus worden toegewezen zonder dat er een schriftelijke vorm nodig is in een verbintenis- of afstotingstransactie - door middel van overdracht door middel van een handtekening.¹⁶⁶ Bij gebrek aan een zakelijke aanknopingspunt kunnen echter geen vorderingen op grond van het eigendomsrecht worden ingesteld tegen dergelijke giraal overdraagbare effecten. De zogenaamde functioneel adequate toepasselijkheid van de eigendomsrechtelijke bepalingen op penningen houdt in het TVTG rekening met deze omstandigheid.¹⁶⁷ Waardepapieren zijn dus niet onderworpen aan de reglementering van de effecten.

Waardepapieren die op bestelling worden gemaakt, moeten worden overgedragen door middel van goedkeuring. Een bekrachtiging heeft het effect van een verklaring van cessie op de akte. De bekrachtiging is 77

¹⁶⁶ Artikel 322, lid 2, van het PGR als *lex specialis* van artikel 149, lid 3, van het PGR; zie hoofdstuk I.3.1; de bepalingen inzake effecten in het laatste deel van het PGR hebben voorrang op de bepalingen van het vennootschapsrecht op aandelen (zie artikel 149, lid 3, van het PGR). De invoering van bepalingen inzake giraal overdraagbare effecten in § 81a van de Final Division van het PGR, zoals gewijzigd bij de federale wet op de particuliere televisie van 2019/54, lijkt een dogmatische breuk met het TVTG, aangezien de eigendomsrechten voor het eerst onder de bepalingen inzake effecten worden geregeld. Voor deze bepaling is echter geen schriftelijke overeenkomst nodig om het recht op het inbrengen van boeken later over te dragen.

¹⁶⁷ Cf. bijvoorbeeld BuA 2019/54, S 126 of artikel 81a, lid 4, van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54.

dus een overdracht of afgifte van een nota.¹⁶⁸ Instrumenten die op bestelling worden opgemaakt zijn op naam van een rechthebbende en worden ook op bestelling opgemaakt, zodat een schuldenaar de betaling aan de persoon die op bestelling is opgemaakt of in de aantekening is vermeld, kan verrichten met een schuldbevrijdend effect. Zonder rekening te houden met het verschil tussen een order en echte effecten op naam, verklaart *Layr/Marxer dat*¹⁶⁹ een goedkeuring vereist is voor de overdracht van aandelen op naam. Blijkbaar is over het hoofd gezien dat effecten op naam alleen in geval van twijfel - d.w.z. in de beschikkingsregel, maar niet noodzakelijkerwijs - als orderpapieren kunnen worden beschouwd, tenzij de statuten anders bepalen. Indien er echter statutair zuivere of echte aandelen op naam worden uitgegeven, is de overdrachtsvereiste van een aantekening, die alleen is voorzien voor orderpapieren, niet van toepassing.¹⁷⁰

- 78 Volgens de statuten is het dus mogelijk om aandelen op naam uit te geven als echte aandelen op naam, de zogenaamde "recta shares" of "recta papers", die in gedematerialiseerde vorm kunnen worden toegerekend.¹⁷¹ Zoals reeds uiteengezet zijn effecten, in tegenstelling tot girale effecten, alleen overdraagbaar door middel van een schriftelijke overeenkomst en daadwerkelijke levering; girale effecten daarentegen kunnen worden overgedragen zonder dat een schriftelijke overeenkomst

¹⁶⁸ § § 75 lid 2 in samenhang met § 76 lid 1 van de Eindafdeling van het PGR; zie ook § 94 lid 1 van de Eindafdeling van het PGR.

¹⁶⁹ *Layr/Marxer*, Legal nature and transfer of "tokens" from a Liechtenstein perspective, LJZ 1/19, blz. 11 (16).

¹⁷⁰ Artikel 327, lid 1, van het PGR. Zie ook artikel 974 CO voor het onderscheid tussen een geregistreerd effect en een orderbeveiliging naar Zwitsers recht.

¹⁷¹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Zwitsers vennootschapsrecht, §43 N 34 e.v.; zie ook BuA 2019/54, p 119, over de echte geregistreerde effecten.

nodig is.¹⁷² Bijgevolg rijst niet de vraag of penningen orderpapieren kunnen vormen en hoe een bekrachtiging hier moet gebeuren; bij gebrek aan een effectisering in een akte zijn dergelijke giraal overdraagbare effecten geen effecten en voldoen ze dus niet aan de bepalingen inzake vormvereisten, zoals een schriftelijke overeenkomst of bekrachtiging.

De verklaring in het verslag en de motie over de TVTG¹⁷³, volgens 79 welke aandelen op naam ook in de toekomst in de vorm van giraal overdraagbare effecten kunnen worden uitgegeven, mist dan ook belangrijke nieuwe inzichten, aangezien dit tot nu toe ook onder het Liechtensteinse recht mogelijk was. Het is echter essentieel dat in de toekomst aandelen op naam, evenals andere lidmaatschaps- of schuldrechten, kunnen worden uitgegeven als on gecertificeerde effecten met dezelfde functie als effecten. De regeling van deze giraal overdraagbare effecten overeenkomstig § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93 onder het hoofdstuk over effecten, is dan ook dogmatisch en welkom. Dienovereenkomstig wordt in het wetgevend materiaal ook verduidelijkt dat *"in geval van een overdracht van een giraal overdrachtsrecht dat als een order-*

¹⁷² Cf. over de mogelijkheid om het lidmaatschap over te dragen of rechten te claimen die in de boeken worden bewaard (in de vorm van penningen) *Layr/Marxer*, juridische aard en overdracht van "penningen" vanuit het oogpunt van Liechtenstein, LJZ 1/19, blz. 11 (16). In het geval van een technische weergave van een lidmaatschaps- of vorderingsrecht (waarde- of eigendomsrecht) dat in het boek wordt bewaard in een penning, kan de rechtsgeldige overdracht worden uitgevoerd door de overdracht van de penning.

¹⁷³ BuA 2019/54, p 119.

besluit wordt beschouwd, de inschrijving in het register van giraal overdraagbare effecten alle gevolgen van een bekrachtiging heeft".¹⁷⁴ Bovendien moet de gelijke behandeling van effecten en rechten met dezelfde functie als effecten (giraal overdraagbare effecten die vorderingen, lidmaatschapsrechten of eigendomsrechten vertegenwoordigen) worden toegejuicht, aangezien dit betekent dat de bepalingen van het eigendomsrecht, met verwijzing naar het wetgevend materiaal op het TVTG en PGR zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/54, over het algemeen op functioneel adequate wijze worden toegepast op giraal overdraagbare effecten. Tegelijkertijd is het resultaat voor giraal overdraagbare effecten volgens TVTG streng vanwege de afwijking van het causaliteitsprincipe naar het onthoudingsprincipe, aangezien de penning niet kan worden geïndexeerd in het geval van een gebrekkige verbintenistransactie - dit leidt alleen maar tot een omgekeerde transactie op grond van het jurisdictiegeschilrecht, zoals anders ook het geval zou zijn bij vorderingen.¹⁷⁵ De bonafide ontvanger van een product heeft echter altijd voorrang op de bonafide ontvanger van een product-document of -recht.¹⁷⁶ Bovendien bestaat de mogelijkheid om ongecertificeerde effecten uit te geven volgens het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, met dezelfde functie als effecten, die nog steeds onderworpen zijn aan de civielrechtelijke orde van het causaliteitsbeginsel.¹⁷⁷

¹⁷⁴ BuA 2019/54, p 119.

¹⁷⁵ BuA 2019/54, p. 203; zie ook de hoofdstukken I.3 en I.4.

¹⁷⁶ Art 504 lid 2 SR.

¹⁷⁷ Zie het volgende hoofdstuk I.4 meer details.

4. **Civielrechtelijke indeling van penningen in het kader van de Liechtensteinse "Blokketenwet" (TVTG)**

Zoals aan het begin van hoofdstuk 1 al kort werd opgemerkt, vertegenwoordigen penningen geen voorwerpen volgens het Liechtensteinse eigendomsrecht; volgens deze afspraak is er geen "res digitalis".¹⁷⁸ 80

De TVTG, zoals gewijzigd bij de federale omroepwet 2019/54, bepaalt dat volgens deze wet de bepalingen van het eigendomsrecht op functioneel adequate wijze, d.w.z. naar analogie, maar niet op equivalente wijze, moeten worden toegepast op de civielrechtelijke omroepvoorschriften.¹⁷⁹ Een ding mag niet direct in een penning worden weergegeven, maar het TVTG bepaalt dat het zakelijk recht op een ding kan worden geabstraheerd of onttrokken en in een penning kan worden weergegeven - of het zakelijk recht om afstand te doen als gevolg van het volledige eigendomsrecht kan in de penning worden weergegeven.¹⁸⁰ Dit heeft tot gevolg dat penningen ook te goeder trouw kunnen worden verworven.¹⁸¹ Bij het te goeder trouw verwerven van een penning, die een eigendomsrecht - bijvoorbeeld van een goed - vertegenwoordigt, moet artikel 504 SR echter nog steeds in acht worden genomen, aangezien een dergelijke penning in feite overeenkomt met een handelsdocument; bijgevolg heeft de bonafide verkrijger van het goed voorrang op de bonafide verkrijger van de penning.¹⁸² 81

¹⁷⁸ Opmerking: Neo-Latijnse woordcreatie voor "digitaal ding".

¹⁷⁹ BuA 2019/54, S 126, 166, 184 tot 186, 197, 202, 203 en 210.

¹⁸⁰ BuA 2019/54, p. 184.

¹⁸¹ Zie BuA 2019/54, p. 210.

¹⁸² Zie ook hoofdstuk I.1.2 over het onderscheid tussen een grondstofinstrument en een financieel instrument; alleen door middel van een depositoregeling of

- 82 Bovendien zou de functioneel adequate toepassing van de bepalingen van het eigendomsrecht op de opdracht tot overdracht van penningen er in principe toe leiden dat een penning toegankelijk wordt gemaakt voor het eigendomsrecht indien de verbintenistransactie om welke reden dan ook gebrekkig zou zijn of zou ophouden te bestaan. De toepasselijkheid van de *Rei Vindicatio* op giraal overdraagbare effecten in de vorm van penningen volgens de TVTG wordt echter geblokkeerd door het feit dat het causaliteitsbeginsel - dat in Liechtenstein geldt - is losgelaten voor de uitzendorder van penningen volgens de TVTG en dat het beginsel van onthouding nu wordt toegepast op deze civielrechtelijke uitzendorder van penningen volgens de TVTG.¹⁸³
- 83 In dit verband kan uit het juridische materiaal van de TVTG het volgende worden afgeleid: *"De regering is van mening dat het juist is dat het*

een vertegenwoordiging van het recht op een specifiek onderdeel van een grondstof kan prudentiële standaardisering (van een grondstofvordering; in het geval van een massale uitgifte van dergelijke penningen) worden voorkomen en kan bijgevolg worden voorkomen dat deze penningen voor prudentiële doeleinden als een financieel instrument worden aangemerkt (met de bijkomende aanwezigheid van overdraagbaarheid en verhandelbaarheid); cf. over de samenstellende delen van effecten als financiële instrumenten Titel II, hoofdstuk II.2.3; NB: (elektronische) vouchers die door een emittent worden uitgegeven voor de aankoop van goederen of diensten vormen normaliter geen effecten indien zij als betalingsinstrumenten worden behandeld, hetgeen het bestaan van een financieel instrument uitsluit (zie artikel 3a, lid 1, nr. 42 van de bankwet en artikel 4, lid 1, nr. 44 van de MiFID II); Tegelijkertijd vallen dergelijke vouchers echter ook grotendeels buiten het toepassingsgebied van de PSD II of de ZDG in het standaardgeval, aangezien de gebiedsuitzondering van beperkte netwerken van toepassing is (overweging 14 van de PSD II; sinds de inwerkingtreding van de PSD moet de uitzondering echter aan de nationale toezichthoudende autoriteit worden gemeld en gerechtvaardigd zijn - artikel 37 van de PSD II).

¹⁸³ BuA 2019/54, S 197 en 203

Liechtensteinse eigendomsrecht het abstractiebeginsel niet erkent, maar dat zowel de verplichting als de vervreemdingstransacties juridisch gezien effectief moeten zijn om een vervreemding op basis van het causaliteitsbeginsel tot stand te brengen. Indien echter het causaliteitsbeginsel wordt gevolgd, zou de transactie in het kader van het eigendomsrecht (ex tunc) moeten worden teruggedraaid en zou de penning, die onderworpen is aan een bevel waarop het eigendomsrecht functioneel gezien adequaat van toepassing is, kunnen worden geïndexeerd, hetgeen in strijd zou zijn met de VT-systemen en in het bijzonder met de finaliteit ervan. Door middel van het abstractieprincipe kan echter alleen een verrijgingsclaim ex nunc worden ingediend en staat men bloot aan het algemene faillissementsrisico. Dit zou echter ook vergelijkbaar zijn met een overschrijving van een geldbedrag via een bank. Door het ontbreken van een eigendomsrechtelijke status van geld kan dit niet worden teruggedraaid onder het eigendomsrecht, maar wordt een omgekeerde transactie onder het verrijgingsrecht uitgevoerd; de transacties worden ook niet verwijderd of teruggedraaid uit het kernbanksysteem.¹⁸⁴

Dit moet in wezen worden onderschreven. In het consultatierapport over de VTG was dit onderscheidend vermogen nog niet zo duidelijk afgebakend en is het nog steeds dogmatisch onduidelijk.¹⁸⁵ Indien men 84

¹⁸⁴ BuA 2019/54, p. 197.

¹⁸⁵ Cf. de opmerkingen in de VnB van de regering over de VTG van 28.08.2018, blz. 57 f: "De verhouding tussen de verbintenis en de vervreemdingstransactie kan ofwel zodanig worden geregeld dat de vervreemding geen effect heeft zonder een effectieve onderliggende transactie (het causaliteitsbeginsel is bijvoorbeeld van toepassing in het Zwitserse recht inzake roerende en onroerende goederen en in het Oostenrijkse recht), ofwel dat de vervreemding ook effect heeft zonder een effectieve onderliggende transactie (het abstractiebeginsel, dat door het Duitse burgerlijk wetboek wordt gevolgd). De praktische betekenis van beide systemen mag niet worden overschat. Als de onderliggende

van mening zou zijn dat de invoering van het abstractiebeginsel de onderneming in geval van faillissement - in geval van ongeldigheid van de verbintenistransactie - in een slechtere positie zou brengen, aangezien het alleen mogelijk zou zijn om de transactie volgens het recht van ongerechtvaardigde verrijking terug te draaien en een schuldeiser dus naar het quotum volgens het faillissementsrecht zou worden verwezen,

transactie ongeldig is, kunnen de gevolgen van de vervreemding in beide gevallen niet definitief zijn. Indien het abstractiebeginsel van toepassing is, wordt de afrekening gemaakt volgens de beginselen van het verrijgingsrecht, terwijl in het geval van het causaliteitsbeginsel de afrekening wordt behandeld alsof deze niet heeft plaatsgevonden. De verschillen tussen het causaliteitsbeginsel en het abstractiebeginsel worden verder gelineerd door het feit dat de nietigheidsgronden zowel de verplichting als de vervreemdingstransactie kunnen omvatten (de zogenaamde fout-identiteit). Het verschil is met name van belang in het geval van het faillissement van de overnemer, omdat de partij die de activa zonder reden van de hand doet, op grond van het abstracte principe alleen een vordering tot verrijking van de failliete boedel heeft en dus het risico van insolventie van de overnemer draagt. De onveranderlijkheid van overdrachten op VT-systemen suggereert dat het beginsel van abstractie moet worden toegepast op de vervreemding van penningen, d.w.z. dat deze als doeltreffend moeten worden beschouwd, zelfs indien een effectieve verbintenistransactie niet is aangegaan (bv. wegens onwetzigheid) of later heeft opgehouden te bestaan (bv. wegens betwisting als gevolg van een fout). Het causaliteitsbeginsel zou in dit geval leiden tot een discrepantie tussen de nominale rechtssituatie en de feitelijke omstandigheden die in het VT-systeem zijn gedocumenteerd. Dit betekent niet dat de vervreemding definitief is, maar alleen dat deze volgens de regels van het verrijgingsrecht moet worden teruggedraaid door de onterecht verrijkte verkrijger die de penningen door middel van een nieuw overdrachtsproces aan de ongegronde vervreemder overdraagt (of, indien nodig, door een gerechtelijke uitspraak gedwongen wordt dit te doen). In tegenstelling tot deze opvatting, die in de VnB op de VTG is vertegenwoordigd en in het Duitse begrotingsblad 2019/54 op de TVTG is gecorrigeerd, zou het causaliteitsbeginsel ook moeten worden toegepast op het verrijgingsrecht indien de effectentransactie zou worden stopgezet, op voorwaarde dat een penning niet wordt behandeld in het kader van het eigendomsrecht, hetgeen in overeenstemming is met de juridische situatie vóór de TVTG.

zou dit moeten worden tegengegaan door het feit dat een dergelijke overweging niet voldoende zou zijn, aangezien het beginsel van het oorzakelijk verband alleen een rechtvaardiging in het geval van een voorwerp toelaat; anderzijds moeten vorderingen altijd worden teruggedraaid volgens het recht van ongerechtvaardigde verrijking. Dit is niet alleen relevant in verband met geldvorderingen, maar er zij op gewezen dat penningen die girale effecten of girale effecten in het algemeen vertegenwoordigen (althans volgens de juridische situatie vóór de inwerkingtreding van het TVTG) alleen vorderingen vertegenwoordigen en derhalve alleen op grond van het verrijgingsrecht zouden moeten worden teruggedraaid als er sprake is van een tekortkoming in de titeltransactie. In feite leidt dit niet tot een slechtere positie in een faillissement als gevolg van het abstractiebeginsel, aangezien reeds volgens het causaliteitsbeginsel vorderingen alleen kunnen worden teruggedraaid op grond van het verrijgingsrecht als de onderliggende transactie ophoudt te bestaan.¹⁸⁶

Met betrekking tot een ontbinding volgens het recht van ongerechtvaardigde verrijking moet een onderscheid worden gemaakt tussen een ontbinding *ex tunc* volgens het verbintenissenrecht en het eigendomsrecht, of *ex tunc* volgens het verbintenissenrecht en *ex nunc* volgens het eigendomsrecht.¹⁸⁷ Dit hangt nauw samen met de beoordeling welke *condictio sine causa* daadwerkelijk wordt toegepast - *condictio* 85

¹⁸⁶ Zie hoofdstuk I.3 FN 129.

¹⁸⁷ Dit heeft betrekking op de verplichting uit hoofde van het verbintenissenrecht en de zakelijke transactie.

sine causa¹⁸⁸ volgens § 877 ABGB, *condictio indebiti*¹⁸⁹ volgens § 1431 ABGB, *condictio ob causam finitam* (*condictio causa finita*)¹⁹⁰ of *condictio causa data causa non secuta*¹⁹¹, die beide worden geregeld in § 1435 ABGB (deze laatste *condictio* is echter alleen naar analogie aan deze bepaling ontleend).

4.1 Waarde rechten volgens TVTG (abstractieprincipe) en PGR (causaliteitsprincipe)

- 86 Opmerkelijk is dat, ook al was dit niet bijzonder gericht op het wetgevend materiaal, de girale effecten rechten zijn die dezelfde functie hebben als effecten in de zin van artikel 81a van de Final Division van het

¹⁸⁸ De *condictio sine causa* verwijst, zoals de naam al aangeeft, naar de terugvordering van diensten op basis van een contract dat is aangevochten wegens gebrek aan wil, en daarom moet het contract overeenkomstig het verbintenis- en eigendomsrecht *ex tunc* worden teruggedraaid (terugvordering wegens het wegvallen van de *causa/causuletransactie*). Cf. *Pletzer in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, alinea 2. Het *condictio sine causa* kan concurreren met het *condictio indebiti*, *condictio causa data causa non secuta*, de eigendomsvordering en met schadeclaims - zie *idem*, alinea 24 mwN.

¹⁸⁹ De *condictio indebiti* regelt het terugdraaien van een contract na de betaling van een niet-bindende schuld; een *condictio* crediteur doet een betaling met het oog op de nakoming van een obligatie, die niet bestaat, wat resulteert in betaling zonder wettelijke gronden. Zie *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

¹⁹⁰ Het *condictio causa finita* regelt het geval van de latere staking van een aansprakelijkheid, waarbij een *ex tunc*-effect volgens het verbintenisrecht en *ex nunc*-effect volgens het vermogensrecht van toepassing is (bijvoorbeeld in het geval van omzetting, prijsvermindering of intrekking). Zie *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 en § 1435, Rz 1 f.

¹⁹¹ Ook *condictio ob rem* (*dati re non secuta*) of *condictio ob causam datorum*, dat gericht is op het terugdraaien van uitkeringen die niet voor het beoogde doel zijn gebruikt.

PGR, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 of BuA 2019/93. Naast hun functie als bewijsvoering, bevrijding, legitimatie en transport, hebben de effecten van boekentry dus ook een verkeersbeschermingsfunctie.¹⁹²

Dit is ook expliciet door de wetgever gestandaardiseerd in § 81a lid 5 87 van de Final Division van het PGR zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/93: *"Iedereen die te goeder trouw giraal overdraagbare effecten of rechten op giraal overdraagbare effecten verwerft van de persoon die in het register van giraal overdraagbare effecten is ingeschreven, is bij zijn of haar verwerving beschermd, zelfs als de verkoper niet gemachtigd was om de giraal overdraagbare effecten te vervreemden.* In ruil voor louter schuldrechten voorziet het effectenrecht in de verwerving van effecten of de rechten die deze te goeder trouw vertegenwoordigen in het kader van de marktbeschermingsfunctie, aangezien het geëffectiseerde recht het recht op papier en dus de regels van het eigendomsrecht volgt.¹⁹³ Boekbewijzen overeenkomstig § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54, hebben deze functie ook, maar *"[in het geval van boekbewijzen] vervangt de inschrijving in het register van boekbewijzen de eigendom van het certificaat. Een verkrijger die te goeder trouw van de in het register van giraal overdraagbare effecten ingeschreven persoon verwerft, moet bij zijn of haar verwerving worden be-*

¹⁹² De algemene bepalingen van het effectenrecht in § 73 e.v. van de Final Division van het PGR moeten op gelijke wijze worden toegepast op de nieuw ingevoerde giraal overdraagbare effecten; met name de eigendomsoverdracht in § 75 leg cit is in dit verband van belang.

¹⁹³ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p. 97; zie ook hoofdstuk I.2.3.

scherm, zelfs indien deze persoon niet gemachtigd was om over de materieel-rechtelijke rechten te beschikken".¹⁹⁴ Het aforisme "het recht op papier volgt op het recht op papier"¹⁹⁵ geldt dus, in overeenkomstige wijziging, ook voor de giraal overdraagbare effecten die in het kader van BA 2019/54 zijn gecreëerd; het recht op het boek volgt op het "recht op het boek", waarbij het giraal overdraagbare effectenregister of de inschrijving in het register een overeenkomstig reëel karakter heeft. Met de inschrijving van een recht in een dergelijk register van boekingsrechten is "een bestaand claim- of lidmaatschapsrecht onderworpen aan de legitimatie- en overdrachtsregels van de wet van waarde". In functionele termen is de inschrijving in het register van de boekingsrechten het equivalent van de overdracht van het certificaat [...].¹⁹⁶ Dit betekent ook dat de nieuwe in het PGR gecodificeerde giraal overdraagbare effecten onderworpen moeten worden aan de overdrachtsregels van het eigendomsrecht, aangezien verwezen wordt naar de overdrachtsregels van het waarderecht. De overdrachtsregels in het waarderecht zijn dezelfde als de overdrachtsregels in het effectenrecht, aangezien in het juridische materiaal staat dat giraal overdraagbare effecten rechten zijn met dezelfde functie als effecten. Daarom is de transportfunctie van dergelijke giraal overdraagbare effecten volgens het PGR, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 en BuA 2019/93, ook van toepassing op dergelijke giraal overdraagbare effecten, waarbij de overdracht van het recht van het papier door middel van de overdracht van het papier wordt vervangen door de overdracht van het recht van het register van giraal overdraagbare effecten door middel van de overdracht van het recht op het register van giraal

¹⁹⁴ BuA 2019/54, S 314

¹⁹⁵ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischen Aktienrecht, S 97, mwN.

¹⁹⁶ BuA 2019/54, pagina 314.

overdraagbare effecten - of de inschrijving in het register van giraal overdraagbare effecten.

Streng in deze argumentatie is het feit dat het register van boekhoudkundige rechten niet in de plaats komt van de aandelenregisters zoals het aandelenregister of het aandelenregister en dat deze onafhankelijk van het bijhouden van een register van boekhoudkundige rechten moeten worden bijgehouden.¹⁹⁷ Hieruit blijkt dat het register van boekhoudkundige rechten niet alleen een lijst van aandelen is, maar in het geval van niet-gecertificeerde effecten heeft het dezelfde functie als het certificaat volgens het effectenrecht. 88

De Zwitserse doctrine neemt dit standpunt ook in met betrekking tot effecten: *"Indien bij de overdracht van niet-gesecuritiseerde schuldbewijzen een met eigendom vergelijkbare rechtsgrond ontbreekt, is dit zeker het geval bij giraal overdraagbare effecten in de vorm van de inschrijving in het register van giraal overdraagbare effecten die voor het giraal overdraagbare effect constitutief is [...]."*¹⁹⁸ 89

Dit is ook het gevolg van het commentaar op de kernpunten van het effecten- en effectenrecht in het wetsvoorstel tot oprichting van het TVTG en de wijziging van andere wetten. Zo stelt de overheid dat giraal overdraagbare effecten *"niet-gesecuritiseerde rechten zijn die zo zijn gestructureerd dat ze dezelfde functies vervullen als een veiligheid van de openbare orde"*. Deze krijgen over het algemeen de volgende functies toegewezen: eenvoudige overdracht van het recht door overdracht van de (eventueel bekrachtigde) akte (transportfunctie); legitimatie van de contactpersoon door 90

¹⁹⁷ BuA 2019/54, pagina 313.

¹⁹⁸ Jung, Het aandeel als effecten in Zürich Commentaar, Art 622 OR, N 136 f.

bezit van de akte (legitimatiefunctie) of het vrijgeven van de schuldenaar in geval van betaling aan de (eventueel) de houder van de akte (eventueel gelegitimeerd door het effectenrecht) (bevrijdingsfunctie); verkrijging te goeder trouw van het recht volgens de beginselen van het eigendomsrecht (verkeersbeschermingsfunctie); beperking van de verweermiddelen tot die welke gericht zijn tegen de geldigheid van de akte of die voortvloeien uit de akte (beperking van de verweermiddelen) In het geval van conventionele effecten zijn al deze functies gebaseerd op de effectisering van het recht in een akte of het bezit van deze akte. In het geval van giraal overdraagbare effecten wordt afgezien van de vertegenwoordiging van het recht; er wordt gebruik gemaakt van een register in plaats van de akte. Boekwaardepapieren [...] kunnen ook te goeder trouw worden verworven door de persoon die als rechtmatige eigenaar in het register is ingeschreven. De transportfunctie, de legitimatiefunctie, de bevrijdingsfunctie, de verkeersbeschermingsfunctie en de beperking van de bezwaren zijn allemaal gebaseerd op de inschrijving in het register. Dit betekent dat een echt waarderecht alle functies van een beveiliging heeft (functionele gelijkwaardigheid).¹⁹⁹

- 91 Wat met name opvalt aan deze ontwerpen zijn in feite drie met elkaar verbonden aspecten. Ten eerste, de vermelding van de transportfunctie naast alle andere functies van effecten, ten tweede, de verklaring dat een boekingsrecht ook al deze functies van een effect heeft (gelijkwaardigheid van de functies en niet alleen maar gebruik) en ten derde, de nadruk op de eigendom van een persoon die in het register is ingeschreven als zijnde gerechtigd om over een boekingsrecht te beschikken. Al deze aspecten zijn, individueel en collectief, gebaseerd op het eigendo-

¹⁹⁹ BuA 2019/54, p 110 f.

msrechtelijk karakter van de nieuw gecodificeerde giraal overdraagbare effecten. Hoewel § 81a van het laatste deel van het PGR kan worden gemodelleerd naar de bewoordingen van artikel 973c van het KOR, gaat de inhoud van deze bepaling in een diametraal tegenovergestelde richting. Volgens de²⁰⁰ heersende Zwitserse doctrine heeft de Zwitserse wet op de giraal overdraagbare effecten onder art. 973c van het KOR niet de functies van een effect en behandelt deze niet in termen van eigendomsrecht, aangezien ze volgens de Zwitserse dogmatiek geen transportfunctie hebben; bijgevolg is de verwerving van dergelijke giraal overdraagbare effecten te goeder trouw niet mogelijk onder het Zwitserse recht.²⁰¹

Dit verschil met de Zwitserse juridische situatie met betrekking tot 92
giraal overdraagbare effecten werd door de wetgever nadrukkelijk gesteld: *“Deze functionele gelijkwaardigheid rechtvaardigt de onbeperkte gelijkwaardigheid van giraal overdraagbare effecten met effecten op grond van § 81a SchlT PGR”*.²⁰² De Liechtensteinse wetgever ging echter nog een stap verder en stelde met de invoering van de TVTG en de wijziging van andere wetten niet alleen een juridische mijlpaal vast die in de toekomst mogelijk gelijkwaardig is aan die van het PGR, maar kondigde ook aan wat waarschijnlijk de grootste breuk in het burgerlijkrechtelijke dogma is sinds het ontstaan van de ABGB: *“Niets zegt § 81a SchlT PGR over welke rechten in de vorm van waarderechten kunnen worden gerepresenteerd. In de praktijk zal de nadruk liggen op enerzijds fungibele claims en anderzijds lidmaatschapsrechten in ondernemingen en bedrijven. In principe moet het echter*

²⁰⁰ BuA 2019/54, p 120.

²⁰¹ Kuhn in CHK - Handreiking over Zwitsers privaatrecht, Art 973c OR, N 1b.

²⁰² BuA 2019/54, p. 111.

mogelijk zijn om alle soorten subjectieve rechten die het voorwerp kunnen zijn van juridische transacties te beveiligen".²⁰³ Dit betekent dat in de toekomst alle rechten - hetzij zakelijk, hetzij op grond van het verbintenisrecht - kunnen worden geëffectueerd in een giraal effectenregister en dus onderworpen zijn aan de bepalingen van het effectenrecht en het effectenrecht en dus aan de bepalingen van het eigendomsrecht. De grootste nieuwigheid die het wetsvoorstel met zich meebrengt in verband met de blokketenwet van Liechtenstein, zoals het wordt genoemd, lijkt niet eens in de TVTG te staan.

- 93 Er zij echter op gewezen dat het register van de boekingsrechten zodanig moet worden georganiseerd dat ongeoorloofde inbreuken door de schuldenaar op de rechten van de schuldeiser worden uitgesloten²⁰⁴, anders is er geen register van de boekingsrechten, aangezien dit een enorm potentieel voor misbruik door de schuldenaar zou hebben. Naast het bijhouden van het register van de boekrechten op een betrouwbaar systeem in de zin van de TVTG (decentrale database), is ook

²⁰³ BuA 219/54, p. 111; de terminologie "securitisatie" lijkt enigszins vaag, omdat het open blijft of de wetgever de inschrijving van een boekrecht in het register van boekrechten als een securitisatie beschouwt, vooral omdat de BuA 2019/54 anders consequent verwijst naar de weergave of afbeelding van rechten. Het gebruik van het woord "effecten" met betrekking tot het eigendomsrechtelijk karakter van giraal overdraagbare effecten lijkt echter vrij overtuigend te zijn vanwege de functionele gelijkwaardigheid met effecten. Zie ook BuA 2019/54, blz. 115: *"In het geval van giraal overdraagbare effecten wordt de eigendom van het certificaat vervangen door de inschrijving in het register van giraal overdraagbare effecten*.

²⁰⁴ § 81a (2) van het laatste deel van het PGR zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 (deze passage werd in BuA 2019/54 vergeten door een redactionele fout - zie BuA 2019/93, blz. 74).

uitbesteding aan een onafhankelijke derde partij om aan deze eisen te voldoen denkbaar.²⁰⁵

De wetgever bepaalt ook dat het register van de boekrechten in elke 94
vorm kan worden bijgehouden en niet noodzakelijkerwijs in fysieke
vorm hoeft te worden bijgehouden om aan de bepalingen van het ei-
gendomsrecht te voldoen; in plaats daarvan kan het register van de
boekrechten ook elektronisch worden bijgehouden. Daarnaast kan het
register van de boekrechten ook worden bijgehouden op decentrale
databases in de zin van het TVTG.²⁰⁶ Opgemerkt moet worden dat het
loutere bijhouden van het register van boekrechten in een gedecentra-
liseerde databank in de zin van het TVTG nog niet leidt tot de toepas-
selijkheid van de uitzendregels voor boekrechten in het kader van het
TVTG, zoals gewijzigd bij de federale wet op het toezicht op omroepor-
ganisaties 2019/93; daartoe zouden de boekrechten moeten worden
beheerd in de vorm van penningen op een VT-systeem.

Rekening houdend met de liberale financiële en bedrijfslocatie van 95
Liechtenstein maakt de nieuwe regelgeving inzake giraal overdraag-
bare effecten in het kader van het TVTG en het PGR, die beide zijn ge-
wijzigd in respectievelijk 2019/54 en 2019/93, een maximale vervreemding mogelijk. Naast de uitgifte van effecten kunnen ondernemers
in de toekomst kiezen of zij ongecertificeerde effecten uitgeven in het
kader van het TVTG, waarop de bepalingen van het eigendomsrecht
functioneel adequaat van toepassing zijn, waarbij het beginsel van
abstractie van toepassing is, of dat zij ongecertificeerde effecten uitge-
ven in het kader van de nieuwe § 81a van de definitieve afdeling van

²⁰⁵ BuA 2019/54, p 113.

²⁰⁶ BuA 2019/54, pagina 313.

het PGR, waarop de bepalingen van het eigendomsrecht functioneel gelijkwaardig van toepassing zijn, terwijl zij tegelijkertijd binnen het gebruikelijke civielrechtelijke regime van het beginsel van causaliteit blijven. Dergelijke giraal overdraagbare effecten op grond van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, kunnen ook op grond van het eigendomsrecht worden teruggevorderd als een eigendomsoverdracht wordt stopgezet.²⁰⁷ Dit lijkt een verborgen revolutie te zijn van het effectenrecht en het stelsel van de girale rechten met de invoering van het TVTG, dat zich buiten het TVTG zal bevinden, te meer daar deze essentiële omstandigheid in het wetgevingsproces nauwelijks aan de orde lijkt te zijn geweest. Bovendien kunnen dergelijke boekentitels uit economisch oogpunt aantrekkelijker zijn dan symbolische boekentitels in het kader van het TVTG overeenkomstig § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, aangezien de minimumkapitaalvereisten overeenkomstig artikel 16 van het TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, niet van toepassing zijn.

- 96 Indien een effectieve verplichte transactie niet plaatsvindt of indien een dergelijke transactie vervolgens ophoudt te bestaan, moeten de girale effecten op grond van het verrijktingsrecht op basis van het abstractiebeginsel worden teruggedraaid, terwijl girale effecten op grond van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, op basis van het causaliteitsbeginsel kunnen worden geïndexeerd.²⁰⁸

²⁰⁷ Dit ondanks het feit dat een element van lichamelijke fundamenteel ontbreekt; een dergelijk element wordt echter verondersteld via het register van de boekhoudkundige rechten of de constitutieve inschrijving in hetzelfde, wat resulteert in de behandeling van het eigendomsrecht.

²⁰⁸ Zie ook hoofdstuk I.2.5.

Om deze aspecten tot in detail te kunnen begrijpen volgt een algemene uitweiding over het principe van causaliteit en abstractie en het daarmee samenhangende paradigmaconflict in de civielrechtelijke systemen van (Centraal-)Europa - *"Het zakelijk contract en de relatie tot de causaliteit is een even oud als centraal dogmatisch probleem. Toch zijn er nog veel vragen onbeantwoord."*²⁰⁹ 97

Zowel het causaliteitsprincipe als het abstractieprincipe regelen het verband tussen verbintenistransactie²¹⁰ en afstotingstransactie - tussen titel en wijze. De eigendomsverwerving is in de Duitstalige landen heel anders. In overeenstemming met het beginsel van consensus is het Duitse recht gebaseerd op een abstracte overeenkomst van eigendomsoverdracht die bestaat uit een consensus van wilsovereenstemming en feitelijke overdracht. Het Oostenrijkse, Zwitserse en Liechtensteinse recht daarentegen is, overeenkomstig het beginsel van het oorzakelijk verband, gebaseerd op een daadwerkelijke causale transactie, ook al is de zakelijke overeenkomst hier onbetwistbaar.²¹¹ *"Deze verwarrende variëteit is ontstaan uit het duplexdominium van het Romeinse recht. Enerzijds de abstracte mancipatie of in iure cessio, die losstaat van de wettelijke grond, en anderzijds de traditio ex iusta causa."*²¹² Het Romeinse recht kende dus 98

²⁰⁹ Honsell, traditie en cessie - causaal of abstract?, in FS Wiegand, p. 349

²¹⁰ Ook titeltransactie, onderliggende transactie, causale transactie of causaal verband.

²¹¹ Honsell, traditie en cessie - causaal of abstract?, in FS Wiegand, S 349 (p. 350 f).

²¹² Honsell, traditie en cessie - causaal of abstract?, in FS Wiegand, p. 349 (p. 351).

zowel een abstracte vervreemdingstransactie als een overdracht op basis van een rechtsgeldige titel.²¹³ *"Alle vier de mogelijkheden werden ontwikkeld op basis van deze elementen: de abstracte, in removevenkomst (Duits recht), de causale, in removevenkomst (Oostenrijk), de dispensatie van de in removevenkomst en de overdracht (Frankrijk, Italië), de dispensatie niet van de overdracht maar van de in removevenkomst (volgens de minderheidsopinie in Zwitserland).*²¹⁴ Het consensusprincipe volgt de stelregel dat het eigendomsrecht slechts iets is waar aan gedacht wordt, en daarom moet het bij consensus overdraagbaar zijn en is er geen traditie nodig, volgens het principe van de openbaarheid. *Savigny* combineerde het principe van de traditie en het principe van de consensus in een derde principe - het contract in rem - volgens hetwelk een overdracht van eigendom vereist is, maar dit is geformuleerd als een contract in rem - in tegenstelling tot de Romeinse traditie, die slechts een feit vertegenwoordigde.²¹⁵

- 99 Hoewel er in de Duitstalige rechtsgebieden consensus bestaat over de contractuele aard van de risico-overdracht, verschillen de meningen over de afhankelijkheid van de rechtsgrond. Het principe van abstractie kenmerkt zich dan ook door het feit dat een verkrijger eigenaar wordt, ongeacht of er ook sprake is van een wettelijk verplichte transactie.²¹⁶ De voordelen van het abstractieprincipe zijn *"verkeersbescherming en ontwerprijheid, alsmede juridische flexibiliteit en conceptueel-systematische*

²¹³ *Ibidem.*

²¹⁴ *Ibidem.*

²¹⁵ *Honsell*, traditie en cessie - causaal of abstract?, in *FS Wiegand*, S 349 (S 351 f mwN).

²¹⁶ *Idem*, p 353.

duidelijkheid".²¹⁷ In het geval van het causaliteitsbeginsel zijn transacties van vervreemding en verplichtingen daarentegen accessoir (causale traditie).²¹⁸ Indien de verbintenistransactie ophoudt te bestaan, kan de eigendom - ten minste van één post - worden aangegeven. Het abstractiebeginsel draagt dus bij tot de bescherming van het verkeer en ook tot de conceptuele en juridische duidelijkheid, aangezien het een duidelijker onderscheid maakt tussen het eigendomsrecht en het verbintenisrecht dan het causaliteitsbeginsel. Het gevolg van het baseren van het causaliteitsbeginsel op de rechtshandeling is dat afhankelijk van de schuldverhouding de transactie ofwel wordt aangegeven ofwel wordt toegekend, en dat er ook constellaties ontstaan waarin een verkoper de waarde van een object kan aangeven, terwijl een koper alleen de betaalde koopsom kan opeisen op grond van het concessiewetboek.²¹⁹

Honsell is van mening dat het terugdraaien van overeenkomsten in het kader van het eigendomsrecht ongeschikt is, omdat afhankelijk van de onderliggende transactie in het ene geval het absolute eigendomsrecht

²¹⁷ *Honsell*, Tradition and Cession - causaal of abstract, in FS *Wiegand*, S 349, S 353, met verwijzing naar *Stadler*, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion, S 728 ff.

²¹⁸ Ook al wordt het begrip accessoriness in principe alleen gebruikt in verband met het bestaan van vorderingen en het stellen van zekerheid daarvoor; in de regel bestaat zekerheid alleen voor zover de vordering nog bestaat, dat wil zeggen dat deze medeplichtig is aan de vordering. Anders dan in Oostenrijk is bij een eigendomsoverdracht bij wijze van zekerheidsstelling echter geen echte eigendomsoverdracht van een effect als publicitaire handeling vereist, maar is een fictieve overdracht door middel van een bezitsinstelling voldoende, mits dit in de zekerheidsovereenkomst is overeengekomen. Cf. *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, S 406, Rz 4 (Art 187 in combinatie met Art 503 SR).

²¹⁹ *Honsell*, traditie en cessie - causaal of abstract?, in FS *Wiegand*, S 349 (p 354 f).

erga omnes van toepassing is en in het andere geval alleen het relatieve vorderingsrecht tussen partijen en pleit voor een uniform systeem voor terugdraaien.²²⁰ Daarom kan niet worden aangenomen dat de invoering van het abstractiebeginsel voor de overdracht van penningen overeenkomstig het TVTG zou leiden tot een slechtere positie, bijvoorbeeld in geval van faillissement, in vergelijking met het anders geldende causaliteitsbeginsel. In tegenstelling tot een zakelijk zekerheidsrecht of een ander zakelijk recht, kan een vordering of een waarderecht alleen worden toegekend door middel van een borgsom. Het TVTG verklaart het eigendomsrecht functioneel adequaat toe te passen, waardoor de aanduiding van de penningen in de eerste plaats mogelijk wordt. Dit wordt echter voorkomen door de invoering van het abstractieprincipe, aangezien de vervreemdingstransactie abstract en zonder causaal verband blijft en een omkering alleen kan worden uitgevoerd in overeenstemming met het verrijgingsrecht.²²¹ De situatie is anders voor de nieuw ingevoerde girale effecten in § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, die dezelfde functie hebben als effecten. Deze moeten dus ook in het kader van het eigendomsrecht worden behandeld en kunnen vervolgens worden geïndexeerd, aangezien het causaliteitsbeginsel in Liechtenstein buiten het TVTG om van toepassing blijft.

101

²²⁰ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 357); cf. ook idem, S 360 e.v., betreffende de resultaten van de tweebepalings-theorie, alsook verdere verschillen tussen causale en abstracte eigendomsoverdracht (vooral in de keten van verkoop, faillissement en herovering van de ongeoorloofde partij).

²²¹ Zie BuA 2019/54, p. 203.

Tot slot, en louter omwille van de volledigheid en de goede orde, moet worden opgemerkt dat het TVTG in principe alleen in aanmerking komt als het Liechtensteinse recht van toepassing is. Dit is het geval wanneer een VT-dienstverlener in het kader van het TVTG met statutaire zetel in Liechtenstein penningen genereert en verkoopt of uittrekt, of wanneer de partijen het TVTG of Liechtensteinse materieel recht geldig van toepassing verklaren; het TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 of ook BuA 2019/93, verwijst naar deze mogelijkheid in artikel 3, lid 2. Ook moet worden opgemerkt dat een munt of penning ook kan worden gegenereerd en verkocht of uitgegeven op basis van een centrale database in plaats van een gedecentraliseerde database (op DLT gebaseerde technologie of blokketen of betrouwbare technologie in de zin van het TVTG) - in dit geval is het toepassingsgebied van het TVTG niet vanaf het begin open, aangezien artikel 2, lid 1, onder c), van het TVTG voorschrijft dat een penning informatie over een VT-systeem is. Het kernkarakter van een VT systeem is dus decentralisatie, zoals bijvoorbeeld het geval is bij de blokketentechnologie.

4.2 Conclusie Abstractie en causaliteitsbeginsel na invoering van het TVTG

De BuA 2019/93 introduceert de waarderechten volgens TVTG (waarderechten vertegenwoordigd door een token op een VT-systeem) en de waarderechten volgens PGR. De overdracht van giraal overdraagbare effecten overeenkomstig § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd in 2019/93, volgt de regels voor de overdracht van effecten. In het wetgevend materiaal wordt uitdrukkelijk vermeld dat giraal overdraagbare effecten in de zin van het PGR, zoals gewijzigd bij het

Bundesgesetzbuch 2019/93, rechten zijn met dezelfde functie als effecten. De transportfunctie is dus ook van toepassing op deze giraal overdraagbare effecten. In plaats van de overdracht van het recht uit de zekerheid door het overhandigen van de zekerheid, vindt de overdracht van het recht uit het register van boekentitels plaats door de overdracht van het recht in het register van boekentitels - d.w.z. door middel van registratie.

- 103 Het register van giraal overdraagbare effecten overeenkomstig het PGR, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, moet niet worden beschouwd als een lijst van aandelen en moet ongeacht dergelijke lijsten worden bijgehouden. De inschrijving van een recht in het register van giraal overdraagbare effecten heeft constitutieve werking en vervult met betrekking tot giraal overdraagbare effecten dezelfde functie als het certificaat voor effecten. Een echt boekingsrecht heeft een functionele gelijkwaardigheid met effecten; dit betekent dat een boekingsrecht volgens het PGR, zoals gewijzigd in 2019/93, alle functies van een effect heeft. Dergelijke rechten op giraal overdraagbare effecten hebben, net als effecten, ook een transportfunctie, een legitimatie- en bevrijdingsfunctie, een verkeersbeschermingsfunctie en een beperking van de bezwaren.
- 104 Deze functies zijn gebaseerd op het eigendomsrechtelijke karakter van giraal overdraagbare effecten overeenkomstig § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93. Hoewel de formulering van de bepaling gebaseerd is op artikel 973c van het Zwitserse verbintenissenboek, gaat de bepaling inhoudelijk veel verder, aangezien de Zwitserse bepaling de overdracht van functies van een effect naar niet-gecertificeerde effecten afwijst; in

Zwitserland wordt de transportfunctie in verband met niet-gecertificeerde effecten, en vervolgens ook de verwerving van goede trouw, ontkend.

Met § 81a van de definitieve afdeling van het PGR, zoals gewijzigd in 2019/93, kondigde de Liechtensteinse wetgever echter een van de grootste breuken in de dogma's van het burgerlijk recht aan, en met het risico op herhaling staat het volgende citaat toch zo centraal dat het nogmaals moet worden benadrukt: *"Niets zegt § 81a SchlT PGR over welke rechten in de vorm van giraal overdraagbare effecten kunnen worden gerepresenteerd. In de praktijk zal de nadruk liggen op enerzijds fungibele claims en anderzijds lidmaatschapsrechten in ondernemingen en bedrijven. In principe moet het echter mogelijk zijn om alle soorten subjectieve rechten die het voorwerp kunnen zijn van juridische transacties te beveiligen"*.²²² 105

Bijgevolg kunnen in het kader van deze regeling alle rechten worden geregistreerd of geëffectiseerd in een register van giraal overdraagbare effecten en dus onderworpen zijn aan de overdrachtsregels van het effectenrecht. Als gevolg daarvan worden dergelijke giraal overdraagbare effecten behandeld als eigendomsrechten. Er zij op gewezen dat de materiële bepalingen van de regeling inzake effecten op functioneel gelijkwaardige wijze van toepassing zijn op giraal overdraagbare effecten in de zin van het PGR, zoals gewijzigd in 2019/93, en niet alleen op functioneel adequate wijze, zoals het geval is voor (symbolische) giraal overdraagbare effecten in de zin van het TVTG, zoals gewijzigd in 2019/93. De grootste revolutie op juridisch gebied, die voortvloeit uit het ontwerp van de TVTG en de wijziging van andere wetten, lijkt zich 106

²²² BuA 219/54, pagina 111.

niet eens in de TVTG te bevinden, maar in het PGR. Dit geldt met name omdat het causaliteitsbeginsel nog steeds van toepassing is op giraal overdraagbare effecten in het kader van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, terwijl het abstractiebeginsel van toepassing is op giraal overdraagbare effecten in het kader van het TVTG.

107 De waarde van de PGR-rechten kan dus worden geïndexeerd in overeenstemming met de nieuwe juridische situatie, terwijl de waarde van de TVTG-rechten alleen kan worden toegekend op grond van het abstractiebeginsel. Ondernemingen kunnen dus, indien zij een passende structuur hebben, kiezen of zij zich willen onderwerpen aan het regime van het TVTG, waarop het eigendomsrechtelijk reglement op een functioneel adequate wijze van toepassing is, of aan het regime van het PGR, zoals gewijzigd in 2019/93, waarop het eigendomsrechtelijk reglement op een functioneel gelijkwaardige wijze van toepassing is. Voor het PGR blijft het causaliteitsbeginsel gelden, terwijl voor het TVTG het abstractiebeginsel geldt.

108 Er moet echter rekening worden gehouden met het feit dat een register van boekingsrechten zodanig moet worden georganiseerd dat er geen ongerechtvaardigde inmenging van de schuldenaar in de rechten van de schuldeiser plaatsvindt. Als dit niet kan worden gegarandeerd, is er ook geen register van boekingsrechten, omdat er anders een zeer nadelig potentieel voor misbruik in het pand van de schuldenaar zou worden gelokaliseerd. Het register van de boekingsrechten kan ook elektronisch worden bijgehouden en hoeft niet fysiek te worden georganiseerd om onderworpen te zijn aan de bepalingen van het eigendomsrecht. Het register van de boekrechten kan ook decentraal worden bijgehouden, vooral omdat decentrale of betrouwbare technologieën zoals gedefinieerd door de TVTG het meest geschikt zijn voor

het bijhouden van het register van de boekrechten en ook het bovengenoemde potentieel voor misbruik kunnen voorkomen. Het is belangrijk op te merken dat het beheer van het register van de boekentitels niet noodzakelijkerwijs betekent dat de boekentitels ook in de vorm van penningen moeten worden uitgegeven, waardoor ze op hun beurt aan het TVTG zouden worden onderworpen.

Uiteindelijk kan niet worden gesteld dat de invoering van het abstractiebeginsel voor het uitzenden van penningen overeenkomstig het TVTG zou leiden tot een slechtere positie, bijvoorbeeld in geval van faillissement, in vergelijking met het anders geldende oorzakelijke beginsel. Vóór de invoering van het TVTG of PGR, zoals gewijzigd bij de federale wet op het toezicht op de particuliere veiligheid (BuA 2019/93), kon ook alleen een vorderingsrecht of een boekrecht worden toegekend. 109

Door de functioneel adequate toepassing van de bepalingen van het eigendomsrecht op de penningen in het TVTG uit te leggen, zou het voor het eerst mogelijk zijn om penningen aan te geven wanneer de activiteiten op het gebied van eigendomstitels worden stopgezet. Tegelijkertijd wordt dit weer voorkomen met betrekking tot de finaliteit van een blokketen door het principe van abstractie in te voeren voor de uitzendregels volgens het TVTG. Zelfs als het oorzakelijke verband wordt weggenomen, blijft de vervreemding van de penningen volgens TVTG abstract en kan deze alleen leiden tot een omkering van de transactie in het kader van het verrijksrecht. Dit is anders, zoals reeds uiteengezet, voor de nieuw ingevoerde ongecertificeerde effecten in § 81a van de Final Division van het PGR zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/93, die dezelfde functie hebben als effecten, met als gevolg 110

dat als de effectentransactie ophoudt te bestaan, de modus niet langer van toepassing is en bovendien, vanwege het huidige eigendomsrechtelijke karakter van oncertificeerde effecten, ook kan worden geëist door middel van een rechtvaardiging op grond van het PGR zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/93.

5. Tokenisatie in individuele en collectieve investeringen

In dit hoofdstuk wordt het complex van kwesties met betrekking tot special purpose vehicles (SPV's) voor securitisatiedoeleinden, onderscheiden van collectieve beleggingsinstellingen, onderzocht. Wat het vennootschapsrecht betreft, ligt de nadruk op de naamloze vennootschap als SPV en de naamloze vennootschap met variabel kapitaal (AG-mvK) als beleggingsmaatschappij van een fonds in de zin van artikel 361 van het PGR.²²³ In verband met de blokketen of tokenisatie zal de technische mogelijkheid van tokenisatie van portefeuilles die meerdere financiële instrumenten bevatten (portefeuillebeheer op individuele klantenbasis in de zin van een beleggingsdienst) en de juridische gevolgen daarvan, die met name van toezichthoudende aard zijn, worden

111

²²³ Een Liechtensteinse abi kan worden opgericht bij contract (beleggingsfonds), door middel van een trust (collectieve trust), door middel van een charter (beleggingsmaatschappij) of in de vorm van een personenvennootschap (commanditaire beleggingsvennootschap of commanditaire beleggingsvennootschap) (artikel 6, lid 1, van de AIFMG). De beleggingsmaatschappij kan georganiseerd zijn als een naamloze vennootschap, AGmvK, Societas Europaea (SE), of als een vestiging (Art 9 lid 1 AIFMG). Zie ook artikel 4 en artikel 7 van de ICBE's, waarbij een ICBE niet in de vorm van een personenvennootschap kan worden opgericht. Voor het onderscheid met beleggingsondernemingen in het kader van de IUA 2015, zie titel II. Hoofdstuk II.2.3.4 In verband met Liechtensteinse vestigingen is het - vrij algemeen en los van de kwestie van de fondsen - onduidelijk of de bepalingen van het recht van de Unie die van toepassing zijn op naamloze vennootschappen (bv. de beperkingen op de verwerving van eigen aandelen) van toepassing zijn, aangezien het nog steeds onduidelijk is of de verwijzing in artikel 551 van het PGR een zuivere verwijzing is naar rechtsgevolgen of een materiële verwijzing naar een norm (een verwijzing naar een rechtsgrondslag); alleen in het laatste geval zouden handelingen van de Unie ook relevant zijn voor een Liechtensteinse vestiging.

besproken. Als speciale vraag zal een naamloze vennootschap in de vorm van een gesegmenteerde entiteit (Protected Cell Company; PCC) volgens Art. 243 PGR, die segmentaandelen of andere instrumenten op het niveau van haar segmenten uitgeeft, worden onderzocht in verband met de regulering van de fondsen.

5.1 Afbakening van de problematiek van de collectieve belegging (fondsstructuren)

- 112 Het portefeuillebeheer vormt een beleggingsdienst overeenkomstig artikel 4, lid 1, nr. 8 van de MiFID II in samenhang met bijlage I, afdeling A, nr. 4, van de MiFID II en is in Liechtenstein in bijlage 2, afdeling A, punt 1, nr. 4, van de bankwet in nationaal recht omgezet. Onder portefeuillebeheer wordt per juridische definitie verstaan het beheer van een portefeuille op individuele basis met discretionaire bevoegdheden in het kader van een mandaat of volmacht van een cliënt, waarbij de portefeuille één of meer financiële instrumenten moet bevatten. Met andere woorden, het discretionair beheer van financiële instrumenten namens een individuele cliënt. Onder beheer wordt verstaan het gedurende een bepaalde periode voortdurend monitoren en beleggen volgens beleggingsrichtlijnen. Als het discretionaire portefeuillebeheer op basis van individuele cliënten op collectief niveau wordt uitgevoerd, is het onderworpen aan een fondsregulering. Discretionair individueel portefeuillebeheer staat dus los van het collectieve portefeuillebeheer of het fondsregime, dat ook gebaseerd is op een discretionaire scope in de beleggingsstrategie en dus de assetallocatie.²²⁴

²²⁴ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2nd edition, § 1, margin note 26; zogenaamde single investor funds bestaan niet onder dit regime, waarbij het is voorbehouden aan een fonds om een eigen aandelenklasse van een compartiment te creëren en uit te geven, die slechts voor één belegger is aangewezen.*

Indien er daarentegen geen discretie is, dan zal - voor individuele cliënten - afhankelijk van de specifieke uitvoering, ofwel de beleggingsdienst van het uitvoeren van orders (met betrekking tot Financiële Instrumenten) voor rekening van cliënten, ofwel het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot Financiële Instrumenten worden verleend.²²⁵ Verder zal de belegging van de verzamelde fondsen - op collectief niveau - zonder discretionaire bevoegdheid in vooraf bepaalde beleggingsdoelstellingen regelmatig gebaseerd zijn op een zuivere bedrijfsstrategie en niet op de beleggingsstrategie van een special purpose vehicle voor securitisatie.²²⁶ Er kunnen dus vier gevallen worden onderscheiden, afhankelijk van de vraag of er sprake is van een individuele of collectieve belegging en of deze discretionair of niet-discretionair is. 113

Indien het recht om financiële instrumenten in portefeuille uit te geven op basis van discretionair vermogensbeheer, d.w.z. de portefeuille zelf, wordt vertegenwoordigd door een penning, vertegenwoordigt een dergelijke penning zelf een financieel instrument, namelijk een certificaat in de zin van een certificaat voor effecten, in de zin van bijlage 2, afdeling C, nr. 1, van de Bankwet.²²⁷ 114

²²⁵ Bijlage I, deel A, punten 1 en 2, van de MiFID II en bijlage 2, deel A, punt 1 en 2, van de bankwet.

²²⁶ Zie hoofdstuk I.5.2 voor details over het onderscheid.

²²⁷ Cf. met betrekking tot Certificaten Titel II, hoofdstuk II.2.3.2 worden certificaten ook wel certificaten genoemd, aangezien de bewaring en administratie van financiële instrumenten wordt uitgevoerd door het depositaire bedrijf dat is voorbehouden aan banken. Een vermogensbeheerder beheert dus de portefeuille die bij een bank wordt aangehouden voor de klant. Het bewaarbedrijf is geregeld in artikel 3, lid 3, onder c), van de BankG. Het bewaarbedrijf wordt

Zoals uitgelegd, vereist portfoliomanagement één enkel klantenbestand. Hoewel het technisch mogelijk is om een dergelijke portefeuille van financiële instrumenten te symboliseren en onder verschillende personen te verspreiden, moet worden nagegaan of dit al het terrein van het individuele portefeuillebeheer verlaat en een collectieve belegging vormt. Volgens artikel 4, lid 1, onder b), van de AIFMD²²⁸ wordt een abi-beheerder gedefinieerd als een rechtspersoon waarvan de bedrijfsactiviteit bestaat in het beheer van een abi. Er²²⁹ zij op gewezen dat volgens artikel 6, lid 5, onder a), een BABAB niet mag worden gemachtigd om uitsluitend de in lid 4, onder c), genoemde diensten (individueel portefeuillebeheer en ondersteunende diensten) te verrichten. Voorts moet een BAB overeenkomstig artikel 6, lid 5, onder d), van de BAB de in bijlage I, punt 1, onder a) en b), van de BAB genoemde diensten verlenen. Dit zijn de beleggingsbeheerfuncties van het portefeuillebeheer en het risicobeheer.²³⁰

gedefinieerd als het bewaren en/of administreren van effecten voor anderen. Bewaring is gericht op het in bewaring nemen, terwijl het beheer gericht is op het uitoefenen van de rechten die voortvloeien uit de effecten (bijvoorbeeld het uitoefenen van stemrecht met de bijbehorende machtiging) - zie BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, d.d. 06.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 17.02.2014, P 1. en 1. b) en *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2de editie, § 1, Rz 43 f.

²²⁸ Richtlijn 2011/61/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

²²⁹ Artikel 4, lid 1, onder abi-beheerder; volgens artikel 4, lid 1, onder abi-beheerder is een abi gedefinieerd als een instelling voor collectieve belegging met inbegrip van haar subfondsen die kapitaal van een aantal beleggers verzamelt om het te beleggen in overeenstemming met een bepaalde beleggingsstrategie ten behoeve van deze beleggers en die geen icbe is in de zin van de IUA 2015 (zie artikel 4, lid 1, onder 1, abi-beheerder en titel II, hoofdstuk II.2.3.4).

²³⁰ Er zij op gewezen dat het beheer van AB's uit hoofde van artikel 4, lid 1, onder w), van het ABMD reeds wordt gegeven als slechts een van deze functies

In overweging 20 van de BAB wordt verduidelijkt dat onder portefeuillebeheer in de zin van de BAB wordt verstaan het gezamenlijk of collectief beheer van beleggingsportefeuilles en niet het individueel beheer van beleggingsportefeuilles in de zin van de MiFID II. De essentie van het individuele portefeuillebeheer wordt dus gekenmerkt door de overdracht van de administratie of de afwikkeling en verhandeling van financiële instrumenten aan een vermogensbeheerder, terwijl een cliënt tegelijkertijd afstand doet van zijn beschikkingsbevoegdheid.²³¹ *“Indien de cliënt echter afstand zou doen van alle beschikkingsbevoegdheid, d.w.z. zijn recht om instructies te geven aan zijn zakenpartner (d.w.z. het beheer door derden), zou de zakenpartner dus meer dan alleen de beschikkingsbevoegdheid hebben over de voor de cliënt beheerde portefeuille (d.w.z. de belegging) [...]”, dan²³² zou dit een belangrijk element van het fondsregime vormen.*

Bijgevolg zou de samenvoeging van kapitaal met het oog op de belegging van een portefeuille van financiële instrumenten en de (indirecte) deelneming daarin via een instelling door de uitgifte van penningen die een deelneming in de instelling vertegenwoordigen, resulteren in een collectief portefeuillebeheer en dus in een gemeenschappelijke belegging in de zin van de fondsreglementering. In principe lijkt het ech-

wordt vervuld. Zie verder de discussienota 2012/117 van de ESMA, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.2.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, par. 4 e.v.

²³¹ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG 2018, 2e druk, rubriek 1 nr. 3 lit d WAG, marge nr. 26.

²³² Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG 2018, 2e druk, rubriek 1 nr. 3 lit d WAG, marge nr. 26.

ter ook mogelijk om een belegde portefeuille van financiële instrumenten in een depositobewijs te proclameren en vervolgens uit te geven. Opgemerkt moet echter worden dat een dergelijke portefeuille waarvoor een certificaat of certificaat is uitgegeven, niet mag worden beheerd, omdat dit anders weer een individuele of collectieve belegging zou zijn.²³³

5.2 Muntstukken in SPV's en fondsdeelbewijzen

118 Er zij op gewezen dat een fonds in het kader van het icbe-regime alleen in liquide financiële activa kan beleggen. Daarom kunnen zogenaamde crypto-fondsen, d.w.z. fondsen die in crypto-valuta's luiden en die geen liquide financiële instrumenten vertegenwoordigen, alleen als abi

²³³ Zie ook de opmerkingen van de BaFin over de definitie van een abi, volgens dewelke een belegging moet gebeuren ten voordele van de beleggers, BaFin, Interpretatieve Brief over het toepassingsgebied van de KAGB en over de term "beleggingsfonds", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsent-scheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoe-gen.html, Hoofdstuk I, P 6: *"Uitgiften ten voordele van de beleggers". bijvoorbeeld een bank geeft een obligatie uit in de vorm van een certificaat waarvan de prestatie is gekoppeld aan verschillende effecten als onderliggende waarde of aan een index die zij zelf heeft gecreëerd, er is geen belegging ten behoeve van de beleggers als de bank vrij is om het geld van de beleggers te gebruiken en de belegger niet belooft om het geld van de beleggers te beleggen in de activa die ten grondslag liggen aan de [sic!] In dit geval streeft de Bank slechts haar eigen winstbejag na. Een belegging ten gunste van de beleggers is over het algemeen ook niet aannemelijk als de Bank een deel van de via de Certificaten ontvangen gelden in de Referentieportefeuille belegt of via een swap met een derde in kaart brengt, als de belegging of het in kaart brengen via de swap uitsluitend gebeurt om haar eigen risico op verlies ten opzichte van de houder van het Certificaat af te dekken.*

worden opgericht.²³⁴ In het volgende hoofdstuk zal daarom in het bijzonder worden verwezen naar de abi-regeling.

Zoals hierboven is uiteengezet, is een abi, zoals gedefinieerd in de wet, 119 elke instelling voor collectieve belegging die het kapitaal van beleggers bundelt en het bijgevolg belegt in overeenstemming met een bepaalde beleggingsstrategie ten behoeve van de beleggers en bovendien geen icbe is in de zin van de IUG 2015, noch een beleggingsonderneming.²³⁵ Het begrip "kapitaal" moet ruim worden geïnterpreteerd en omvat alle soorten activa, zoals lidmaatschapsrechten, vorderingen en eigendomsrechten: "*Activa kunnen bijvoorbeeld traditionele activa (eigen vermogen, aandelen, schulden, enz.), private equity, onroerend goed en andere niet-traditionele activaklassen zoals schepen, bossen, wijn, enz. omvatten, en elke combinatie daarvan*"²³⁶. Het begrip kapitaal, dat volgens de AIFMG ruim moet worden geïnterpreteerd, omvat dus ook goederen. Een abi is dus niet beperkt in de allocatie van activa of in de verzameling van activa. Een AIF kan niet alleen beleggen in penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, maar ook in andere (grotendeels ongereguleerde) penningen zoals Bitcoin of Ether, die virtuele valuta's vertegenwoordigen en op dezelfde manier worden behandeld als koopwaar.²³⁷ Door

²³⁴ Zie titel II, hoofdstuk II.2.3.4.

²³⁵ Art 4 lid 1 regel 1 AIFMG of Art 4 lid 1 lit a AIFMD; zie ook *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-Richtlijn, Art 2, Rz 36 e.v. (blz. 33).

²³⁶ Discussiedocument 2012/117 van de ESMA, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.2.2012, Rz 12.

²³⁷ Zie ook *Bont*, Kryptowährungen - und was macht die Regulatoren?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-lichtenstein.pdf>, p 13; dergelijke lopers worden ook wel "Utility Token" genoemd.

het verzamelen van activa zoals ETH, BTC of soortgelijke penningen wordt ook het concept van kapitaal volgens de AIFMG gerealiseerd.

120 Bovendien wordt er al van uitgegaan dat een aantal beleggers wordt geaccepteerd als er meer dan één belegger wordt geaccepteerd. Er is geen grote hindernis die door dit criterium moet worden overwonnen en het is voldoende als er de mogelijkheid is dat meerdere investeerders aan de onderneming deelnemen; het is niet noodzakelijk dat meerdere investeerders daadwerkelijk deelnemen. Als²³⁸ een enkele belegger meerdere beleggers vertegenwoordigt, is dit ook voldoende om aan de eis van een aantal beleggers te voldoen.²³⁹

121 Het begrip "organisme" moet ook in dezelfde brede zin worden geïnterpreteerd. Een onderneming is een vehikel *"waarin het externe kapitaal dat bij de investeerders wordt aangetrokken, wordt gebundeld"*. Daarom is het voor het begrip "onderneming" onontbeerlijk dat er een juridisch of economisch onafhankelijk geïsoleerd activum wordt opgericht.²⁴⁰ Het is dus niet nodig om een organisme in een specifieke juridische vorm te organiseren. Daarom kunnen de middelen ook worden overgemaakt in de vorm van een contract, een trust, een charter of een partnerschap.²⁴¹ In dit

²³⁸ BaFin, Interpretatieve brief over het toepassingsgebied van de KAGB en het begrip "beleggingsfondsen", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, hoofdstuk I, P 4.

²³⁹ ESMA/2012/117, Rz 29; dit moet bijvoorbeeld worden verondersteld voor master/feederfondsen of fondsen van fondsen.

²⁴⁰ BaFin, Interpretatieve brief over het toepassingsgebied van de KAGB en het begrip "beleggingsfondsen", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, hoofdstuk I, P 1.

²⁴¹ Art 6 AIFMG; zie artikel 2, lid 2 AIFMD.

verband is ook de wijze waarop een investeerder in het vermogen participeert niet relevant en kan deze gebaseerd zijn op vennootschapsrechtelijke verhoudingen of overeenkomsten in het kader van het verbintenissenrecht.²⁴² De bundeling van kapitaal in een onderneming moet gericht zijn op het behalen van een rendement voor de investeerders - d.w.z. voor een gezamenlijke investering. Een instelling voor collectieve belegging wordt gekenmerkt door het feit dat het risico van winst en verlies wordt gedeeld. Als er alleen winstdeling is, maar geen verliesdeling, is er geen abi.²⁴³ De investering moet ook worden gedaan ten behoeve van de investeerders en mag dus niet worden geïnvesteerd ten behoeve van de eigen onderneming, zoals de financiering van een werkmaatschappij.²⁴⁴ Los daarvan moet worden opgemerkt dat ook private-equityfondsen en durfkapitaalfondsen, die soms een controlerende invloed verwerven in operationele doelondernemingen, als abi's moeten worden gekwalificeerd.²⁴⁵

²⁴² BaFin, Interpretatieve brief over het toepassingsgebied van de KAGB en het begrip "beleggingsfondsen", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, hoofdstuk I, P 1.

²⁴³ BaFin, Interpretatieve brief over het toepassingsgebied van de KAGB en over het begrip "beleggingsfondsen", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 9.03.2015, hoofdstuk I, P 2; zie ook *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-richtlijn, artikel 2, Rz 13 (blz. 26 f).

²⁴⁴ BaFin, Interpretatieve brief over het toepassingsgebied van de KAGB en over het begrip "beleggingsfondsen", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, hoofdstuk I, P 6; ESMA/2012/117, Rz 28; WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, p 3 f.

²⁴⁵ *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-richtlijn, artikel 2, Rz 67 f (S 42 f).

122 Het laatste en essentiële criterium van een abi is dat het bijeengebrachte kapitaal wordt belegd volgens een welomschreven beleggingsstrategie. Indicatoren voor het bestaan van een beleggingsstrategie zijn dat de beleggingsstrategie is vastgesteld vóór of ten laatste bij een bindende inschrijving op de deelnemingscertificaten van het fonds door een belegger; dat de belegger een afdwingbare aanspraak heeft op de uitvoering van de beleggingsstrategie; dat de beleggingsstrategie is vastgelegd in de beleggingsvoorwaarden of de oprichtingsdocumenten van de onderneming; dat de beleggingsstrategie de allocatie van de activa in concrete termen specificeert en bijvoorbeeld beleggingen in bepaalde activacategorieën of financiële beleggingsproducten, in bepaalde regio's, met een bepaalde hefboomwerking en houdperiode of andere vereisten voor risicospreiding bevordert.²⁴⁶

123 De indicatoren van een bepaalde beleggingsstrategie mogen niet verkeerd worden geïnterpreteerd om te betekenen dat er met de grootst mogelijke discretie van een beheermaatschappij geen beleggingsstrategie is vastgesteld en dat er dus ook geen AB's bestaan. Zoals reeds gedifferentieerd in hoofdstuk 5.1 is discretionair portefeuillebeheer op individuele cliëntbasis gebaseerd op discretionair vermogensbeheer voor een collectief, de archetypische definitie van een abi. Een beleggingsstrategie kenmerkt zich juist door een (vooraf gedefinieerde) discretie in de asset allocatie.²⁴⁷ De EAEM heeft dit standpunt bevestigd en als volgt toegelicht: *"het feit dat beleggingsbeslissingen uitsluitend worden*

²⁴⁶ ESMA/2012/117, Rz 30 e.v.; BaFin, interpretatieve brief over het toepassingsgebied van de KAGB en over de term "beleggingsfonds", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, hoofdstuk I, P 5.

²⁴⁷ Tollmann in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-richtlijn, artikel 2, marginalen 51 en 57 (blz. 37 e.v.).

overgelaten aan de rechtspersoon die een onderneming beheert, mag niet worden gebruikt om de bepalingen van de BAB te omzeilen".²⁴⁸

Dit vormt de afbakening naar securitisatie special purpose vehicles of 124 een SPV. Een special purpose vehicle dat enkel financiële instrumenten uitgeeft om een specifiek project te financieren is geen fonds. Voor een dergelijke SPV is het essentieel dat de beleggingsdoelstellingen al in het inschrijvingsproces zijn vastgelegd en dat er geen discretionaire bevoegdheid is bij de toewijzing van de activa. In dit geval is er sprake van een bedrijfsstrategie en niet van een investeringsstrategie.²⁴⁹ Ook houdstermaatschappijen voeren slechts een bedrijfsstrategie en zijn daarom uitgesloten van de fondsregulering.²⁵⁰ De AIFMD is derhalve niet van toepassing op dergelijke special purpose vehicles voor securitisatiedoeleinden, houdstermaatschappijen of special purpose vehicles die een bedrijfsstrategie volgen.²⁵¹

²⁴⁸ ESMA-richtsnoeren 2013/611 inzake essentiële termen van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD), gecorrigeerde versie van 30.01.2014 van de richtsnoeren inzake essentiële termen van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (ESMA/2013/611), gepubliceerd op 13.08.2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf, alinea 22.

²⁴⁹ Werkmaatschappijen die zich bezighouden met handels-, productie- of andere commercieel geleide activiteiten hebben ook een bedrijfsstrategie en beschikken niet over een fonds, zelfs niet als zij financiële instrumenten uitgeven in een financieringsronde.

²⁵⁰ Zie artikel 4, lid 1, onder o), van de AIFMD of artikel 4, lid 1, onder a), nr. 14 van de AIFMG.

²⁵¹ Artikel 2, lid 3, onder a) en g), van de AIFMD of artikel 2, lid 2, onder b) en h), van de AIFMG; voor special purpose vehicles voor securitisatiedoeleinden,

In een financieringsronde verzamelt een special purpose entity dus kapitaal, dat vervolgens eigen²⁵² of vreemd vermogen voor de onderneming vormt. Dit kapitaal kan dan worden gebruikt om een bedrijfsstrategie te implementeren. Het kapitaal van de beleggers in een fonds daarentegen vertegenwoordigt de activa van het beleggingsfonds die gescheiden zijn van de beheermaatschappij en die in geval van faillissement kunnen worden afgezonderd.²⁵³ Met betrekking tot Token en Robo-Advisory bestaat er geen vaste beleggingsstrategie, maar alleen een bedrijfsstrategie als kapitaal wordt verzameld dat wordt belegd in crypto-valuta's zoals BTC, ETH, enz. volgens een algoritme dat vooraf is gedefinieerd en dat geen enkele interventie of discretie toestaat bij de toewijzing van de activa. In een dergelijk geval is er dus geen sprake van een collectieve belegging in de zin van de fondsregulering.

zie de definitie in artikel 4, lid 1, onder a), van de AIFMD of artikel 4, lid 1, regel 37 van de AIFMG in samenhang met artikel 1, lid 2, van Verordening EU/1075/2013, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. Zie ook de zogenaamde STSR ("Simple, Transparent and Standardized Regulation" of Securitization Regulation), Verordening EU/2017/2402, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (met name art. 2 nr. 1 en 2 van de Securitization Regulation).

²⁵² Er is sprake van eigen vermogen als de financieringsmiddelen voor onbepaalde tijd ter beschikking worden gesteld en een nominale waarde hebben die verdiend kan worden, terwijl het geleende kapitaal gekenmerkt wordt door een looptijd waarna het met rente moet worden terugbetaald. Durfkapitaal of risico- of durfkapitaal vertegenwoordigt gewoonlijk aandelenkapitaal (ook private equity).

²⁵³ Artikel 41, lid 2 KO - "*Indien de failliete boedel vermogensbestanddelen bevat die niet geheel of gedeeltelijk toebehoren aan de gefailleerde schuldenaar, wordt het zakelijk of persoonlijk recht op afscheiding beoordeeld volgens de algemene rechtsbeginselen*".

²⁵⁴Het is belangrijk op te merken dat de FMA volgens artikel 159, lid 2, van de AIFMG en artikel 130, lid 2, van de UCITSG bindende antwoorden moet geven op juridische en feitelijke vragen - met inbegrip van bijvoorbeeld de vraag of een fonds al dan niet bestaat - door middel van een aanvraag, op voorwaarde dat de elementen van de feiten die nodig zijn voor de beoordeling uitvoerig en correct worden bekendgemaakt. Alleen schriftelijke informatie van de FMA, die op aanvraag wordt verstrekt, vormt een bescherming van het vertrouwen. In verband met betrouwbare technologieën moet de FMA op grond van artikel 43, lid 2, onder b), van het TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, ook informatie verstrekken over de toepasselijkheid van alle in artikel 5, lid 1, van de FMA-wet genoemde bijzondere wetten met betrekking tot een concreet bedrijfsmodel. 126

Wat ten slotte de symbolische vermelding van de rechten van deelneming in fondsen betreft, zij erop gewezen dat de rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging worden beschouwd als financiële instrumenten in de zin van bijlage 2, deel C, punt 3, van de bankwet en bijlage I, deel C, punt 3, van de MiFID II in samenhang met artikel 15 van de Oostenrijkse wet op de beleggingsfondsen. Er zijn geen zorgen over de regelgeving met betrekking tot de symbolisering van dergelijke financiële instrumenten.²⁵⁵ 127

128

²⁵⁴ De "facultatieve bepaling" moet worden gezien in de zin van een door de wet gebonden discretionaire bevoegdheid.

²⁵⁵ Zie titel II, hoofdstuk II.2.3.5,

Het is ook opmerkelijk dat de verhandeling van rechten van deelneming in een abi alleen voor professionele beleggers is geharmoniseerd.²⁵⁶ Liechtenstein heeft gebruik gemaakt van de openingsclausule van artikel 43, lid 1, eerste alinea, van de AIFMD en volgens artikel 129 e.v. van de AIFMG is het mogelijk om AB's aan particuliere beleggers in Liechtenstein te distribueren. Dergelijke abi's komen echter niet in aanmerking voor een paspoort.²⁵⁷

- 129 De vennootschapsrechtelijke bepalingen van een naamloze vennootschap zijn ook subsidiair van toepassing op een AGmvK of een BEVEK, tenzij er bijzondere bepalingen zijn voorzien.²⁵⁸ Een AGmvK kan het aandelenkapitaal verhogen door nieuwe aandelen uit te geven of het kan het aandelenkapitaal verminderen door het aandelenkapitaal terug te betalen via de terugbetaling van aandelen.²⁵⁹ Een AGmvK kan vervolgens eigen aandelen houden, in tegenstelling tot een naamloze vennootschap met vast kapitaal.²⁶⁰

5.3 Gesegmenteerde coöperaties (PCC) ter onderscheiding van het Fonds

²⁵⁶ Zie artikel 43, lid 1, tweede alinea, van de AIFMD.

²⁵⁷ Voor de distributie aan particuliere klanten, die bijvoorbeeld in Oostenrijk in principe verboden is, zie ook WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, p. 3.

²⁵⁸ Art 361(3) PGR.

²⁵⁹ Art 361(2) PGR.

²⁶⁰ Artikel 363 van het PGR; voor een naamloze vennootschap is dit slechts in zeer beperkte mate toegestaan op grond van artikel 306 bis tot en met artikel 306 septies van het PGR, aangezien dit in feite vergelijkbaar is met een kapitaalvermindering.

Op 01.01.2015 werd de gesegmenteerde verbandmaker of de Protected Cell Company onderdeel van het PGR.²⁶¹ De PCC is slechts een organisatievorm en geen nieuwe bedrijfsvorm; een naamloze vennootschap kan bijvoorbeeld gesegmenteerd worden. Volgens artikel 243, lid 1, van het PGR is het doel van ondernemingen die zijn georganiseerd als gesegmenteerde rechtspersonen beperkt tot vermogensbeheeractiviteiten (holding of passieve vennootschap) en mag een gesegmenteerde rechtspersoon geen handels-, productie- of andere commerciële activiteiten ontplooiën.²⁶² 130

Artikel 243e, lid 5, van het PGR bepaalt echter dat in het geval van een naamloze vennootschap die is gestructureerd als een PCC, zogenaamde segmentaandelen kunnen worden uitgegeven, die betrekking kunnen hebben op alle of individuele segmenten. Een dergelijke structuur kan leiden tot problemen bij het definiëren van een fondsstructuur, aangezien een dergelijk model sterk lijkt op de cascade van drie niveaus van fondsen - fonds²⁶³, compartiment en aandelenklasse.²⁶⁴ 131

Zelfs in het geval van een gesegmenteerde naamloze vennootschap zal de fondsregulering - in ieder geval met betrekking tot het abi-regime - regelmatig moeten worden ontkend door de uitsluiting van een 132

²⁶¹ LGBl 2014.362; Art 243 ff PGR.

²⁶² Zie *Helbock*, Besondere Aspekte der Segmentierte Verbandsperson (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, blz. 22; zie ook FN 97 voor verdere vormen van vormgeving.

²⁶³ Een fonds in contractuele of statutaire vorm (beheermaatschappij) in de zin van een kapitaalvormend fonds (cf. terminologisch ook het "vestigingsfonds" in artikel 536 e.v. PGR).

²⁶⁴ Cf. met betrekking tot de segmentaandeelhouders BuA 2014/69, p. 49 f.

bepaalde beleggingsstrategie. Als er dus geen discretionaire bevoegdheid is bij de toewijzing van activa, maar het geldt dat in een financieringsronde wordt ontvangen, wordt belegd in vooraf vastgestelde beleggingsdoelstellingen, zal de fondsregulering ook moeten worden ontkracht als een naamloze vennootschap is gestructureerd als een gesegmenteerde vereniging die gesegmenteerde aandelen of gesegmenteerde obligaties²⁶⁵ uitgeeft.

- 133 Er dient echter te worden opgemerkt dat de aandelen van het segment volgens de wet moeten worden gestructureerd als preferente aandelen.²⁶⁶ Preferente aandelen bevatten dezelfde basisrechten als gewone aandelen plus een bepaalde voorkeur voor stemrecht, de verkiezing van bepaalde bestuursorganen, het nemen van besluiten over specifieke agenda's die in de statuten zijn vastgelegd, over dividenden, over het liquidatiegedeelte of over inschrijvingsrechten in het geval dat nieuwe aandelen worden uitgegeven.²⁶⁷ Preferente aandelen hebben dus een hoger recht dan gewone aandelen. *“Er is een mogelijkheid dat, in het geval van twee verschillende categorieën van aandelen, elk bepaalde voorrechten heeft. In dit geval is de categorie van de preferente aandelen die welke, in zijn geheel genomen, veel grotere voorrechten lijkt te hebben.”*²⁶⁸ Volgens

²⁶⁵ In het bijzonder moet artikel 243 septies, lid 1, van het PGR in acht worden genomen, volgens hetwelk het contracterende segment en zijn aansprakelijkheidsfonds openbaar moeten worden gemaakt.

²⁶⁶ Art 243e (5) PGR.

²⁶⁷ Artikel 301, lid 2, PGR.

²⁶⁸ *Frick*, De soorten aandelen onder het Liechtensteinse vennootschapsrecht, blz. 127.

PGR zijn zuivere aandelen zonder stemrecht, die voor het overige ²⁶⁹geëlijk zijn aan gewone aandelen, daarom over het algemeen geen preferente aandelen. Hoewel ze standaard recht geven op hogere dividenden, omdat ze geen stemrecht hebben, zijn ze niet preferent in de zin van een preferent aandeel, tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen. In Liechtenstein vormen dergelijke eigenvermogensinstrumenten deelbewijzen. Het deelnemingskapitaal is gemaximeerd op het dubbele van het aandelenkapitaal.²⁷⁰ Een deelnemer heeft geen recht om deel te nemen aan een algemene vergadering. Een preferent aandeel daarentegen kan zodanig worden gestructureerd dat het, hoewel het geen stemrecht vertegenwoordigt, wel een voordeel oplevert ten opzichte van een gewoon aandeel in zijn geheel. Net als het deelnamecertificaat geeft een dergelijk aandeel echter geen recht op deelname aan een algemene vergadering.²⁷¹ Een dergelijke voorkeursaandeelhouder heeft echter recht op de rechten die verbonden zijn aan de stemrechten op grond van artikel 304c, lid 2, van het PGR (bijvoorbeeld het recht om een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen).

De verplichte structurering van segmentaandelen als preferente aandelen toont ook het statutaire onderscheid met fondsstructuren. Volgens het juridische materiaal zijn de aandeelhouders van de segmenten "*aandeelhouders van de gesegmenteerde entiteit als zodanig [en] de aandeelhouders van de segmenten oefenen hun stemrecht uit op de algemene vergadering van*" 134

²⁶⁹ Deelnamecertificaten volgens artikel 304a PGR.

²⁷⁰ Art 304b (1) PGR.

²⁷¹ Volgens artikel 332, lid 2, van het PGR zijn alleen stemgerechtigde aandeelhouders gerechtigd om deel te nemen aan de Algemene Vergadering.

*de gesegmenteerde entiteit.*²⁷² Wat de activa betreft, neemt een segmentaandeelhouder echter slechts in bepaalde segmenten deel.²⁷³ Fund units daarentegen zijn bijna nooit gestructureerd als preferente aandelen, volgens welke er een recht van lidmaatschap in de beheer- of beleggingsmaatschappij bestaat en deelname in een compartiment of subfonds is overeengekomen op basis van het vermogensrecht. Elke deelname zal veeleer rechtstreeks betrekking hebben op het respectieve compartiment in overeenstemming met de voorwaarden van de respectieve aandelenklasse.

Los daarvan - of juist daarom - kan een naamloze vennootschap in de vorm van een PCC een interessant structurerend alternatief zijn voor een financierings- of beleggingsinstrument tussen een fonds en een klassiek special purpose vehicle voor effectisering.

5.4 Conclusie Tokenisatie van financiële instrumenten en collectieve beleggingsregelingen

135 Bij het samenvoegen van kapitaal, dat vervolgens wordt belegd, is de fundamentele vraag of er een fonds bestaat. Een van de belangrijkste criteria van de fondsen is de investering volgens een gedefinieerde investeringsstrategie. Met andere woorden, discretionair individueel portefeuillebeheer kan worden omgezet in een collectieve beleggingsbasis om een fonds op te richten. Holdings of special purpose vehicles vormen echter geen fondsen als zij een bedrijfsstrategie volgen. Als een portefeuille van financiële instrumenten wordt vertegenwoordigd in

²⁷² BuA 2014/69, p. 49 f.

²⁷³ Daarom moeten de activa van de afzonderlijke segmenten van elkaar en van de kernactiva worden gescheiden overeenkomstig artikel 243e, lid 4, van het PGR.

de vorm van penningen en de beleggers daarin moeten participeren, wordt er een collectieve belegging gedaan als een beheermaatschappij een dergelijke portefeuille beheert.

Hoewel een icbe of een icbe alleen in liquide financiële activa mag beleggen, staat het een abi vrij om in andere activa te beleggen, en daarom kan een crypto-fonds in feite alleen als een abi worden gestructureerd, tenzij alleen de rechten van deelneming van een fonds in de vorm van penningen worden uitgegeven. 136

Een SPV die financiële instrumenten uit geeft om te beleggen in vooraf gedefinieerde beleggingsdoelstellingen vormt geen fonds. Er mag geen discretionaire bevoegdheid zijn bij de investering van het opgehaalde kapitaal. Dit kan van belang zijn in verband met penningen als het verzamelde kapitaal hardnekkig moet worden belegd volgens een onveranderlijk algoritme (Robo-Advisory). Het fondsreglement wordt hier niet toegepast zolang er geen discretie is in de belegging van het verzamelde kapitaal. 137

Het is ook van belang, met name in verband met de bedrijfsmodellen van FinTech-starters, dat de Liechtensteinse FMA, overeenkomstig artikel 159, lid 2, van de AIFMG en artikel 130, lid 2, van de ICBE, een bindend antwoord geeft op de vraag of een fonds al dan niet bestaat, door middel van een schriftelijk verzoek. In dit verband moet worden opgemerkt dat de voor de beoordeling vereiste feiten openbaar moeten worden gemaakt; de FMA is overeenkomstig het beginsel van de bescherming van het vertrouwen gebonden aan alle informatie die in dit verband wordt verstrekt. 138

- 139 Met betrekking tot de regeling voor AB's is het vermeldenswaard dat de verhandeling van rechten van deelneming of aandelen in een AB alleen geharmoniseerd is met betrekking tot professionele beleggers. Hoewel Liechtenstein gebruik heeft gemaakt van de openingsclausule van artikel 43, lid 1, eerste alinea, van de AIFMD en het derhalve mogelijk is om AB's aan kleine beleggers in Liechtenstein te verhandelen (artikel 129 en volgende van de AIFMG), hebben dergelijke AB's geen toegang tot het Europass-systeem en komen zij derhalve niet in aanmerking voor een paspoort op de Europese interne markt.
- 140 De gesegmenteerde vereniging of PCC is ook interessant in verband met het ontwerp van fondsen. De PCC is slechts een organisatievorm en geen aparte bedrijfsvorm. Zo kan bijvoorbeeld een naamloze vennootschap worden gesegmenteerd. Gesegmenteerde rechtspersonen naar Liechtensteins recht beperken zich tot vermogensbeheeractiviteiten.
- 141 Artikel 243e lid 5 PGR bepaalt dat gesegmenteerde aandelen kunnen worden uitgegeven in het geval van een naamloze vennootschap die is gestructureerd als een PCC. Dergelijke segmentaandelen kunnen betrekking hebben op alle of afzonderlijke segmenten van het PCC. Een dergelijke structuur doet in feite denken aan de cascade van drie niveaus van fonds-, compartiment- en aandelenklasse. Bij een dergelijke structuur rijst ook de vraag of er een gedefinieerde investeringsstrategie is volgens welke het verzamelde kapitaal wordt geïnvesteerd. Als dit wordt ontkend, is er geen fonds, maar als dit wordt bevestigd, zal het over het algemeen moeilijk zijn om de regulering van het fonds te ontcrachten.

142

Opgemerkt moet worden dat segmentaandelen moeten worden gestructureerd als preferente aandelen. Preferente aandelen hebben dezelfde rechten als gewone aandelen en omvatten ook een bepaalde voorkeur voor stemrechten, dividenden, liquidatieaandelen of inschrijvingsrechten bij uitgifte van nieuwe aandelen; de rechten van preferente aandelen zijn dus hoger dan die van gewone aandelen. Er moet rekening worden gehouden met een totaalbeeld. Deelnamecertificaten (niet-stemgerechtigde aandelen) moeten daarom niet worden behandeld als preferente aandelen naar Liechtensteins recht, aangezien zij de houder regelmatig recht geven op hogere dividenden dan gewone aandelen, maar geen stemrechten toekennen. Over het geheel genomen is er dus geen sprake van een preferentie ten opzichte van gewone aandelen.

Segmentaandeelhouders van een gesegmenteerde aandelenvennootschap oefenen hun stemrecht uit op de algemene vergadering van de gesegmenteerde entiteit en nemen ook deel aan alle of aan individuele segmenten; in het algemeen moet er echter een voorkeur zijn. Daarnaast moet het ook mogelijk zijn om per segment schuldbewijzen uit te geven, zoals een segmentlening. 143

6. Munten en consumentenrecht

Indien penningen geen vorderingen²⁷⁴ op een emittent vertegenwoordigen, maar een grondstof met een intrinsieke of immanente waarde (digitale inhoud) als een gegevensbestand of software, die op de vrije 144

²⁷⁴ In geld (deposito's of elektronisch geld) of lidmaatschaps- of schuldrechten in het kader van het vennootschapsrecht (financiële instrumenten) - zie titel II. Hoofdstukken II.2.2.2 en III.2.7.

markt volgens vraag en aanbod wordt gevormd²⁷⁵, zijn de voorschriften van het financiële marktrecht enerzijds niet van toepassing²⁷⁶ en anderzijds rijst de vraag of en in hoeverre de voorschriften inzake consumentenbescherming relevant zijn, in het bijzonder met betrekking tot het herroepingsrecht volgens KSchG en FAGG.

- 145 Ook artikel 8 van de FernFinG voorziet in een herroepingsrecht, hoewel volgens artikel 10 FernFinG een consument geen herroepingsrecht heeft in geval van overeenkomsten inzake financiële diensten waarvan de prijzen op de financiële markt gebonden zijn²⁷⁷ aan schommelingen die buiten de macht van de ondernemer liggen en die zich binnen de herroepingstermijn kunnen voordoen. Dit geldt ook voor diensten in verband met overdraagbare of verhandelbare effecten en moet dus ook gelden voor penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen. Er zij op gewezen dat zelfs indien een verplichting om een consument te informeren over het al dan niet bestaan van een herroepingsrecht moet worden nagekomen²⁷⁸, het niet informeren van een consument over een niet-bestaand herroepingsrecht niet leidt tot het ontstaan van een dergelijk herroepingsrecht - na het symbool *deus ex machina*, onverwacht en verrassend. Dit heeft tot gevolg, zoals *Gruber*

²⁷⁵ Waarbij prijs- en waardevorming altijd uit elkaar moeten worden gehouden. De waarde wordt gevormd in de loop van de productie - in termen van penningen, d.w.z. ontwikkeling of programmering - terwijl de prijs wordt gecreëerd door de uitwisseling of circulatie van goederen en geld.

²⁷⁶ Zie in dit verband het document in titel II. in detail, met name hoofdstuk II.2.2.2, II.2.7.3 en II.2.7.6 met betrekking tot penningen als waardepapieren.

²⁷⁷ De definitie van de financiële markt moet ruim worden geïnterpreteerd en is niet alleen gebaseerd op gereguleerde of georganiseerde markten, maar ook op over-the-counter (OTC) handel; zie titel II, hoofdstuk II.2.3.1b

²⁷⁸ Artikel 5, lid 1, onder c), punt 1, FernFinG.

stelt, "dat het niet geven van instructies over het niet bestaan van het herroepingsrecht zonder sanctie is".²⁷⁹

Volgens artikel 4, lid 1, van de Wet op de consumentenbescherming 146 kan een consument 14 dagen na het sluiten van²⁸⁰ een overeenkomst voor het verlenen van diensten of, in het geval van een overeenkomst voor de verkoop van goederen, 14 dagen na de dag waarop de overeenkomst tussen de handelaar en de consument is gesloten, zonder opgave van redenen een overeenkomst herroepen indien de contractuele verklaring van de consument niet in de bedrijfsruimten van de handelaar is afgelegd. Dit herroepingsrecht is echter niet van toepassing op penningen die software vertegenwoordigen in de zin van koopwaar (digitale inhoud of "utility", "payment", "currency" of "commodity" penningen, die geen e-geld zijn en dus ook geen deposito's en bovendien geen financiële instrumenten, maar worden behandeld als virtuele valuta), aangezien dergelijke overeenkomsten onderworpen zijn aan de wet op de langeafstands- en buitenlandse handel.²⁸¹ Het FAGG voorziet echter in een herroepingsrecht voor overeenkomsten die in het kader van de verkoop op afstand zijn gesloten en die vergelijkbaar zijn met die van KSchG.

Er kan echter een uitzondering op het herroepingsrecht overeenkomstig artikel 19, lid 1, van het FAGG worden gemaakt, waarbij lit b en lit l 147

²⁷⁹ Gruber, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, Issue 2, 15.02.2005, blz. 53 (paragraaf III. Herroepingsrecht van de consument), waarin het onderwerp op het aangegeven punt nader wordt behandeld.

²⁸⁰ Niet-uitvoering van het contract.

²⁸¹ Artikel 4, lid 3, onder d), van de KSchG juncto artikel 12, lid 1, van de FAGG.

leg cit bijzonder relevant zijn met betrekking tot de genoemde warenmunten. Een consument heeft volgens FAGG geen herroepingsrecht voor het verwerven van digitale inhoud bij verkoop op afstand, die niet op een fysieke gegevensdrager is opgeslagen, indien de ondernemer met uitdrukkelijke instemming van de consument en met diens kennis van de gevolgen met betrekking tot het herroepingsrecht voortijdig - voor het verstrijken van de herroepingstermijn van 14 dagen - is begonnen met de uitvoering, waarbij een bevestiging van de gesloten overeenkomst op een permanente gegevensdrager dient te worden verstrekt.²⁸² Naast papier bevat een permanente gegevensdrager ook USB-sticks, geheugenkaarten, harde schijven en e-mails.²⁸³ Hoewel het in principe mogelijk is om een beroep te doen op deze uitzondering, brengt het een aanzienlijke administratieve inspanning met zich mee en onthult het een discrepantie met betrekking tot de aankoop van penningen in de zin van digitale inhoud²⁸⁴ bij verkoop op afstand en penningen die zijn opgeslagen op een Hardware Wallet, aangezien de Hardware Wallet in dit geval als een fysiek object aan de Hardware Wallet is bevestigd. Er zij op gewezen dat volgens overweging 19 van de richtlijn betreffende consumentenrechten 2011/83 digitale inhoud in principe alleen goederen in de zin van deze richtlijn of het FAGG zijn als ze op een fysieke gegevensdrager zijn opgeslagen.

²⁸² Artikel 19, lid 1, onder l), van de FAGG, juncto artikel 6, lid 2, of artikel 8, lid 3, van de FAGG.

²⁸³ Artikel 4, lid 1, onder e), FAGG of artikel 2, lid 10, van Richtlijn 2011/83; zie ook BuA 2015/37, blz. 25; zie ook overweging 23 van Richtlijn 2011/83 (VRRRL), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

²⁸⁴ Volgens overweging 19 van Richtlijn 2011/83 is digitale inhoud computerprogramma's, toepassingen, spelletjes, enz.

De vraag rijst dan ook of de uitzondering op het herroepingsrecht van artikel 19, lid 1, onder b), FAGG relevant is voor penningen, aangezien een consument volgens deze bepaling geen herroepingsrecht heeft als een overeenkomst wordt gesloten voor goederen of diensten waarvan de prijs onderhevig is aan schommelingen op de financiële markt, waarbij een ondernemer daarop geen invloed mag hebben en de schommelingen tijdens de herroepingstermijn moeten kunnen optreden. Het Duitse Federale Hooggerechtshof steunde een herroepingsrecht op grond van deze bepaling en verwees daarbij naar de nationale tenuitvoerlegging van de Duitse richtlijn inzake consumentenrechten 2011/83 (geïmplementeerd in het FAGG voor Liechtenstein).²⁸⁵ Hoewel stookolie ook op de beurs wordt verhandeld - net als veel andere grondstoffen, producten of goederen - is de aankoop van stookolie niet speculatief van aard; er is geen aleatoir element.²⁸⁶ In feite is de volgorde van de stookolie niet onderhevig aan enige volatiliteit, aangezien de prijs van de goederen vooraf werd bepaald en dus voorspelbaar was. In het geval van transacties met een vaste prijs moet de uitzondering op het herroepingsrecht van artikel 19, lid 1, onder b), van de FAGG dus worden ontkracht. Incidentele omstandigheden die niet te voorzien waren, zoals de vraag of de prijs nog steeds gunstig is op het moment van levering, zijn niet nadelig. Wat betreft²⁸⁷ de volgens het Liechtensteinse recht niet-gereguleerde penningen, die op een platform worden uitgewisseld of verhandeld en die onder het FAGG vallen, be-

²⁸⁵ BGH VIII ZR 249/14 van 17 juni 2015.

²⁸⁶ BGH VIII ZR 249/14 van 17 juni 2015, blz. 6 en 9.

²⁸⁷ *Geiger in Keller/Klauser* (Hrsg), Oostenrijks en Europees consumentenrecht, § 18 FAGG, Rz 5.

tekent dit dat het van de wil van de partijen afhangt of een vaste-prijs-transactie bedoeld was of dat de penningen voor speculatieve doeleinden worden verworven - soms tegen de prijs op het ogenblik van de levering.²⁸⁸

- 149 *Stadler en Pfeil* propageren een speculatieve kern in B2C-transacties met betrekking tot penningen.²⁸⁹ Dit kan echter nauwelijks serieus worden gevolgd in deze algemeenheid, aangezien met name de protocolmunten of -penningen een doel hebben in het blokkenprotocol naast waardespeculatie (een voorwaarde voor het functioneren van het netwerkprotocol en voor consensusvorming, waarbij een intrinsieke waarde wordt gevormd). Het zal dus altijd nodig zijn om onderscheid te maken tussen gebruikers die een penning verkrijgen om verschillende diensten in het decentrale netwerk te verkrijgen of om functies te kunnen uitvoeren en investeerders die enkel wensen deel te nemen aan de uitvoering van een penning; een gebruiker van een blokkenprotocol kan niet worden verondersteld een primair belang te hebben bij de uitvoering van een penning, aangezien hij regelmatig met het protocol interageert en het nut van de penning wenst te benutten en soms ook de penning consumeert, vandaar dat elk speculatief karakter van ondergeschikt belang is.

²⁸⁸ Los daarvan is het raadzaam om de prijs in fiatgeld te noemen bij de uitgifte van uw eigen penning, die met andere penningen kan worden verkregen (bv. een nieuw uit te geven penning wordt uitgegeven in ruil voor een bepaald bedrag aan EUR of CHF, te betalen in ETH), om de volatiliteit ten minste tot op zekere hoogte te beperken in het geval van eventuele vorderingen tot terugbetaling.

²⁸⁹ *Stadler/Pfeil*, crypto-valuta's als vluchtige goederen volgens § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, mei 2018, S 101 (S 103).

Los van dit probleem rijst echter de vraag of penningen daadwerkelijk goederen zijn in de zin van het VRRL of het FAGG. Volgens artikel 2, lid 3, van het VRRL zijn goederen in principe slechts fysieke objecten. Water, elektriciteit en gas worden echter ook als goederen beschouwd, mits ze in een bepaalde hoeveelheid of in een bepaald volume worden verkocht. Munten zijn kwantitatief bepaalbaar en aangezien zij elektromagnetisch worden opgeslagen, kan de analogie van de munten ook worden gebruikt, dat zij in de VRRL als elektriciteit worden behandeld en dat zij, indien zij in een bepaalde hoeveelheid worden verkocht, ook als goederen in de zin van de VRRL of het FAGG worden beschouwd. *Stadler/Pfeil pleiten voor deze analogie*²⁹⁰. Een dergelijke analogie is duidelijk in tegenspraak met overweging 19 van het VRRL, aangezien penningen betrekking hebben op gegevens of software en dus op digitale inhoud in de zin van de richtlijn, en een dergelijke analogie moet daarom ook worden afgewezen: *“Evenals overeenkomsten voor de levering van water, gas of elektriciteit, indien deze niet in een beperkt volume of in een bepaalde hoeveelheid te koop worden aangeboden, of voor de levering van stadsverwarming, mogen overeenkomsten voor digitale inhoud die niet op een fysieke drager beschikbaar worden gesteld, niet worden beschouwd als verkoop- of dienstverleningsovereenkomsten in de zin van deze richtlijn”*.²⁹¹ De uitzondering op het herroepingsrecht volgens art. 19 lid 1 sub b FAGG geldt dus niet voor penningen die enkel software in de zin van koopwaar vertegenwoordigen, d.w.z. digitale inhoud volgens de VRRL of virtuele valuta volgens de 5e GW-Richtlijn.

²⁹⁰ *Stadler/Pfeil*, crypto-valuta's als vluchtige goederen volgens § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, mei 2018, S 101 (S 103).

²⁹¹ Overweging 19 VRRL en artikel 6, lid 2, en artikel 17, lid 1 VRRL.

- 151 Afgezien van deze bepalingen moet in het algemeen worden verwezen naar artikel 45 van de Liechtensteinse IPRG met betrekking tot het toepasselijke recht in verband met consumentenovereenkomsten met een grensoverschrijdend element. Indien het land waar de consument zijn gewone verblijfplaats heeft, voorziet in dwingende bijzondere beschermende bepalingen, hebben deze bepalingen voorrang op elke rechtskeuze, op voorwaarde dat de zakelijke relatie niet alleen door de consument is aangegaan, maar dat de zakelijke activiteit van de ondernemer ook gericht is op het land waar de consument zijn verblijfplaats heeft.
- 152 Er zij echter op gewezen dat bij gebrek aan een handhavingsverdrag - met uitzondering van Oostenrijk en Zwitserland - een verworven buitenlandse titel de facto niet afdwingbaar is met Liechtenstein, aangezien Liechtenstein het Verdrag van Brussel en het Verdrag van Lugano niet heeft ondertekend of geratificeerd.²⁹²
- 153 Los daarvan moet worden opgemerkt dat zelfs rechtskeuzeclausules ongeldig kunnen zijn als ze misleidend zijn, als er niet op wordt gewezen dat de dwingende bepalingen inzake consumentenbescherming

²⁹² *Öhri*, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007, blz. 100 (101); *Frick*, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in Liechtenstein - Ein Überblick, LJ, blz. 106 (110); *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p 71 f (Rz 192).

van de staat waar de consument zijn gewone verblijfplaats heeft, voorrang hebben; algemene rechtskeuzeclausules zijn dus ongeldig ten opzichte van de consument.²⁹³

In het algemeen moet de (passieve) vrijheid van dienstverlening die in de EU en de EER geldt, in acht worden genomen, op grond waarvan bijvoorbeeld een (bilaterale of multilaterale) crypto-exchange met betrekking tot penningen die geen financiële instrumenten, elektronisch geld of deposito's zijn, vrij is om cliënten uit EU- of EER-jurisdicties te accepteren waarvan de markten niet rechtstreeks door deze onderneming worden aangesproken, op voorwaarde dat zij de zakelijke relatie initiëren. In dit verband is het opmerkelijk dat een dergelijke activiteit in Liechtenstein weliswaar tegen een lage drempel of helemaal niet kan worden gereguleerd, afhankelijk van de concrete vorm die zij aanneemt (ten minste volgens de juridische situatie vóór de TVTG en 154

²⁹³ Art 3 Clausule Richtlijn 93/13/EEA, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj>; waarbij het open blijft hoe ver de informatie over dwingend recht moet gaan, aangezien dit potentieel ontardt in een beschrijvende vergelijking van de respectieve rechtsstelsels; cf. OGH 2 OB 155/16g van 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214..000, onder verwijzing naar EHJ C-191/15 van 28.7.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612: "artikel 3, lid 3 1) Artikel 3, lid 1, van richtlijn 93/13 moet aldus worden uitgelegd dat een in de standaardvoorwaarden van een handelaar opgenomen begrip waarover niet afzonderlijk is onderhandeld en dat bepaalt dat het recht dat van toepassing is op een langs elektronische weg met een consument gesloten overeenkomst, het recht is van de lidstaat waar de handelaar zijn statutaire zetel heeft, oneerlijk is voor zover het de consument misleidt door hem de indruk te geven dat alleen het recht van die lidstaat op de overeenkomst van toepassing is, zonder hem mee te delen dat hij ook de bescherming geniet van de dwingende bepalingen van het recht dat zonder dat binding van toepassing zou zijn; Het staat aan de nationale rechter om dit in het licht van alle relevante omstandigheden te beoordelen."

zolang er geen Fiat-nederzetting plaatsvindt), maar dat dezelfde activiteit in Duitsland bijvoorbeeld strikt kan worden gereguleerd, aangezien de zogenaamde rekeneenheden daar ook financiële instrumenten vormen en er dus een beleggingsdienst wordt verleend en er een MTF zou moeten worden goedgekeurd.²⁹⁴ In verband met dergelijke financiële diensten kan het omgekeerde verzoek²⁹⁵ op grond van artikel 42 van de MiFID II in samenhang met overweging 85 van de MiFID II ook aanzienlijk zijn.

7. Belangrijkste resultaten

155 Dit afsluitende hoofdstuk geeft een samenvatting van de centrale bevindingen en resultaten van dit werk in verband met penningen, effecten en giraal overdraagbare waardepapieren.

156 Er zij aan herinnerd dat een blokketen in principe een gedecentraliseerde, openbare en permanente database is. Niet alle blokkettingen zijn hetzelfde. Er moet met name een onderscheid worden gemaakt tussen de verschillende machtigingen met betrekking tot de lees- en schrijftoegang. In tegenstelling tot een private (permissioned) blokketen heeft elke gebruiker schriftelijke toestemming op een publieke (permissionless) blokketen. De attributen "open" en "gesloten" blokketen zijn daarentegen afhankelijk van het ontwerp van de leesrechten. Bitcoin en Ethereum zijn goede voorbeelden van openbare open blokkettingen - elke gebruiker heeft lees- en schrijftoegang. Een blokketen met

²⁹⁴ Zie titel II, hoofdstuk II.2.4.

²⁹⁵ Op grond van deze bepalingen kunnen ondernemingen uit derde landen beleggingsdiensten verrichten op exclusief initiatief van cliënten uit de EU of de EER, zonder dat zij onderworpen zijn aan de overeenkomstige MiFID II-regelgeving.

schrijftoegang voor iedereen, maar beperkte leestoegang (publiek gesloten) is daarentegen ideaal voor het houden van anonieme verkiezingen. Als er daarentegen wel transparantie vereist is, maar niet iedereen schrijftoegang zou moeten hebben, dan kan er gebruik worden gemaakt van een particuliere open blokketen. Het officiële verkeer daarentegen zou kunnen worden overgeheveld naar een gesloten privé-blokketen, die slechts een beperkte lees- en schrijftoegang zou hebben.

Een mogelijk gebruik van een toestemmingsloze of publieke blokketen 157 is bijvoorbeeld de implementatie van de zogenaamde Self-Sovereign-Identity (SSI) als aanvulling en achtste niveau van het Open Systems Interconnection Model (OSI), dat het referentiemodel voor netwerkprotocollen is. Vooral in verband met de overdraagbaarheid van geverifieerde gegevens kan de blokketentechnologie een belangrijke rol spelen (identificatie, leeftijdscontrole, enz.). Dit moet bijvoorbeeld worden gepresenteerd als een laag op het niveau van de internetbrowser. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat persoonlijke gegevens op dit "metaniveau" worden ingevoerd en vervolgens - indien gewenst - gelijktijdig op alle sociale netwerken worden bijgewerkt. Omgekeerd, eenvoudig gezegd, zou de inhoud ook kunnen worden ingevoerd zonder dat een websitehoster zich hiervan bewust is (aangezien de inhoud een laag hoger is geïntegreerd; bijvoorbeeld reclame voor cryptomunten op websites die dergelijke reclame in en uit zichzelf hebben verboden).

Technisch gezien kunnen penningen worden weergegeven als een dataset 158 die onderhevig is aan twee-factor-authenticatie en kan worden gebruikt om softwaregebaseerde diensten te autoriseren. Toegang wordt alleen verleend na succesvolle authenticatie. Authenticatiefactoren

kunnen gebaseerd zijn op de elementen kennis, eigendom en inheemsheid. Interessant is dat dezelfde elementen ook terug te vinden zijn in de PSD II in verband met sterke klantauthenticatie.

- 159 Decentrale apps, zogenaamde Smart Contracts, in de zin van permanente scripts, worden ook regelmatig gebruikt op decentrale protocollen zoals blokketens. Deze gaan terug op de Agoric Computing-modellen van de jaren tachtig en kunnen ook contracten in juridische zin vertegenwoordigen, als men bedenkt dat de contracten zelf impliciet of mondeling kunnen worden gesloten.

7.1 Het in kaart brengen van het volledige eigendomsrecht in een penning

- 160 Wegens een ontbrekend element van lichamelijkheid vormen penningen geen zaak in de zin van het Liechtensteinse vermogensrecht. Met de inwerkingtreding van de TVTG op 01.01.2020 moeten de bepalingen van het eigendomsrecht echter analoog worden toegepast op de penningen.
- 161 Het principe van "Substance over Form" is echter van toepassing ongeacht dit principe en het recht dat door de penning wordt vertegenwoordigd, moet altijd in overweging worden genomen. Indien een bewaarnemer bijvoorbeeld een voorwerp in bewaring heeft voor een persoon die gerechtigd is om over een penning te beschikken overeenkomstig de regels van het depositogarantiestelsel, vertegenwoordigt een dergelijk penningstuk in feite het eigendomsrecht van het voorwerp dat in bewaring wordt gehouden.

162

De vraag of er een depositum regulare bestaat, waarbij de bewaarder eigenaar blijft van een specifiek object, of dat er een depositum irregular wordt gecreëerd, waarbij alleen een generieke claim bestaat, hangt af van de economische bedoelingen van de partijen. In overeenstemming met de bepalingen van de bewaarnemingsovereenkomst moet een bewaarnemer dezelfde voorwerpen die in bewaring zijn gesteld, teruggeven. Zoals hierboven vermeld, kan een depositum regulare bestaan, zelfs als de bewaarder alleen items van hetzelfde type en dezelfde kwaliteit moet retourneren. Het hangt af van de overeenkomst over de eigendom van de goederen. Als de bewaarder de eigenaar wordt, is er een onregelmatig deposito geregeld. Echter, als de bewaarder de eigenaar moet blijven, bestaat er een depositoregeling. Dit kan hier een belangrijke rol spelen, zodat in het geval van tokenisatie van het eigendomsrecht een token niet wordt gekwalificeerd als een financieel instrument vanuit een toezichtsperspectief vanwege het gebrek aan standaardisatie.

Standaardisatie kan echter worden bereikt door middel van een be- 163
waarovereenkomst, die uiteindelijk onschadelijk is. Er kan een depositum regulare bestaan, maar de partijen of, in het bijzonder, de deposant kan een in type, aantal en kwaliteit vergelijkbaar object accepteren in plaats van het opgegeven object.

7.2 Waarde rechten volgens TVTG en waarde rechten volgens PGR zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)

De BuA 2019/93 introduceert enerzijds waarderechten volgens TVTG en anderzijds waarderechten volgens PGR. Er zijn belangrijke verschillen tussen de boekentry-rechten onder deze wetten, afgezien van de vertegenwoordiging in een penning of het beheer in het register van boekentry-rechten. Voor giraal overdraagbare waardepapieren volgens het PGR, zoals gewijzigd in de versie van de wet inzake giraal overdraagbare waardepapieren van 2019/93, moeten de bepalingen van de wet inzake eigendomsrechten op functioneel gelijkwaardige wijze worden toegepast, aangezien deze giraal overdraagbare waardepapieren dezelfde functies moeten hebben als die van waardepapieren. Bovendien blijft het beginsel van de causaliteit in het PGR gelden. De bepalingen van het TVTG mogen daarentegen alleen op functioneel adequate wijze, d.w.z. naar analogie, worden toegepast op giraal overdraagbare effecten in het kader van het TVTG. Bovendien geldt het abstractiebeginsel ten aanzien van de uitzendregels van het TVTG.

165 Dit heeft tot gevolg dat in het geval van de overdracht van giraal overdraagbare effecten in de vorm van penningen in het kader van het TVTG, de vervreemdingstransactie ook abstract blijft, mocht de verbintenistransactie ophouden te bestaan. In dit geval zou de transactie volgens het verrijksrecht moeten worden teruggedraaid. Indien echter de oorzaak van een transactie met betrekking tot ongecertificeerde effecten overeenkomstig het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, wegvalt, vervalt ook de verbintenistransactie en kunnen dergelijke ongecertificeerde effecten in de toekomst worden geïndexeerd.

166 De reden hiervoor is dat een recht op inbraakbeveiliging volgens het PGR, zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/93, alle functies

van een beveiliging heeft, waaronder een transportfunctie, een legiti-
matie- en bevrijdingsfunctie, een verkeersbeschermingsfunctie en een
bepaling van de bezwaren. De bepaling is opzettelijk bedoeld om ver-
der te gaan dan de Zwitserse basis voor ontvangst in artikel 973c van
het Zwitserse Wetboek van Verplichtingen, dat de toepassing van de
bepalingen van het eigendomsrecht (transportfunctie en verwerving
van goede trouw) met betrekking tot giraal overdraagbare effecten
ontzegt.

Met § 81a van het laatste deel van het PGR, zoals gewijzigd door het 167
Bundesgesetzbuch 2019/93, is de dogmatiek van het burgerlijk recht in-
grijpend gewijzigd en kunnen alle rechten in de vorm van giraal over-
draagbare waardepapieren worden vertegenwoordigd, zodat deze ver-
volgens aan het eigendomsrechtelijke regime kunnen worden
onderworpen. Een van de meest essentiële (juridische) veranderingen
die het wetgevingsproces met betrekking tot de blokketenwet met zich
meebrengt, moet daarom buiten de blokketenwet worden gesitueerd.
Er moet echter rekening worden gehouden met het feit dat het register
van boekingsrechten ook zo moet worden georganiseerd dat onge-
rechtvaardigde inmenging van de schuldenaar in de rechten van de
schuldeiser wordt uitgesloten. Blokketentechnologie of VT-systemen
zoals gedefinieerd in de TVTG zijn ook geschikt voor dit doel. Het bi-
jhouden van het register van de boekrechten in de blokketen betekent
niet noodzakelijkerwijs dat de boekrechten ook in de vorm van pennin-
gen moeten worden bijgehouden en dus weer onder het TVTG vallen.

7.3 Tokenisatie in instellingen voor collectieve belegging en gesegmenteerde verenigingen

- 168 Een van de belangrijkste criteria van de fondsen is de investering volgens een gedefinieerde investeringsstrategie. Dit betekent discretie bij de toewijzing van activa. Indien discretionair individueel vermogensbeheer wordt toegepast op een collectief, komt dit tot uiting in de fondsregulering.
- 169 Holdings of special purpose entities die zich bezighouden met fondsenwerving, bijvoorbeeld door het uitgeven van een security token, zijn geen fondsen zolang ze een bedrijfsstrategie volgen. Dit betekent dat op het moment van de inschrijving op de (gemerkte) financiële instrumenten de beleggingsdoelstelling al moet zijn vastgesteld en dat er geen sprake is van een discretionaire bevoegdheid bij de belegging. Als er daarentegen met een zekere mate van discretie wordt belegd, is er sprake van een gedefinieerde beleggingsstrategie en dus van een fonds. Een voorbeeld van een koorddanser is te zien in de investering volgens een vast algoritme. Zelfs met een dergelijk robo-adviesmodel is er geen discretie in de belegging van het ingezamelde kapitaal, waardoor het bestaan van een fonds teniet wordt gedaan.
- 170 De vertegenwoordiging van een deposito van financiële instrumenten kan ook leiden tot een instelling voor collectieve belegging, op voorwaarde dat niet alleen een deposito of certificaat met betrekking tot financiële instrumenten in een symbolische waarde wordt vertegenwoordigd, maar - wat technisch mogelijk zou zijn - een actief of passief beheerde financiële portefeuille in een symbolische waarde wordt vertegenwoordigd. Als een dergelijke token vervolgens wordt uitgedrukt en uitgegeven aan beleggers, wordt er effectief een fonds opgericht.
- 171 Er zij op gewezen dat icbe's alleen kunnen beleggen in liquide financiële activa, en daarom kan een crypto-fonds dat belegt in penningen,

in de zin van digitale inhoud, alleen worden gestructureerd als een abi. Het is echter ook mogelijk om de aandelen van een fonds in de vorm van penningen uit te geven. Het is van essentieel belang dat de Liechtensteinse FMA op schriftelijk verzoek bindende informatie verstrekt over het al dan niet bestaan van een fonds en dat zij gebonden is aan haar advies.

Met betrekking tot abi's is het opmerkelijk dat hun distributie op de 172 Europese interne markt alleen geharmoniseerd is met betrekking tot professionele beleggers. In Liechtenstein mogen aandelen van een abi ook aan kleine beleggers worden gedistribueerd, maar een dergelijk abi is niet paspoortklaar.

De vorm van de gesegmenteerde rechtspersoon of PCC waarin het 173 Liechtensteinse recht voorziet, kan ook van belang zijn in verband met fondsen. Zo kan een onderneming worden gesegmenteerd, waarbij elk segment zijn eigen segmentaandelen of zelfs segmentobligaties kan uitgeven. Of een gesegmenteerde entiteit al dan niet een fonds heeft, hangt in grote mate af van de vraag of er een bepaalde beleggingsstrategie of alleen een bedrijfsstrategie wordt gevolgd.

7.4 Consumententransacties iZm Token

De FernFinG voorziet in principe in een herroepingsrecht, hoewel een 174 consument bij transacties op afstand met betrekking tot financiële diensten geen herroepingsrecht heeft als de financiële diensten waarop de overeenkomst betrekking heeft, onderhevig zijn aan schommelingen op de financiële markt die niet door de ondernemer worden beïnvloed en binnen de herroepingstermijn vallen. De FernFinG eist ook dat de

consument wordt geïnformeerd of hij al dan niet een herroepingsrecht heeft; er is echter geen sprake van een sanctie als hij niet wordt geïnformeerd over het ontbreken van een herroepingsrecht, aangezien dit geen aanleiding geeft tot een herroepingsrecht.

175 Van groter belang is echter het consumentenrecht met betrekking tot penningen, die software in de zin van digitale inhoud en dus koopwaar vertegenwoordigen. In Liechtenstein worden dergelijke penningen alleen geregistreerd als virtuele valuta's in het kader van het toezichtsrecht, waarvoor op grond van het recht inzake de financiële markten geen speciale vergunning nodig is voor de uitgifte of distributie, aangezien zij grotendeels als koopwaar worden behandeld.²⁹⁶ De transacties met betrekking tot deze penningen zullen regelmatig door middel van verkoop op afstand worden uitgevoerd, zodat FAGG en met name de bepalingen inzake het herroepingsrecht van KSchG belangrijker zijn dan KSchG.

176 Er kan echter een uitzondering op het herroepingsrecht in het kader van het FAGG gelden. Met name de uitzonderingen van artikel 19, lid 1, onder b), en artikel 19, lid 1, onder l), van het FAGG worden in dit verband in twijfel getrokken. Een consument heeft geen herroepingsrecht volgens deze laatste bepaling van het FAGG voor het verwerven van digitale inhoud bij verkoop op afstand die niet op een fysieke gegevensdrager is opgeslagen en waarbij de ondernemer, met uitdrukkelijke toestemming van de consument, voor het verstrijken van de herroepingstermijn, nadat hij van het herroepingsrecht op de hoogte is

²⁹⁶ Afhankelijk van het bedrijfsmodel kan alleen de verplichting om zich als wisselkantoor (vóór de inwerkingtreding van het TVTG) of als aanbieder van VT-uitwisselingsdiensten te registreren worden aangegeven, zie ook titel II, hoofdstukken II.2.9 en II.3.

gesteld, voortijdig met de uitvoering van de overeenkomst is begonnen. Een bevestiging van het gesloten contract moet op een permanente gegevensdrager worden verstrekt. Naast papier bevatten permanente gegevensdragers ook USB-sticks, geheugenkaarten of zelfs e-mails. De rechtvaardiging van deze uitzondering gaat echter ook gepaard met een aanzienlijke administratieve inspanning. Opgemerkt dient te worden dat penningen op een hardware portemonnee niet als digitale inhoud moeten worden beschouwd, maar als goederen in de zin van het FAGG of het VRRL.

Bovendien zou de enige relevante uitzondering artikel 19, lid 1, onder 177 b), van de FAGG zijn. Volgens deze bepaling heeft de consument geen herroepingsrecht als een overeenkomst wordt gesloten voor goederen of diensten waarvan de prijs aan schommelingen op de financiële markt onderhevig is. Dit moet in ieder geval worden ontkend in het geval van een vaste-prijs transactie. Als de prijs van de goederen vooraf was overeengekomen, was deze ook voorspelbaar. Of de prijs op het moment van levering nog gunstig is, doet hier niet ter zake. Het hangt dus af van de wil van de partijen of een vaste-prijstransactie bedoeld was met betrekking tot penningen of dat deze voor speculatieve doeleinden werden verworven.

Er kan echter niet worden uitgegaan van een ingrijpende speculatieve 178 kern in consumententransacties met penningen, aangezien penningen vaak een inherente functie hebben in een blokketen en nodig zijn voor de uitvoering van bepaalde transacties of het functioneren van een blokketen en ook nodig zijn voor het bereiken van een consensus. Hiermee moet ook rekening worden gehouden bij de aankoop van penningen, aangezien een gebruiker die een penning koopt om diensten in

verband met een blokketen bruikbaar te maken en die de penningen soms ook consumeert, geen primair belang heeft bij een prestatie. Zelfs indien voor een specifieke transactie met betrekking tot penningen een dergelijk speculatief karakter kan worden aangenomen, vormen penningen geen goederen in de zin van het VRRL of het FAGG, zodat deze uitzondering op het herroepingsrecht niet van meet af aan kan worden toegepast. Een analogie met elektriciteit, water en gas, die als goederen worden behandeld mits zij in een beperkt volume of in een bepaalde hoeveelheid worden verkocht, moet bijgevolg worden afgewezen, aangezien dit rechtstreeks in strijd zou zijn met overweging 19 van het VRRL: *"Evenals overeenkomsten voor de levering van water, gas of elektriciteit wanneer deze niet in een beperkt volume of in een bepaalde hoeveelheid te koop worden aangeboden, of voor de levering van stadsverwarming, mogen overeenkomsten voor digitale inhoud die niet op een fysieke drager beschikbaar worden gesteld, niet worden beschouwd als verkoop- of dienstovereenkomsten in de zin van deze richtlijn"*. Digitale inhoud, zoals computerprogramma's, spelletjes, films, muziek, enz., zou ook kwantificeerbaar zijn en zou volgens de wetgever van de Unie niet als goederen mogen worden behandeld; de uitzondering op het herroepingsrecht met betrekking tot digitale inhoud vormt een onafhankelijke uitzondering die niet communiceert met de uitzondering in artikel 19, lid 1, onder b), van het FAGG. Deze uitzondering is dus niet van toepassing op penningen als digitale inhoud volgens de VRRL, die ook virtuele valuta volgens de 5e GW-Richtlijn kunnen vertegenwoordigen.

- 179 Bovendien moet als algemene regel worden opgemerkt dat buitenlandse titels, met uitzondering van die uit Oostenrijk of Zwitserland, in Liechtenstein niet afdwingbaar zijn, aangezien Liechtenstein het Verdrag van Brussel en het Verdrag van Lugano niet heeft ondertekend en

geratificeerd. In geval van geschillen in Liechtenstein door personen die niet in Liechtenstein woonachtig zijn, wordt overeenkomstig §§ 56 e.v. ZPO (Wetboek van burgerlijke rechtsvordering) een zekerheidsstelling verlangd als zekerheid voor de kosten van de procedure.

Bovendien moet in algemene termen worden opgemerkt dat zelfs een 180
rechtskeuzeclausule ongeldig kan zijn omdat deze misleidend is, tenzij er een aanwijzing is dat de dwingende bepalingen inzake consumentenbescherming van het land waar de consument woont, voorrang hebben (EHJ C-191/15, VKI/Amazon EU Sàrl: "Art. 3, lid 3"). 2) Artikel 3, lid 1, van richtlijn 93/13 moet aldus worden uitgelegd dat een in de standaardvoorwaarden van een handelaar opgenomen begrip waarover niet afzonderlijk is onderhandeld en dat bepaalt dat het recht dat van toepassing is op een langs elektronische weg met een consument gesloten overeenkomst, het recht is van de lidstaat waar de handelaar zijn woonplaats heeft, oneerlijk is voor zover het de consument misleidt door hem de indruk te geven dat alleen het recht van die lidstaat op de overeenkomst van toepassing is, zonder hem mee te delen dat hij ook de bescherming geniet van de dwingende bepalingen van het recht dat zonder dat beding van toepassing zou zijn; Het staat aan de nationale rechter om dit in het licht van alle relevante omstandigheden te beoordelen."

Ten slotte moet worden opgemerkt dat een dienst met betrekking tot 181
penningen in de zin van digitale inhoud tegen een lage drempel kan worden gereguleerd, afhankelijk van de specifieke vorm die hij aanneemt, maar dat dezelfde activiteit strikt kan worden gereguleerd in andere rechtsgebieden, zoals bijvoorbeeld Duitsland, aangezien zogenaamde rekeneenheden (zoals penningen) daar ook financiële instrumenten vertegenwoordigen en er dus volgens het Duitse recht een

Token als waarderechten

MTF zou moeten worden goedgekeurd voor de verhandeling van penningen.

II. Muntenaanbiedingen en gedecentraliseerde handelscentra

1. Inleiding en onderwerp van het onderzoek

Terwijl de werkzaamheden in het kader van titel I - Munten als waardepapieren - hoofdzakelijk betrekking hebben op het civielrechtelijke karakter van penningen en de overdracht ervan in Liechtenstein, wordt in dit document de nadruk gelegd op de toezichtsaspecten, met name in verband met het aanbieden van penningen, waarbij in het bijzonder rekening wordt gehouden met Europese rechtshandelingen. De term "muntaanbod" is in dit document bewust gekozen, aangezien het de term is met de hoogste graad van abstractie met betrekking tot het publiekrechtelijk relevante muntaanbod en de creativiteit met betrekking tot woordcreaties voor een muntuitgifte bijna onuitputtelijk lijkt te zijn. Voor insiders in de blokketenindustrie zijn²⁹⁷ deze niet wettelijk gedefinieerde termen van ICO (Initial Coin Offering na de beursgang - "Initial Public Offering"; IPO), via variaties hiervan zoals DAICO (Decentralized Autonomous Initial Coin Offering), IPCO (Initial Public Coin Offering), IEO (Initial Exchange Offering), IDO (Initial DEX Offering) of ITO (Initial Token Offering), de meer technische term TGE (Token Generating Event) tot evaluaties die vooruitlopen op de wettelijke beoordeling met betrekking tot de classificatie, zoals ETO (Equity Token Offering), ACO (Accredited Coin Offering) of STO (Security Token Offering).

182

183

²⁹⁷ De term "blokketen" wordt in dit document gebruikt als pars pro toto voor Distributed Ledger Technology.

Deze termen zijn zeer heterogeen en in elk afzonderlijk geval moet worden beoordeeld of de op een blokketen gebaseerde bedrijfsmodellen en het betrokken symbolische ontwerp of de structuur aanleiding geven tot goedkeuring in het kader van de wetgeving inzake de financiële markten. De bovengenoemde voorwaarden hebben niet eens noodzakelijkerwijs een openbaar of particulier aanbod van penningen met elkaar gemeen. Dit kan ook alleen de technische generatie van penningen betekenen²⁹⁸, of het genereren van penningen in de loop van de zogenaamde mijnbouw, wat gebruikelijk is in de proof-of-work mechanismen.²⁹⁹ Het Bitcoin-protocol is bijvoorbeeld gebaseerd op het bovengenoemde 'proof-of-work'-mechanisme en bepaalt dat elk blok 50

²⁹⁸ Zie het raadplegingsverslag van de regering over de invoering van een wet inzake transactiesystemen op basis van betrouwbare technologieën (VT) (blokketenwet; VT-wet; VTG) en de wijziging van andere wetten, die op 28.08.2018 door de regering werd goedgekeurd en die voor het eerst een strikt onderscheid maakt tussen de producent en de emittent van de penningen. Volgens artikel 2, lid 1, onder I TVTG, zoals gewijzigd door het Belgisch Staatsblad 2019/54, is een muntuitgever een persoon die penningen aanbiedt in eigen naam en voor eigen rekening of voor rekening van een derde, of die penningen uitgeeft op naam van een derde - op naam van een opdrachtgever die een volmachtovereenkomst aangaat (d.w.z. de bilaterale rechtshandeling van de orde in de interne relatie en een volmacht met werking in de externe relatie) - voor rekening van een derde. Een dergelijke directe of openlijke vertegenwoordiging met rechtsgevolg van de vastgestelde handelingen van de vertegenwoordiger voor de vertegenwoordigde partij zou in wezen overeenkomen met een plaatsingstransactie met betrekking tot financiële instrumenten - zie BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, laatstelijk gewijzigd op 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeff.html

²⁹⁹ Ook PoW; dit is een vereenvoudigde beschrijving van de levering van rekenkracht voor het oplossen van bepaalde cryptografische berekeningen, waarbij blokken worden gemaakt en geleverd aan de blokketen wanneer de taken zijn

nieuwe Bitcoins genereert, waarbij dit aantal nieuw gecreëerde Bitcoins elke 210.000 blokken wordt gehalveerd en de kleinste subeenheid, 1 Satoshi³⁰⁰, ondeelbaar is.³⁰¹ Geïllustreerd door middel van een geometrische sequentie ziet dit er als volgt uit:

$$\frac{\sum_{i=0}^{32} 210\,000 \left\lfloor \frac{5\,000\,000\,000}{2^i} \right\rfloor}{100\,000\,000} = \frac{209\,999\,999\,769}{10\,000} = 2.09999999769 \times 10^7$$

Dit resulteert in de limiet van afgeronde 21 miljoen Bitcoin (exact 184 20'999'999.9769 BTC³⁰²), waarbij de 50 Bitcoin van het Genesis-blok niet

opgelost. Deze nieuwe blokken worden gebruikt om transacties te bevestigen en nieuwe penningen uit te geven. Er zijn ook andere mechanismen zoals proof-of-stake (PoS) en hybride vormen; zie *Buterin*, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:31.

³⁰⁰ 0.00000001 BTC, genoemd naar de onheilspellende uitvinder van het Bitcoin-protocol, *Satoshi Nakamoto*. Zie de Bitcoin Whitepaper, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, toegankelijk op 15.09.2019, 16:31.

³⁰¹ <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp> gebeld op 15.09.2019, 16:31.

³⁰² Dit komt door de hoge fragmentatie in de deling en de beperking van het aantal bits van de Bitcoin tot het 8e cijfer achter de komma.

overdraagbaar zijn³⁰³ en andere onregelmatigheden ook hebben geleid tot niet-overdraagbare Bitcoins.³⁰⁴

- 185 In dit opzicht dient de (technische) productie en het op de markt brengen van dergelijke penningen echter niet noodzakelijkerwijs het doel van kapitalisatie op de financiële markt of van bedrijfsfinanciering, maar de uitgegeven penningen kunnen ook gewoon een doel hebben dat inherent is aan het op een blokketen gebaseerde bedrijfsmodel - een nutsbedrijf - dat naar Liechtensteins recht regelmatig niet al te grote regulerende gevolgen zal hebben. Er moet dus rekening worden gehouden met de vraag of de penningen worden aangeboden in het kader van de fondsenwerving (d.w.z. het aanbieden van penningen) of dat de penningen daadwerkelijk digitale inhoud in de zin van gegevens of software als koopwaar vertegenwoordigen en met commerciële bedoelingen worden verkocht (d.w.z. de verkoop van penningen).
- 186 Dienovereenkomstig lijkt de poging tot juridische definitie in het ontwerpverslag van de European Crowdfunding Service Provider Regulation (ECSP) ook misleidend, aangezien deze uitsluitend gebaseerd is

³⁰³ https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block gebeld op 15.09.2019, 16:31; dit is ook de reden waarom ETH kan worden vernietigd door overboeking naar het adres 0x0 (zogenaamde "burning"), aangezien niemand de privé-sleutel van dit adres heeft.

³⁰⁴ <https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually> aufgerufen am 15.09.2019, 16:31; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

op virtuele valuta en, in de voormalige dictie van de TVTG zoals gewijzigd door de federale wet op Crowdfunding in 2019/54,³⁰⁵ op betalingspenningen.³⁰⁶ De ECSP stelt letterlijk: "*Initial Coin Offering of ICO*" betekent het op een gedematerialiseerde manier inzamelen van geld van het publiek met behulp van munten of penningen die voor een beperkte tijd door een bedrijf of een individu te koop worden aangeboden in ruil voor fictieve of virtuele valuta.³⁰⁷

Deze formulering houdt echter geen rekening met de vele ontwerpvarianten van de penningen, die in principe alle rechten kunnen vertegenwoordigen. Terecht zijn de ICO's in het eindverslag geschrapt. Hoewel de ICO's nog steeds geacht worden een financieringscomponent te hebben die van bijzonder belang kan zijn voor het MKB, wordt ook erkend dat, afgezien van de indeling in het kader van het kapitaalmarkt-recht, bijvoorbeeld technologie de overdracht van technologie kan versnellen. Tijdig werd erkend dat de opname van ICO's in het ECSP geen oplossing biedt voor de juridische onzekerheden die hiermee gepaard

³⁰⁵ Verslag en toepassing 2019/54 van de regering aan het parlement van het Vorstendom Liechtenstein betreffende de invoering van een wet inzake penningen en VT-dienstverleners (wet inzake penningen en VT-dienstverleners; TVTG) en de wijziging van andere wetten; artikel 2, lid 1, onder d), TVTG-BuA ("TVTG").

³⁰⁶ In BuA 2019/93, p. 23 werd de betalingspenning weer geschrapt.

³⁰⁷ Ontwerpverslag over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende aanbieders van Europese crowdfunding-diensten (ECSP) voor ondernemingen (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf, S 28.

gaan en daar wordt ook gesteld dat de Europese Commissie in de toekomst op basis van een grondige effectbeoordeling uitgebreide EU-kaderwetgeving zou kunnen voorstellen.³⁰⁸

- 188 De concrete onderzoeksvraag van dit document is dan ook: *Wanneer is een penningaanbod beschikbaar en hoe worden penningaanbiedingen in het Liechtensteinse toezichtsrecht behandeld? De concrete deelvraag is: Kunnen penningen ook deposito's, e-geld of financiële instrumenten voorstellen? Hoe verhouden deze drie verordeningen zich tot elkaar en hoe verschillen ze van virtuele valuta?* In dit verband moet ook rekening worden gehouden met het rechtskader van de Unie. De werkzaamheden zullen met name gericht zijn op het aanbieden van penningen via zogenaamde gede-

³⁰⁸ Verslag over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende aanbieders van Europese crowdfundingdiensten (ECSP) voor ondernemingen (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.htmlhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html, S 8 en 9 (Rz 11a en 15a).

centraliseerde handelscentra of gedecentraliseerde markten. Ether-Delta³⁰⁹, IDEX³¹⁰, Token Store³¹¹ of de Stellar Decentralized Exchange (DEX)³¹² zijn voorbeelden van gedecentraliseerde handelsplaatsen, waarop volledig gedecentraliseerd, d.w.z. peer-to-peer (p2p), cryptocurrencies of tokens kunnen worden verhandeld, soms ook tokens die financiële instrumenten vertegenwoordigen.³¹³ De bundeling van belangen kan worden uitgevoerd door het betreffende netwerkprotocol -

³⁰⁹ <https://etherdelta.com/> gebeld op 15.09.2019, 16:21; een ruil zonder bijpassende motor (prikbord), waarop gebruikers orders moeten aanmaken.

³¹⁰ <https://idex.market/> gebeld op 15.09.2019, 16:21. IDEX houdt het orderboek buiten de keten (centraal), evenals 0x - <https://0x.org/>, gebeld op 15.09.2019, 16:22. AirSwap daarentegen heeft een gedecentraliseerd orderboek, <https://www.airswap.io/>, gebeld op 15.09.2019, 16:22. Andere zogenaamde "crypto-exchanges" hebben geen orderboek in de conventionele zin, bijv. Uniswap, <https://uniswap.io/>, gebeld op 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/>, gebeld op 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/>, gebeld op 15.09.2019, 16:23, of DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, gebeld op 15.09.2019, 16:24, (een beurs gebaseerd op een Nederlandse veiling - omgekeerde veiling of veiling met dalende prijzen).

³¹¹ <https://token.store/> geraadpleegd op 15 september 2019, 16:24.

³¹² <https://stellarterm.com/> gebeld op 15.09.2019, 16:21; The Stellar DEX slaat het orderboek op de keten op, verwerkt transacties op de keten en heeft matchmaking geïntegreerd in het Stellar-protocol.

³¹³ In tegenstelling tot Beurzen waar het orderboek, de matching en de afwikkeling buiten de keten worden gecreëerd of uitgevoerd, bijvoorbeeld OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, toegankelijk op 15.09.2019, 16:24. Naast Beurzen voor financiële instrumenten zijn er ook centrale tussenpersonen voor penningen die geen financiële instrumenten, e-geld of deposito's zijn - bijvoorbeeld Binance (<https://www.binance.com/>, toegankelijk op 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:25), Bittrex (<https://international.bittrex.com>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:25), Coinbase <https://www.coinbase.com/> opgeroepen op

de blokketen zelf - en zo'n gedecentraliseerde handelsplaats verschilt van de georganiseerde kapitaalmarkt in die zin dat hij niet wordt geëxploiteerd door een centrale tussenpersoon, maar door de som van de netwerkgebruikers - d.w.z. door het netwerk als een gedecentraliseerde autonome organisatie. In dit verband moet ook de volgende subvraag worden onderzocht: *Is de regelgeving voor de financiële markten van toepassing op gedecentraliseerde handelscentra - en zo ja, in welke vorm of in welke mate en hoe verschilt deze regelgeving van die voor georganiseerde handelscentra?*

1.1 Beoordeling van de op DLT gebaseerde bedrijfsmodellen in het kader van de financiële marktwetgeving

- 189 Overeenkomstig artikel 4 van de FMAA streeft de Autoriteit Financiële Markten Liechtenstein ernaar *de stabiliteit van de Liechtensteinse financiële markt te waarborgen, cliënten te beschermen, misbruiken te voorkomen en erkende internationale normen toe te passen en na te leven*. De wetgeving inzake de financiële markten streeft dus een *“technologieneutrale, op risico gebaseerde en niet-discriminerende regelgeving voor bestaande marktdeelnemers”* na³¹⁴. DLT- of blokketengebaseerde bedrijfsmodellen kunnen ook binnen het toepassingsgebied van de regulering van de financiële markt vallen, waarbij een functionele aanpak wordt gevolgd, wat be-

15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:26), etc., die allemaal hun orderportefeuille buiten de keten houden en ook de penningen centraal in een omnibus portemonnee houden om de transactiekosten in de blokketen te minimaliseren.

³¹⁴ Zie de taken van de Liechtensteinse FMA - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:21; FMA Liechtenstein, Innovatie als uitdaging - en als kans, 20.07.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>

tekent dat elk model of elke penningenstructuur per geval wordt geanalyseerd (bv. het genereren van penningen in het kader van een penningaanbod).

De feitelijke economische vormgeving van een penning en de daaruit voortvloeiende juridische kwalificatie is dan ook de spil vanuit een toezichtsperspectief. Er moet altijd een onderscheid worden gemaakt tussen businessmodel en penningdesign. Een penning hoeft geen financieel instrument te zijn, maar het bedrijfsmodel kan niettemin onderworpen zijn aan een speciale wettelijke goedkeuring, die onderworpen is aan het toezicht van de FMA (Liechtensteinse autoriteit voor de financiële markt) overeenkomstig de FMAG. Aan de andere kant is het ook mogelijk dat het bedrijfsmodel niet gereguleerd is onder de financiële marktwetgeving, maar een penning is een financieel instrument, dat daarom onderworpen is aan bepaalde beperkingen, bijvoorbeeld in de distributie, of een prospectus vereist. 190

De technologie neutrale aanpak is niet alleen bepalend voor de beoordeling van de FMA, maar dit aspect is ook in de TVTG in aanmerking genomen. Zo omvat de algemene juridische term van betrouwbare technologieën of betrouwbare technologiesystemen overeenkomstig artikel 2, lid 1, onder a) en b), van het TVTG ook technische uitvoeringsvarianten van Distributed Ledger Technology. Dit moet worden begrepen tegen de achtergrond van het feit dat de huidige veronderstelde of veronderstelde betrouwbaarheid van een blokchain in de toekomst niet meer noodzakelijkerwijs hoeft te worden gegeven (het is bijvoorbeeld denkbaar dat de technologische vooruitgang in de kwantumtechnologie tot een aanzienlijke toename van de rekenkracht zou kunnen 191

leiden).³¹⁵ Het vertrouwen dat in de klassieke financiële markt wordt gesteld in een centrale, gekwalificeerde en betrouwbare financiële tussenpersoon of in een geschikte financiële instelling raakt met dit soort gedecentraliseerde technologieën achterhaald, aangezien dit vertrouwen wordt vervangen door de som van de gebruikers van het netwerk, die op hun beurt de juistheid van de respectieve transacties bevestigen, en de mogelijkheid van compromissen of corruptie dus verwaarloosbaar is zodra het netwerk een bepaalde omvang heeft bereikt. Het³¹⁶ vertrouwen wordt echter niet uitsluitend verleend door de technologie, maar is het resultaat van de cryptografische functies in combinatie met de decentralisatie, die een inherente eigenschap van de technologie is, maar uiteindelijk te danken is aan de individuele gebruikers van het netwerk; er zijn enkele blokketens die zo weinig deelnemers hebben en daardoor zo weinig hash hebben dat ze in het gedrang kunnen komen door de rekenkracht van individuele serverfarms, die op korte termijn kunnen worden gehuurd. Het onderwerp van vertrouwen is dus eigenlijk de som van de gebruikers van een netwerk - dat wil zeggen het collectief - en niet de technologie als zodanig, die in dit opzicht slechts het middel tot een doel vertegenwoordigt, het object waarop het vertrouwen wordt geprojecteerd. In dit verband kan de naamgeving van de TVTG worden betwist, aangezien de technologie noch betrouwbaar, noch onbetrouwbaar is en de indruk moet worden gewekt dat de bestaande technologiesystemen niet betrouwbaar zijn.³¹⁷

³¹⁵ Cf. BuA 2019/54, pp. 44 en 56, zie ook de prospectus van het Posterafonds, p. 101.

³¹⁶ Cf. <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:40, voor diverse zwakheden zoals Majority of Sybil-aanvallen.

³¹⁷ Cf. de terminologie van het TVTG BuA 2019/54, p. 56 f.

1.2 Officiële praktijk van de autoriteit voor de financiële markten Liechtenstein

De Liechtensteinse FMA vestigt de aandacht op de mogelijke toepas- 192
selijkheid van de regelgeving voor de financiële markten op blokketen-
of pseudo-gebaseerde bedrijfsmodellen. Afhankelijk van hun concrete
vorm, kunnen penningen dus staan voor lidmaatschaps- of schuldrechten
en, vanwege hun beleggingskarakter, financiële instrumenten vormen
als aan verdere criteria wordt voldaan. In de regel vereisen diensten
met betrekking tot financiële instrumenten een speciale wettelijke
goedkeuring door de FMA op grond van de wetgeving inzake de financiële
markten, en een effectenprospectus kan ook worden vereist voor
de uitgifte van penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen.³¹⁸

De FMA gaf ook commentaar op virtuele valuta zoals Bitcoin. Virtuele 193
valuta's zijn dus een digitale weergave van waarden die bepaalde
gelijkenissen vertonen met wettig betaalmiddel.³¹⁹ Bijgevolg hebben
cryptocrèmes zoals BTC of ETH een functie die het betaalmiddel
vertegenwoordigt (artikel 2, lid 1, onder 1) DDA wijst ook een functie van
waardebehoud toe aan virtuele valuta's in verband met de activiteit van

³¹⁸ FMA Fact Sheet "Initial Coin Offering" van 10.09.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf>, laatst bijgewerkt op 01.10.2018.

³¹⁹ FMA-factsheet over virtuele valuta, laatst bijgewerkt op 16 februari 2018, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf>

een wisselkantoor dat wettig betaalmiddel in virtuele valuta's inwisselt).³²⁰ Dit is essentieel voor het onderscheid tussen penningen en e-geld, aangezien e-geld niet bedoeld is om te sparen of te beleggen.³²¹

194 In zijn huidige officiële praktijk volgt de Autoriteit voor de financiële markten Liechtenstein een technologieneutrale aanpak, zoals reeds is uiteengezet. Dit houdt in dat zij concrete bedrijfsmodellen of economische modellen juridisch beoordeelt op basis van een functionele aanpak.³²²

195 Wat de wettelijke indeling van de penningen betreft, volgt de Autoriteit voor de financiële markten grotendeels de internationale standaardnomenclatuur en maakt zij dienovereenkomstig een onderscheid tussen nuts- of grondstoffenpenningen, effecten- of aandelenpenningen en betalingspenningen of valutamunten. Er zij echter op gewezen dat deze economisch beïnvloede naamgeving alleen kan worden gebruikt als een niet-bindende indicator voor de wettelijke indeling. De genoemde termini technici zijn niet in de wetgeving verankerd en worden door de

³²⁰ Cf. BuA 2016/159, p. 31, waarin staat dat World of Warcraft Gold geen virtuele valuta moet zijn (in de zin van de SPG) vanwege het gebrek aan uitwisselingsmogelijkheden voor fiatgeld. Kritisch in dit verband zijn *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies en Blockchain Technology in Liechtenstein, Regulatory Grey Zone?, blz. 63 (blz. 65 f). De ECB heeft deze kwestie ook aan de orde gesteld en het volgende verklaard: "Er lijkt echter een zwarte markt te bestaan voor het kopen en verkopen van WoW-goud buiten het virtuele valutastelsel", ECB, Virtual Currency Schemes, oktober 2012, p. 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³²¹ Zie de hoofdstukken II.2.2.2, II.2.7 en II.2.9 bijzonder ook met betrekking tot de EVA-zaak E-9/17 (Falkenhahn AG en FMA Liechtenstein).

³²² Cf. FMA, Innovatie als uitdaging - en als kans, 20.09.2017, <https://www.fma.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, opgeroepen op 15.09.2019, 16:42.

bevoegde autoriteiten soms anders gedefinieerd in termen van toezichtsrecht dan bijvoorbeeld in de belastingwetgeving.³²³ Vanuit juridisch oogpunt is het belangrijk op te merken dat zowel een eventueel uit te reiken penning als het onderliggende economische model van een onderneming afzonderlijk moet worden beoordeeld. Effectenmunten staan meestal voor financiële instrumenten, terwijl valutamunten een representatieve functie hebben en dus dienen als ruilmiddel, maar niet noodzakelijkerwijs een betalingsinstrument zijn in het kader van de wetgeving inzake de financiële markt.

Met betrekking tot de utilitaire penningen, die in deze vorm niet gelegaliseerd zijn, zoals de andere definities, wordt de aanpak van een negatieve definitie in de praktijk meestal gevolgd vanuit een toezichtsperspectief. Dienovereenkomstig worden nutsfiches die geen financiële instrumenten zijn ("veiligheidsfiches") of e-geld (vooral zogenaamde "stablecoins", die in fictieve valuta's worden gedeponneerd en ook voldoen aan de andere vereisten van e-geld) en die geen deposito's vertegenwoordigen, nutsfiches genoemd³²⁴. Bovendien is de gelijkstelling van nutsmunten met grondstoffen waarschijnlijk niet duidelijk, aangezien virtuele valuta en penningen onderworpen zullen zijn aan hogere wettelijke vereisten dan grondstoffen, vooral nadat de TVTG in werking is getreden. Toch kunnen dergelijke nuts- of goederenpenningen,

³²³ Cf. *Bont*, "Cryptocurrencies - and what do the regulators do", FMA Information Sheet, 26.10.2017, p. 7 en FINMA Guidelines for Subordination Requests regarding Initial Coin Offerings (ICO's) van 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, p. 2 f.

³²⁴ *Bergt/Esneault/Feldkircher/Nägele*, National legal & regulatory frameworks in select European countries, Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, Juni 2019, S 117 (S 122).

die naar Liechtensteins recht grotendeels ongereguleerd zijn, klassiek worden beschouwd als digitale inhoud in de zin van de FAGG³²⁵ of als virtuele valuta in de zin van de 5e GW-Richtlijn.

197 Dergelijke penningen maken regelmatig toegang tot bepaalde platforms mogelijk of maken, in een couponachtige functie, de aankoop met korting van goederen en/of diensten mogelijk of bevatten soortgelijke rechten of functies. Onder penningen vallen echter ook zuivere protocollaire penningen, die de werking van een blokketen mogelijk maken, alsook de consensusvorming daarover, of zogenaamde "asset of asset-backed" penningen, die bijvoorbeeld de vordering tot teruggave van een voorwerp vertegenwoordigen en dus een traditioneel document naar burgerlijk recht of een goederenwaarborg (of, bij gebrek aan een documentair karakter, een eigendomsrecht). Vanuit het oogpunt van de regelgeving zijn al deze penningen zogenaamde Goederenmunten, ook al vertegenwoordigen ze verschillende rechten en niet per se koopwaar. Dit is een van de redenen waarom het zinvol is om de penningen van geval tot geval te analyseren, ook al zijn de hierboven genoemde termen in deze bedrijfstak ingeburgerd geraakt en bevatten ze meestal een relevante kern.

2. Analyse van de muntjes op de financiële markt

198 Hieronder worden met name relevante toezichtaspecten in verband met het aanbieden van penningen besproken, met een thematische focus op gedecentraliseerde handelssystemen, financiële instrumenten, depositohandel en e-geldactiviteiten. Tot slot moet worden opgemerkt dat, gezien het snelle karakter van dit onderwerp en het bewust open

³²⁵ Zie titel I. hoofdstuk I.6.

karakter van de vraag, een definitieve behandeling van de zaak, als het al mogelijk is, veel verder zou gaan dan de reikwijdte van deze werkzaamheden. Het doel is dus om een wetenschappelijk verwerkt, maar tegelijkertijd praktisch relevant gezichtsveld te creëren voor het aanbod van symbolische waardepapieren en gedecentraliseerde handelscentra en om onderscheid te maken tussen virtuele valuta's en depositotransacties, het concept van e-geld en financiële instrumenten. De systematische aanpak met betrekking tot de academische discussie in deze studie volgt in wezen de cascade van de toezichtvergunning, die als dogmatisch zinvol wordt beschouwd en die ook door de FMA Liechtenstein wordt gevolgd in termen van organisatie, zoals blijkt uit een blik op de gebieden waarop de FMA Liechtenstein toezicht houdt (Bankwezen; Effecten en markten; Verzekerings- en pensioenfondsen³²⁶ en Witwaspreventie en andere financiële intermediairs), alsmede de wetten die in dit verband door de Liechtensteinse FMA ten uitvoer moeten worden gelegd.

2.1 Kenmerken en toepassingsgebied van de BankG

³²⁶ Het gebied van de verzekeringen zal in dit document niet verder worden behandeld, aangezien dit buiten het bestek van deze studie zou vallen. In dit verband moet er alleen op worden gewezen dat verzekeringsproducten ook in de vorm van penningen kunnen worden gerepresenteerd en dat blokketentoe-passingen ook interessant kunnen zijn voor het verzekeringsbedrijf. In dit verband hoeft er alleen maar op te worden gewezen dat Solvency II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>, of de Liechtensteinse wet op het verzekeringstoezicht en de IDD, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, alsook de Liechtensteinse vervroegde tenuitvoerlegging (bij ontstentenis van een besluit van het Gemengd Comité van de EER om deze in het EER-acquis op te nemen) in de wet op de verzekeringsovereenkomsten, mogelijk relevant zijn voor dergelijke bedrijfsmodellen.

199 Aangezien de vergunningen in de bankwet zijn gestructureerd in cascades zoals hierboven beschreven, is het belangrijk op te merken dat een vergunning als bank of kredietinstelling de hoogste prioriteit heeft. Bijgevolg stelt een bankvergunning een bank in principe vrij van een vergunning als beleggingsonderneming, e-geld- of betalingsinstelling of andere financiële tussenpersoon. Uiteraard moeten (macroprudentiële) voorschriften die voorzien in een scheiding van taken worden nageleefd en mag een bank niet alle financiële activiteiten in één persoon bundelen (trefwoord: maatregelen tegen "too interconnected to fail" en "too big to fail").

200 De Bankwet is van toepassing op ³²⁷banken en beleggingsondernemingen, gereguleerde markten, exploitanten van multilaterale of

³²⁷ Minimumkapitaal volgens art. 24 lid 1 bankwet 10 miljoen CHF voor banken en 730.000,00 CHF voor (grote) beleggingsondernemingen of het equivalent daarvan in euro of US dollar (125.000,00 CHF voor beleggingsondernemingen met administratieve bevoegdheden volgens art. 30v lid 1 lit a bankwet) De jaarlijkse toezichtvergoeding voor banken bedraagt minimaal 100.000,00 CHF en maximaal 250.000,00 CHF of 1.000.000,00 CHF voor bankgroepen die aan geconsolideerd toezicht zijn onderworpen (bijlage 1, deel I, afdeling A, van de

FMAA). In het geval van beleggingsondernemingen bedraagt de toezichtheffing ten minste CHF 50.000,00 pa of CHF 15.000 in het geval van beleggingsondernemingen met administratieve bevoegdheden. De maximale toezichtvergoeding voor beleggingsondernemingen bedraagt CHF 120.000,00 per jaar (CHF 100.000,00 voor beleggingsondernemingen met een administratieve autoriteit) en CHF 500.000,00 voor groepen beleggingsondernemingen met een administratieve autoriteit (CHF 250.000,00 voor groepen beleggingsondernemingen met een administratieve autoriteit) - zie bijlage 2, deel I, afdeling B, bij de FMAA. De basisvergoeding voor vermogensbeheerders bedraagt daarentegen 5.000,00 CHF per jaar en maximaal 100.000,00 CHF (bijlage 2, deel II, afdeling A, van de FMA). Er zij op gewezen dat banken moeten voldoen aan de volgende kapitaaltoereikendheidsvereisten (kapitaaltoereikendheidsratio's en samenstelling van het aansprakelijk vermogen): 3. Hard core capital (Core Equity Tier 1 (CET1)); 4. Hard core capital (CET1), 5 %, kapitaalinstrumenten ingevolge artikel 28 CRR en eventueel artikel 29 CRR (bv. aandelen); aanvullend kernkapitaal (Additional Tier 1 (AT1); 1,5 %), kapitaalinstrumenten ingevolge artikel 51 of 61 CRR (bv. specifieke achtergestelde obligaties / voorwaardelijke converteerbare obligaties - "CoCos"); aanvullend kapitaal (Tier 2 (T2); 1,5%), kapitaalinstrumenten en achtergestelde leningen in overeenstemming met artikel 63 e.v. of artikel 71 CRR (bijvoorbeeld achtergestelde obligaties / "CoCos"); kapitaalinstandhoudingsbuffer in overeenstemming met artikel 129 CRD IV en 4a van de Bankwet (2,5% in de vorm van hard core kapitaal); Eventueel aanvullend kapitaalvereiste van pijler 2 op grond van artikel 104 RKV IV (de vorige komt overeen met pijler 1) ter dekking van andere risico's die niet onder pijler 1 vallen, bijvoorbeeld als gevolg van een bedrijfsmodel met een hoog risico; instellingsspecifieke anticyclische kapitaalbuffer (CCB) op grond van artikel 130 RKV IV / artikel 4a e.v. Bankwet (momenteel 0 % voor Liechtenstein); systeemrisicobuffer overeenkomstig artikel 133 RKV IV / artikel 7i Bankenverordening (2,5% van de risicogewogen activa); aanvullende buffers voor Global of Other Systemically Relevant Institutions zijn mogelijk (G-SRI/O-SRI-buffer wordt door de FMA vastgesteld voor systeemrelevante instellingen; tot 2% van de risicogewogen activa. Naast de solvabiliteitsvereisten moeten ook de liquiditeitsvereisten in acht worden genomen.

georganiseerde handelssystemen³²⁸, beleggingsondernemingen met administratieve bevoegdheden³²⁹, lokale ondernemingen, instellingen voor collectieve belegging, verzekeringsondernemingen en alle personen die houder zijn van grondstoffenderivaten die op handelsplatforms of economisch gelijkwaardige OTC-contracten worden verhandeld.³³⁰³³¹

³²⁸ De vergoeding voor het verlenen van een vergunning voor een MTF of OTF bij de FMA bedraagt CHF 30.000,00 (bijlage 1, deel A, nr. 1, letter o en p, van de FMA-wet). Er moeten dus twee vergunningen worden verkregen voor de exploitatie van een handelsplatform - eerst de vergunning voor een beleggingsonderneming en vervolgens de vergunning voor de MTF en/of OTF die deze beleggingsonderneming exploiteert. Een beleggingsonderneming mag zowel MTF's als OTF's exploiteren zolang deze op afzonderlijke systemen in kaart worden gebracht. De jaarlijkse toezichtvergoedingen voor MTF's en/of OTF's bedragen minimaal CHF 50.000,00 en maximaal CHF 120.000,00 of CHF 500.000,00 indien er buitenlandse vertegenwoordigingen of bijkantoren zijn die onderworpen zijn aan toezicht op geconsolideerde basis (bijlage 2, titel I, afdeling H van de FMAA).

³²⁹ Minimumkapitaal CHF 125.000,00 conform Art 30v lid 1 lit a BankG (middelgrote beleggingsonderneming). De kleine beleggingsonderneming is nationaal gereguleerd in de AMA (vermogensbeheerder) en heeft een minimumkapitaal van CHF 100.000,00 of het equivalent daarvan in euro's of USD overeenkomstig artikel 8, lid 2, van de AMA. Vergelijk de tripartiete afdeling van beleggingsondernemingen in artikel 28, lid 2, in samenhang met artikel 29, lid 1, en artikel 3 van de RKV IV. De licentievergoeding bij de FMA bedraagt CHF 100.000,00 voor banken, CHF 30.000,00 voor beleggingsondernemingen en beleggingsmaatschappijen met een administratieve bevoegdheid en CHF 10.000,00 voor vermogensbeheerders (bijlage 1, deel A, nr. 1, letter a en b, en deel B, nr. 1 van de FMA). Er zijn ook vergoedingen verschuldigd voor de intrekking van een vergunning en het verstrijken van de geldigheidsduur van een vergunning.

³³⁰ "Over the counter"; handel buiten de beurs.

³³¹ Artikel 2 van de bankwet.

Eerzijds zijn banktransacties de klassieke kerntaken van banken, zoals het accepteren van deposito's of andere terugbetaalbare gelden (passivabedrijf)³³², het uitlenen van gelden aan een ongedefinieerde groep kredietnemers of het uitlenen van gelden (kredietverleningsbedrijf). Naast het³³³ verrichten van beleggingsdiensten en nevendiensten³³⁴ vormen de uitgifte van elektronisch geld³³⁵ en de uitvoering van betalingsdiensten³³⁶ echter ook banktransacties. 201

Kredietverlening en het in ontvangst nemen van deposito's zijn de feitelijke activiteiten die zijn voorbehouden aan banken en CRR-kredietinstellingen. Overeenkomstig artikel 2, lid 1, van de RKV strekt het toepassingsgebied van de richtlijn zich uit tot zogenaamde instellingen. Een instelling is een kredietinstelling of een beleggingsonderneming 202

³³² Artikel 3, lid 3, onder a), van de bankwet verwijst hier ten onrechte naar de aanvaarding van deposito's en (in plaats van "of") andere terugbetaalbare gelden. Dit is gebaseerd op bijlage I nr. 1 van Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en het toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (RKV IV), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>; de term "kredietverstrekking" wordt gebruikt omdat deze van invloed is op de activazijde van de balans.

³³³ Art. 3, lid 3, onder b), van de Bankwet, bijlage I, nr. 2, bij de CRD IV; het depositobedrijf heeft invloed op de passiefzijde van de balans, het kredietverleningsbedrijf op de actiefzijde.

³³⁴ Artikel 3, lid 3, onder d), in samenhang met bijlage 2, afdelingen A en B, van de bankwet; bijlage I, nr. 7-9, nr. 11-12, RKV IV en bijlage I, afdelingen A en B, van Richtlijn 2014/65/EU, van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

³³⁵ Artikel 3, lid 3, onder f), van de bankwet; artikel 3, lid 1, onder c), punt 2, van het EG-Verdrag; punt 15 van bijlage I bij de RKV IV.

³³⁶ Artikel 3, lid 3, ZDG; bijlage I, nr. 4, van de RKV IV.

die onder de CRR valt.³³⁷ In artikel 4, lid 1, van de CRR wordt een kredietinstelling gedefinieerd als een onderneming waarvan de werkzaamheden erin bestaan deposito's of andere terugbetaalbare gelden³³⁸ van het publiek in ontvangst te nemen en voor eigen rekening krediet te verlenen (ook een CRR-kredietinstelling³³⁹). CRR-beleggingsondernemingen daarentegen definiëren zichzelf als rechtspersonen die

³³⁷ Art 3 lid 1 nr. 3 CRD IV in samenhang met Art 4 lid 1 nr. 3 van Verordening EU 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (CRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

³³⁸ De CRR gaat er daarom terecht van uit, maar in tegenstelling tot CRD IV, dat deposito's of (niet) andere terugbetaalbare gelden worden geaccepteerd in het depositobedrijf.

³³⁹ Opgemerkt zij dat de ECB verantwoordelijk is voor de vergunningverlening aan kredietinstellingen op grond van artikel 4 in samenhang met artikel 14 van de verordening betreffende het gemeenschappelijk controlemechanisme (GTM), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. Op basis van artikel 2, lid 1, van de GTM-verordening is dit echter alleen van toepassing op de eurozone, tenzij besloten is tot nauwe samenwerking tussen de ECB en de nationale bevoegde autoriteit. Vanaf 15.09.2019 zijn er geen dergelijke besluiten meer, en daarom blijft de FMA de bevoegde autoriteit voor het verlenen van vergunningen aan banken in Liechtenstein.

beroepsmatig beleggingsdiensten voor derden en/of beleggingsactiviteiten verrichten.³⁴⁰ Uitzonderingen op deze definitie zijn kredietinstellingen, lokale ondernemingen³⁴¹ en beleggingsondernemingen in de zin van artikel 29, lid 1, van de RKV³⁴² of artikel 29, lid 3, van de RKV³⁴³.

2.2 Muntstukken en banktransacties

Hieronder worden de Token Offertes geanalyseerd vanuit het perspectief van de banktransacties. Zoals hierboven vermeld, omvat dit enerzijds de activa- en passivatransacties die zijn voorbehouden aan banken³⁴⁴ en anderzijds andere diensten zoals beleggingsdiensten en

203

³⁴⁰ Artikel 4, lid 1, nr. 2 CRR in samenhang met artikel 4, lid 1, nr. 1 van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID I), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, of artikel 4, lid 1, nr. 1 MiFID II.

³⁴¹ Ondernemingen die voor eigen rekening actief zijn op derivaten- en contantmarkten, uitsluitend voor het afdekken van posities op derivatenmarkten; Art. 1 nr. 4 CRR en Art. 30u Bankwet.

³⁴² Beleggingsondernemingen met een administratieve bevoegdheid op grond van artikel 30v BankG, die fondsen of effecten voor cliënten mogen beheren (middelgrote beleggingsonderneming).

³⁴³ Beleggingsondernemingen die geen fondsen of effecten van cliënten mogen aanhouden, noch voor eigen rekening mogen handelen of vaste verbintenissen mogen aangaan, maar alleen de in bijlage I, deel A, punten 1, 2, 4 en 5, van de MiFID II (bijlage 2, deel A, punt 1, 2, 4 en 5, van de bankwet) genoemde beleggingsdiensten mogen verrichten (kleine beleggingsondernemingen; voor Liechtenstein, vermogensbeheerders).

³⁴⁴ Artikel 1 bis, lid 1, van de bankverordening. De bankverrichtingen zijn de verrichtingen vermeld in artikel 1bis, lid 1, onder a) tot en met c), van de Bankwet. Dit zijn het accepteren van deposito's of andere terugbetaalbare gelden, het commercieel uitlenen van gelden aan kredietnemers en het verlenen van

nevendiensten, de uitgifte van e-geld, enz.³⁴⁵ Hieronder worden de activiteiten die zijn voorbehouden aan banken in het bijzonder geanalyseerd.

2.2.1 Bankbedrijf (depositobedrijf)

204

In artikel 3, lid 3, van de Bankwet worden depositotransacties gedefinieerd als banktransacties die worden gedefinieerd als het aanvaarden van deposito's of andere terugbetaalbare gelden³⁴⁶ (depositohandel, aangezien dergelijke transacties aan de passiefzijde van de bankbalans staan); d.w.z. het aanvaarden van externe of terugbetaalbare gelden

pure betalingsverrichtingen. Zuivere betalingstransactiediensten zijn niet wettelijk gedefinieerd en het blijft onduidelijk hoe dergelijke diensten zich verhouden tot betalingsdiensten in het kader van de ZDG.

³⁴⁵ Cf. Art. 3 lid 3 BankG.

³⁴⁶ In artikel 3, lid 3, onder a), van de bankwet wordt hier ten onrechte verwezen naar de "*aanvaarding van deposito's en andere terugbetaalbare gelden*" in plaats van het voegwoord "of". Bovendien definieert de Bankwet in artikel 3, lid 3, onder a) en b), zowel het deposito- als het kredietbedrijf, elk op zich, als bankactiviteiten. Artikel 4, lid 1, nr. 1 CRR definieert een kredietinstelling (CRR-kredietinstelling) daarentegen als een *onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan uit het in ontvangst nemen van deposito's of andere terugbetaalbare gelden van het publiek en het verstrekken van leningen voor eigen rekening*. Een CRR-kredietinstelling die op grond van de CRR moet worden aangemeld, verricht derhalve altijd krediet- en depositobedrijf. Een bankinstelling in de zin van de Bankwet bestaat daarentegen al wanneer een van deze transacties wordt uitgevoerd, waarbij de Bankwet zich richt op het uitlenen van (buitenlandse) middelen met betrekking tot de kredietverlening, d.w.z. het vereist een depositotransactie voor de kredietverlening, terwijl de CRR alleen betrekking heeft op het verstrekken van leningen voor eigen rekening. Voor meer informatie over het uitlenen van geld en leningen *Laurer/Kammel* zie *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, nr. 9.

van het publiek. De term "fondsen" omvat zowel giraal geld of bankdeposito's en bankbiljetten als (secundaire) munten, d.w.z. wettig betaalmiddel.³⁴⁷ Volgens de Liechtensteinse wet op de invoering van de Zwitserse frank is het wettig betaalmiddel gebaseerd³⁴⁸ op de Zwitserse frank als exclusief wettig betaalmiddel en dus wettig betaalmiddel (art. 1 leg cit).³⁴⁹

Depositotransacties worden in dit verband gedefinieerd als de aanva- 205
arding van een buitenlands wettig betaalmiddel met een terugbetalingsverplichting. Er zij op gewezen dat het publiek verplicht is om terugbetaalbare deposito's te doen.³⁵⁰ Zoals hierboven is uiteengezet, vormen cryptocentrische valuta's geen wettelijk erkend betaalmiddel (noch in Liechtenstein, noch in andere rechtsstelsels). Zij worden, afhankelijk van het vertegenwoordigde recht, veeleer beschouwd als een ruilmiddel dat in plaats van betaling kan worden aanvaard; in tegenstelling tot wettig betaalmiddel is er echter geen verplichting om dit te doen en om die reden kan de aanvaarding van penningen geen depositotransactie vormen.

³⁴⁷ Laurer in *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3e druk, § 1 BWG, Rz 4.

³⁴⁸ LGBl nr. 1924.008, afgegeven op 20.06.1924.

³⁴⁹ In dit verband is het interessant om te wijzen op de bepaling in artikel 2 van de wet op de invoering van de Zwitserse frank, volgens welke wettig betaalmiddel met een nominale waarde van meer dan 2,00 CHF verplicht moet worden meegenomen in de betaling.

³⁵⁰ Overweging 14 van RKV IV of overweging 6 van RKV III De terminologie van banktransacties verwijst naar het standpunt van een bank. In het geval van een deposito- of debettransactie (lenen) is de bank, zoals bij naam wordt geïmpliceerd, de debiteur, terwijl in het geval van een leentransactie (uitlenen) de bank een crediteur is.

206 Het aanbieden of uitvoeren van depositotransacties in de zin van artikel 3, lid 3, onder a), van de Bankwet houdt in dat men debiteur wordt in het kader van een contractuele relatie met betrekking tot het beheer van fondsen of de aanvaarding van deposito's of andere terugbetaalbare gelden. De civielrechtelijke contractuele basis voor dergelijke depositotransacties kan heterogeen zijn (bv. depositum onregelmatig³⁵¹, maar moet in ieder geval een verplichting tot terugbetaling bevatten. Een depositotransactie wordt echter niet vastgelegd als er geld voor iemand anders wordt geaccepteerd en alleen maar wordt doorgegeven. Opgemerkt moet worden dat de beoogde ontvanger ook moet worden bekendgemaakt, anders vormt de eerste ontvangst van de gelden al een stortingstransactie.³⁵²

207 De uitzonderingen voor het in ontvangst nemen van deposito's in artikel 1a, lid 2, van de bankverordening zijn essentieel. Dienovereenkomstig is elke overdracht van middelen die tot doel heeft te voldoen aan wederzijdse verplichtingen in het kader van contracten voor de overdracht van eigendom of dienstencontracten of die als onderpand³⁵³ zijn

³⁵¹ Wat in bewaring is genomen, hoeft niet als zodanig te worden teruggegeven (individuele of bijzondere schuld), maar alleen een gelijkwaardige schuld naar aard en kwaliteit (generieke schuld).

³⁵² *Laurer in Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3e druk, § 1 BWG, Rz 5 f.

³⁵³ Wat de penningen betreft, zou de uitzondering op het depositobedrijf ondanks de overdracht van middelen in verband met leveraged trading van niet-gereguleerde penningen, bijvoorbeeld op een crypto-beurs, relevant en denkbaar zijn als middelen in penningen worden overgedragen als onderpand voor een lening. Dit is niet te verwarren met margin trading, waarbij fondsen worden gecrediteerd (krediettransactie volgens artikel 4, lid 1, lijn 1 CRR) en

overgedragen, uitgesloten van de definitie van deposito's. Deze uitzondering is zeer relevant in de dagelijkse juridische transacties, ook al maken slechts zeer weinig mensen er actief gebruik van, aangezien deze uitzondering gebaseerd is op de terugbetalingsverplichting of het ontbreken daarvan en als zodanig de synallagmatische uitwisseling van diensten in de zin van de principes *do ut des* respectieve *quid pro quo* beschrijft. Als het geld wordt overgemaakt om goederen of diensten aan te schaffen of als onderpand, is er geen sprake van een stortingstransactie. Dit kan alleen het geval zijn als er een verplichting bestaat om de overgedragen middelen terug te betalen.³⁵⁴

208

vervolgens contracts for difference (CFD's) worden aangegaan door het innemen van short en/of long posities (het gelijktijdig innemen van short en long posities wordt ook wel *straddling* genoemd). De creditering van penningen in de zin van virtuele valuta's vormt geen krediettransactie in de zin van de CRR vanwege het gebrek aan middelen. Voor een praktisch voorbeeld, zie ook de zogenaamde "margin trading" of "leveraged trading" van Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, opgeroepen op 29.10.2019, 22:52. Als penningen op deze manier worden gecrediteerd met het verstrekken van een waarborgsom in fiatgeld, is er geen sprake van een storting of een krediettransactie. Een creditering kan echter alleen plaatsvinden met behulp van reeds bestaande penningen en niet in plaats van het genereren en uitgeven van penningen, om bijvoorbeeld het e-geldregime te omzeilen. De reden hiervoor is dat penningen die op deze manier worden gecrediteerd niet zomaar uit de circulatie kunnen worden genomen wanneer ze worden terugbetaald (wat het geval zou zijn als een vordering zou worden terugbetaald - "terugkoop en verbranding").

³⁵⁴ Art. 1a lid 2 lit a BankV; zie UVS Wenen van 05.05.2004 op 06/42/9144/2003.

In Token Offerings, waarbij penningen in de zin van software worden uitgegeven als koopwaar met intrinsieke waarde³⁵⁵ tegen wettig betaalmiddel, is er geen stortingsactiviteit in dit opzicht, aangezien de fondsen dienen om een concrete tegenprestatie te ontvangen en er geen verplichting is om terug te betalen. De vraag rijst of dit ook het geval is als de Token Offering voorziet in een zogenaamde softcap ("floor" als tellerstand ten opzichte van de "hard cap"³⁵⁶). Indien een dergelijke soft cap - een bepaalde drempelwaarde in een bepaalde tijddelta - niet wordt bereikt in de financieringsronde, voorzien uitvoerders van dergelijke Token Offertes soms in het terugdraaien van de middelen, omdat het bedrijfsmodel niet kan worden gerealiseerd bij gebrek aan voldoende financiering. Maar ook dit is geen depositobedrijf, want er is ³⁵⁷geen onvoorwaardelijke terugbetalingsverplichting, maar slechts een hangende, ondoeltreffende (opschortende) voorwaardelijke terugbetalingsverplichting. De telos van de contractuele basis ligt in de aankoop van penningen, die bepaalde rechten vertegenwoordigen, in ruil voor een wettig betaalmiddel. Alleen als bepaalde omstandigheden zich niet voordoen, ontstaat er een aanspraak op het terugdraaien van de transactie. Dit is echter geen terugbetalingsverplichting, die de BankG of de BankV in gedachten had, maar een wederzijdse vordering tot teruggave van de betrokken partijen van hun wederzijdse diensten.

³⁵⁵ Munten die geen financiële instrumenten, e-geld of deposito's zijn, d.w.z. virtuele valuta of andere digitale inhoud.

³⁵⁶ Drempelwaarde waarbij de financieringsronde (de Token Offering) wordt beëindigd omdat het financieringsdoel is bereikt.

³⁵⁷ Over het kenmerk van het onvoorwaardelijke karakter van de vordering tot terugbetaling, zie BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, P 5.

Een andere belangrijke uitzondering op de depositohandel omvat contante betalingen bij de uitgifte van obligaties³⁵⁸ of andere gestandaardiseerde obligaties of niet-gedocumenteerde rechten met dezelfde functie (gedematerialiseerde effecten of girale effecten/activarechten), op voorwaarde dat de (terugbetaalbare) middelen worden ontvangen na goedkeuring van een prospectus in overeenstemming met de Prospectusverordening of de EER-SESTA of indien er geen verplichting is om een prospectus te publiceren. Dit is essentieel, omdat anders elke obligatie-uitgifte een bancaire transactie zou vormen, vooral omdat dergelijke obligaties worden gekenmerkt door het feit dat het recht op terugbetaling, inclusief rente, gesecuritiseerd is (wettelijke fictie dat obligaties geen depositotransactie vormen; vergelijkbaar met de fictie dat de e-geldtransactie geen deposito vormt). Het is interessant om op te merken dat een deposito ook op soortgelijke wijze kan worden gestructureerd als een dergelijke obligatie (of een lening bij gebrek aan standaardisatie onder het kapitaalmarktrecht), hoewel financiële instrumenten zoals kapitaal- of geldmarktinstrumenten mogelijk niet als betalingsinstrumenten functioneren. Met betrekking tot het aanbieden van penningen kan deze uitzondering significant zijn als de uitgegeven penningen betrekking hebben op obligaties, d.w.z. financiële instru-

³⁵⁸ Ook hier zijn depositotransacties mogelijk, mits de discretionaire bevoegdheid van de emittent met betrekking tot het gebruik van de middelen beperkt is en er een vordering tot terugbetaling bestaat, afhankelijk van het succes van het gebruik van de financiële middelen uit de uitgifte van de obligatie. Zie *Laurer in Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3e druk, § 1 BWG, kantnootie 5 mwN.

menten. Wat obligaties betreft, is het ook relevant dat beleggingsondernemingen deze niet mogen uitgeven om hun eigen bedrijfskosten te financieren.³⁵⁹

- 210 Andere uitzonderingen op het depositobedrijf zijn cliëntendeposito's bij beleggingsondernemingen, die geen rente opleveren en alleen kunnen worden gebruikt in verband met beleggingsdiensten.³⁶⁰ Hetzelfde geldt voor fondsen die worden overgedragen aan verzekeringsmaatschappijen of pensioenfondsen in verband met levensverzekeringen of pensioenrelaties.³⁶¹ Ook betalingsinstellingen die betalingsdiensten verlenen en daarvoor soms betaalrekeningen openen om betalingstransacties uit te voeren, vallen onder deze categorie, hoewel dit niet expliciet wordt vermeld. Fondsen op betaalrekeningen mogen alleen worden gebruikt voor betalingsdiensten en daarom kan er geen rente worden toegekend.³⁶²
- 211 Uitgesloten van de definitie van deposito's zijn ook interbancaire deposito's, deposito's van deposanten bij verenigingen en stichtingen met fictieve doeleinden buiten de financiële sector, en deposito's van aandeelhouders en vennoten met een gekwalificeerd belang in de debiteur.³⁶³ Ten slotte wordt een uitzondering gemaakt in artikel 3, lid 3,

³⁵⁹ Artikel 1 bis, lid 3, van de bankverordening.

³⁶⁰ Art 1a para. 2 lit c BankV.

³⁶¹ Art 1a lid 2 lit. d Bankverordening.

³⁶² Artikel 4, lid 1, Z 51 in combinatie met Z 54 ZDG; zie artikel 4, lid 1, Z 41 in combinatie met artikel 2, lid 2, ZDG.

³⁶³ Art. 1a lid 2 lit e BankV; in het geval van bedrijfsdeposito's is er zelfs een wettelijk verbod op de teruggave van deposito's, wat het bestaan van een depositobedrijf uitsluit.

onder a), van de BankG, op grond waarvan een geaccepteerd geldbedrag geen depositotransactie is als het in de loop van een e-geldtransactie wordt geaccepteerd en direct wordt ingewisseld voor e-geld (wettelijke fictie dat er geen deposito's zijn).³⁶⁴

2.2.2 Definitie van deposito- en e-geldbedrijf en financiële instrumenten

Met betrekking tot penningen kunnen penningen die met e-geld zijn verkregen op hun beurt e-geld vertegenwoordigen als de overige elementen van de feiten aanwezig zijn³⁶⁵, maar de aanvaarding van e-geld vormt geen depositotransactie onder de bankwet, aangezien e-geld wordt gedefinieerd als een geldbedrag in de zin van de EGG en ZDG³⁶⁶, maar niet wordt beschouwd als een deposito of andere terugbetaalbare middelen onder de bankwet. Door de verschillen tussen de termen "geldbedragen" en "fondsen" is er geen sprake van een lacune in de regelgeving die strijdig is met de planning en kan de depositotransactie niet worden omzeild, zelfs niet als bijvoorbeeld een penning die e-geld vertegenwoordigt, wordt uitgegeven in ruil voor geldbedragen en het e-geld dat op deze manier is gemunt, later wordt aanvaard of in bewa-

212

³⁶⁴ Volgens artikel 3, lid 3, onder f), van de bankwet in samenhang met artikel 3, lid 1, onder b), van het EG-Verdrag is de uitgifte van elektronisch geld een banktransactie die voorbehouden is aan banken en instellingen voor elektronisch geld. Art. 3 lid 3 lit. f Bankwet verwijst ten onrechte naar "Art. 3 let. b E-geldwet" (recte Art. 3 lid 1 lit. b ECG), wat waarschijnlijk te wijten is aan een redactionele fout.

³⁶⁵ Zie hoofdstuk II.2.7.

³⁶⁶ Zie artikel 3, lid 1, onder b) EGG in combinatie met artikel 4, lid 1, Z 54 ZDG en artikel 4, lid 1, Z 18 ZDG.

ring wordt genomen (door een afzonderlijke entiteit naar vennootschapsrecht) onder een terugbetalingsverplichting, aangezien e-geld altijd een geldvordering op de emittent vertegenwoordigt.³⁶⁷ Bovendien moeten de middelen die een e-geldinstelling direct of indirect van de klant ontvangt, voldoende beveiligd zijn.³⁶⁸ Hieruit blijkt dat het e-geldbedrijf de tweede kant van dezelfde munt is die ook het depositobedrijf reguleert.

- 213 De depositotransactie wordt in artikel 3, lid 3, onder a), van de Bankwet gedefinieerd als de aanvaarding van deposito's en [recte: of] andere terugbetaalbare gelden, waarbij in het geval van een e-geldtransactie

³⁶⁷ Als zodanig moet deze claim ook in de boekhouding van de onderneming worden opgenomen en moet deze specifiek als een verplichting aan de passiefzijde worden vermeld. Als er een token wordt uitgegeven dat alleen gegevens of software bevat in de zin van digitale inhoud of goederen (die kunnen worden gebruikt voor transacties of andere functies, zoals consensusvorming over een blokketen), ontstaat er geen (geld)claim die onder verplichtingen zou moeten worden ondergebracht, maar wordt de digitale inhoud verkocht, waaruit inkomsten worden gegenereerd.

³⁶⁸ Artikel 11 van het EG-Verdrag in samenhang met artikel 5 van het EG-Verdrag in samenhang met artikel 5 van het CDIR. Instellingen voor elektronisch geld mogen zich niet aansluiten bij een depositobeschermings- en beleggerscompensatiestelsel (bijvoorbeeld de EAS; Depositobescherming en beleggerscompensatiestichting SV met hoofdkantoor in Vaduz). Hoewel de EGA pas in 2019 met LGBl 2019.103 is ingevoerd, geeft zij uitvoering aan Richtlijn 2014/49 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj> (Richtlijn Depositogarantiestelsels), die volgens artikel 2, lid 1, nr. 9 RDGS in combinatie met artikel 4, lid 3, RDGS echter van toepassing is op kredietinstellingen uit hoofde van artikel 4, lid 1, nr. 1, RKV en hun aansluiting bij een depositogarantiestelsel regelt, maar artikel 5, lid 1, onder d), RDGS is niet van toepassing op deposito's van financiële instellingen. Financiële instellingen omvatten ook instellingen voor elektronisch geld overeenkomstig artikel 4, lid 1, nr. 26 van de CRR in samenhang met bijlage I, nr. 15, bij de CRD IV.

de aanvaarding van een geldbedrag niet, bij wijze van wettelijke fictie, een depositotransactie kan vormen indien het aanvaarde geldbedrag rechtstreeks wordt ingewisseld voor e-geld. In de bankwet wordt een e-geldtransactie gedefinieerd als de uitgifte van e-geld overeenkomstig artikel 3, lid 1, onder b), van de bankwet [recte: artikel 3, lid 1, onder b), van de bankwet]. Dit doet de vraag rijzen of het depositobedrijf nieuw leven kan worden ingeblazen als alle elementen van e-geld aanwezig zijn, maar de toepasselijkheid van de Europese Rekenkamer wordt ontkend vanwege een uitzondering³⁶⁹; dit kan met name relevant zijn voor zogenaamde interne stabiele munten met een representatieve functie op het gebied van contant geld.³⁷⁰ Het antwoord moet hieronder wor-

³⁶⁹ Zie hoofdstuk II.2.7.3 over vrijstellingen voor elektronisch geld.

³⁷⁰ Dit zijn penningen die slechts door één emittent of groep van ondernemingen worden aanvaard, en daarom zal er regelmatig een uitzondering worden gemaakt, zelfs als de andere elementen van e-geld aanwezig zijn. Indien een dergelijke stablecoin alleen door de uitgevende instelling wordt geaccepteerd, is er helemaal geen sprake van e-geld, aangezien een van de essentiële elementen, namelijk de acceptatie van derden, ontbreekt (een dergelijke acceptatie moet echter worden verondersteld in het geval van cryptobeurzen die multilateraal worden verhandeld). In het geval van een groep ondernemingen daarentegen zal de uitzondering van een beperkt netwerk gerechtvaardigd zijn - ofwel vanwege de beperkte mogelijkheden om bepaalde soorten functioneel gerelateerde goederen of diensten te verkrijgen, ofwel vanwege de acceptatie in een beperkt netwerk (detailhandelsketen of franchise). Het idee van zo'n stabiele munt is om regelgeving te vermijden (zowel een vergunning als bankinstelling als een e-geldinstelling) en toch een zo geschikt mogelijk alternatief te bieden voor de aanvaarding van fiatgeld of wettig betaalmiddel door een bedrijf. Tegelijkertijd wordt een systeembreuk in de bloksetentechnologie vermeden en wordt er een levering versus betalingssysteem gecreëerd, omdat de penningen

den geanticipeerd en uitvoerig worden toegelicht. Volgens deze bepaling kan een depositotransactie niet nieuw leven worden ingeblazen als er een uitzondering wordt gemaakt voor e-geldtransacties. Dit komt omdat een depositotransactie niet door wettelijke fictie wordt gegeven bij de uitgifte van e-geld, zoals hierboven is uitgelegd. Als er dan een uitzondering op de e-geldregel van toepassing is, is het toepassingsgebied van het EG-Verdrag in principe gegeven en blijft de elektronische waarde die wordt uitgegeven e-geld, ook al is voor de uitgifte ervan geen toestemming nodig; dit wordt ook ondersteund door het feit dat uitzonderingen soms moeten worden gerechtvaardigd³⁷¹.

- 214 Elektronisch geld is een elektronisch of magnetisch opgeslagen monetaire waarde in de vorm van een vordering op de uitgevende instelling die wordt uitgegeven in ruil voor geld om betalingstransacties uit te voeren en die ook door andere personen dan de uitgevende instelling voor dit doel wordt aanvaard. De Europese Rekenkamer regelt over het algemeen de commerciële uitgifte van elektronisch geld door uitgevers van elektronisch geld.³⁷² De uitzonderingen zijn geregeld in artikel 2, lid 2, van de EGG, op grond waarvan er, met betrekking tot de ZDG, geen sprake is van e-geld in het geval van beperkte netwerken. Al deze

van de verschillende blokketens niet direct kunnen worden uitgewisseld. Dergelijke stalmunten zijn meestal niet ontworpen om het systeem van een bedrijf te verlaten en kunnen ook zonder uitgifte van penningen puur in het boek worden bewaard. Deze kunnen interessant zijn voor zogenaamde Crypto-Exchanges, ongeacht of ze bilateraal of multilateraal zijn ontworpen om een eigen economisch ecosysteem te creëren.

³⁷¹ Zie artikel 2, lid 2, van de EKG in samenhang met artikel 3, lid 1, onder g), en artikel 3, lid 3, van de ZDG.

³⁷² Artikel 2, lid 1, juncto artikel 3, lid 1, sub b, EG.

aspecten tezamen genomen, moet worden opgemerkt dat monetaire activa nog steeds voldoen aan de definitie van e-geld in het kader van de vrijstellingsbepalingen, maar grotendeels zijn vrijgesteld van de vergunningsplicht. Juridisch gezien wordt dit elektronisch geld, waarvoor geen vergunning nodig is, slechts "monetaire waarde" genoemd.³⁷³ Zoals hierboven is uiteengezet, blijft een dergelijke monetaire waarde elektronisch geld vormen, maar als een uitzondering gerechtvaardigd is, zijn de uitgevers van dergelijk elektronisch geld niet zodanig gereguleerd dat een aanvraag voor een vergunning als instelling voor elektronisch geld moet worden ingediend. Bijgevolg zijn monetaire activa die in beginsel e-geld zouden vormen indien alle elementen van de feiten aanwezig waren, maar waarvoor op grond van een uitzondering geen vergunning als e-geldinstelling vereist is, niet onderworpen aan een vergunning als e-geldinstelling in het kader van de Europese Rekenkamer. Dit maakt echter duidelijk dat het toepassingsgebied van de e-geldwet dogmatisch gezien nog steeds open is en dat e-geld aanwezig is, wat de reden is waarom de depositohandel niet meer kan worden heropgestart als er een e-geld-uitzondering wordt gemaakt.

Elk ander standpunt³⁷⁴ moet worden verworpen. Zoals hierboven uiteengezet, wordt een depositotransactie gekenmerkt door de onvoorwaardelijke verplichting tot terugbetaling van de³⁷⁵ middelen, die inherent is aan een vordering tot terugbetaling van een geldbedrag (niet een

³⁷³ Artikel 2, lid 2, EG.

³⁷⁴ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 71.*

³⁷⁵ *Het begrip "deposito's" dekt alleen de verplichtingen die de onderneming zelf debiteur maken van de terugbetaling van de overeenkomstige dienst. - BVGer B-4772/2017 van 19.12.2017, Z 5.2.*

vordering tot gelijktijdige levering van goederen of diensten). Het bestaan van een e-geldtransactie zoals hierboven beschreven sluit de depositotransactie uit. Een e-geldtransactie die grotendeels is vrijgesteld van een vergunning - gerechtvaardigd door een uitzondering die bedoeld is om een voorrecht te vormen - kan op zijn beurt niet leiden tot een heropleving van het depositobedrijf en dus tot een strengere regelgeving.

- 216 In artikel 1 bis, lid 2, onder a), van de bankverordening wordt bepaald dat middelen die in het kader van een eigendomsoverdrachtsovereenkomst of een dienstverleningsovereenkomst als synchrone tegenprestatie moeten worden beschouwd of die als zekerheid worden overgedragen, geen deposito's vormen.³⁷⁶ Aangezien penningen niet als object kunnen worden aangemerkt³⁷⁷, is de aanvaarding van fondsen in verband met een dienstverleningscontract of een waarborg bijzonder relevant om een stortingstransactie uit te sluiten.
- 217 De functie van de penning of de stabiele munt die het betaalmiddel op deze manier weergeeft, is van groot belang, omdat anders kan worden aangevoerd dat de penning alleen vóór de eigenlijke transactie wordt gebruikt, waardoor de depositohandel of de e-geldhandel wordt omzeild, en dat de penning geen verband houdt met een dienst, zoals zal

³⁷⁶ Zie UVS Wenen van 5 mei 2004 op 06/42/9144/2003.

³⁷⁷ Cf. Art 20 SR in samenhang met Art 171 SR, volgens welke het begrip vermogensrecht een element van lichamelijke veronderstelt; *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, p. 389 (Art 171 SR Rz 1 e.v.); Zie ook BuA 2019/54, blz. 126, waarin staat dat de bepalingen van het eigendomsrecht op een functioneel adequate, d.w.z. analoge, maar niet equivalente wijze moeten worden toegepast op de uitzendregels volgens het TVTG; niettemin kunnen penningen het eigendomsrecht vertegenwoordigen (bijv. de vordering tot teruggave als gevolg van het volledige eigendomsrecht).

worden verondersteld als een penning kan worden ingewisseld (ingewisseld) voor wettig betaalmiddel en daardoor uit de circulatie wordt genomen of wordt vernietigd. In dit geval wordt duidelijk dat een dergelijk penning geen eigen penning is (in de zin van een digitale inhoud zoals software als handelswaar of een virtuele valuta), maar dat de waarde alleen in de vordering zit (voor onvoorwaardelijke terugbetaling) en dat het penning daadwerkelijk een vordering in geld is. Er bestaan deposito's zoals hierboven beschreven in het geval van contractuele overeenkomsten over de bewaring en/of het beheer van wettig betaalmiddel; er ontstaat een onvoorwaardelijke vordering tot terugbetaling tegen de bewaargevende instelling - vergelijkbaar met e-geld.³⁷⁸ Een stabiele munt in de zin van het bovenstaande, die te allen tijde kan worden ingeruild voor een wettig betaalmiddel, zou slechts een surrogaat zijn of in de plaats komen van een dergelijke vordering. Als een munt een dergelijke aanspraak op geld vertegenwoordigt, kan deze worden geclassificeerd als e-geld (maar vertegenwoordigt geen storting vanwege de elektromagnetische representatie van de monetaire waarde).

Als een dergelijke stabiele munt dus een uitzondering voor elektronisch geld zou zijn, is er geen sprake van een verergering van het toezicht in de cascade van vergunningen op grond van de wetgeving inzake de financiële markten, aangezien het depositohandelsbedrijf niet

³⁷⁸ Vgl. over de vertegenwoordiging van een onvoorwaardelijke vordering tot terugbetaling door middel van een symbolische BaFin, Leaflet Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang mit der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf? blob=publicationFile=1, blz. 9 f.](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1,blz.9f)

nieuw leven wordt ingeblazen.³⁷⁹ Vanuit dit perspectief is het e-geldregime één kant van dezelfde medaille als het depositobedrijf. De terugbetaling van e-geld (of de omwisseling van e-geld voor de gegeven geldbedragen) is alleen het gevolg van het bestaan van een contractuele geldvordering en is daarom een echte terugbetaling onder het e-geldregime en niet alleen een juridisch gevolg van het bestaan van e-geld. E-geldactiviteiten vormen een geprivilegieerde vorm van het in ontvangst nemen van deposito's, gebaseerd op de eisen van de toezichthouder.³⁸⁰

³⁷⁹ Ander uitzicht *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Findeisen* daarentegen verspreidt dat § 1a (5) Duitse ZAG, zoals gewijzigd door BGBI. I blz. 1506 (nr. 35) *lex specialis* voor het depositobedrijf is. Deze bepaling verwijst naar dezelfde uitzonderingen als artikel 2, lid 2, van de EGG van Liechtenstein. Het lijkt echter niet geheel begrijpelijk hoe, in welke vorm en in welke mate een uitzondering op het toepassingsgebied van de e-geldregeling tegelijkertijd een *lex specialis* voor depositohandel moet zijn; *Findeisen* in *Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), *Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht*, § 1a, Rz 104. Het is echter waar dat e-geld - met inbegrip van e-geld waarvoor geen vergunning nodig is vanwege een uitzonderlijke omstandigheid - geen depositotransactie met juridische fictie is; Of dit een *lex specialis* is, kan worden opengelaten, maar lijkt, in ieder geval voor de Liechtensteinse wet, te worden uitgesloten op grond van de uitzondering voor de depositohandel, indien een e-geldtransactie aanwezig is onder de bankwet (anders zou de e-geldwet, als meer specifieke regeling, ook kunnen afwijken van de bankwet, die de depositohandel reguleert - cf. II.2.7.3, Rz 400).

³⁸⁰ Zoals in hoofdstuk II.2.7 in detail wordt uitgelegd, kan terugbetaling niet eenvoudigweg worden uitgesloten in aanwezigheid van een vordering om de e-geldtransactie te ontcrachten, aangezien het recht op terugbetaling of aflossing rechtstreeks voortvloeit uit de vordering. Aflossing is dus een constituerend element van het bestaan van e-geld en is conceptueel uitwisselbaar met

Om het depositobedrijf in het algemeen uit te sluiten, zou de onvoorwaardelijke terugbetalingsverplichting die nodig is voor deposito's moeten worden uitgesloten. Dit zou denkbaar zijn als een waardebon die een vordering vertegenwoordigt, de houder alleen het recht geeft om goederen of diensten te ontvangen, maar niet om de geldwaarde in te trekken en dus als een waardebon te fungeren, of als een dergelijke waardebon onder een voorwaarde wordt uitgegeven. Een dergelijke voorwaarde kan bijvoorbeeld zijn dat de Stablecoin gedurende een be-

het bestaan van een vordering in geldvorm en niet slechts een juridisch of logisch gevolg van het bestaan van een vordering waarmee betalingstransacties kunnen worden uitgevoerd. Op grond van artikel 11 juncto artikel 5 van de EG-Verordening kunnen de uit een e-geldtransactie ontvangen middelen niet vrij worden besteed, maar moeten zij aan passende veiligheidseisen worden onderworpen. Bovendien moet krachtens artikel 44, lid 2, van de ECG de monetaire waarde van het door een instelling voor elektronisch geld aangehouden elektronisch geld te allen tijde tegen de nominale waarde ervan aan de cliënt van de instelling voor elektronisch geld worden terugbetaald en is het krachtens artikel 45 van de ECG ten strengste verboden om rente te betalen. Dat terugbetaalbaarheid tegen nominale waarde een feitelijk element is en niet louter een rechtsgevolg, blijkt al uit de dogmatische indeling van elektronisch-geldtransacties als depositotransacties, die overeenkomstig artikel 3, lid 3, van de bankwet en artikel 6, lid 3, van de REG alleen in juridische zin anders worden behandeld dan depositotransacties, indien aan bijzondere voorwaarden is voldaan.

paald aantal dagen kan worden gebruikt voor de handel op een zogenaamde Crypto-Exchange.³⁸¹ Indien de voorwaarde ex nunc wordt³⁸² overeengekomen, houdt de contractuele basis op te bestaan indien er geen handel wordt gevoerd binnen de overeengekomen periode. De contractuele basis wordt dus vernietigd en een houder van een dergelijke stalmunt zou bijgevolg een recht van verrijking (buitencontractueel) hebben om het wettig betaalmiddel waarmee hij de stalmunt heeft verworven, terug te krijgen.³⁸³ De uitvoering en de overweging moeten dus worden uitgesteld. Het recht op terugbetaling op grond van het recht van jurisdictie vormt een wettelijk recht op terugvordering³⁸⁴ en is geen contractuele aanspraak op onvoorwaardelijke terugbetaling, wat een depositotransactie zou zijn, aangezien vorderingen op grond van het recht van ongerechtvaardigde verrijking gebaseerd zijn op wettelijke verplichtingen. Het is de verantwoordelijkheid van de particuliere sector om overeenstemming te bereiken over een

³⁸¹ Ongeacht of het bilateraal of multilateraal opereert. Voor meer informatie over deze vage term, die verschillende bedrijfsmodellen omvat, zie *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, blz. 249 (251).

³⁸² In geval van een ex tunc-effect zou de wettelijke rente van 5 % pa overeenkomstig § 1000 ABGB worden opgebouwd. In het geval van een opschortende voorwaarde zou de overeenkomst op het moment van het ontstaan ervan voorlopig geen effect hebben.

³⁸³ De vordering is dus ook alleen gericht op de aankoop van goederen in de zin van penningen als digitale inhoud of virtuele valuta en niet op een geldbedrag, wat zowel het depositohandel als het e-geldhandelsbedrijf uitsluit.

³⁸⁴ *Condictio causa finita* volgens § 1435 ABGB - latere beëindiging van de rechtsgrondslag (met werking ex nunc; in het geval van *condictio sine causa* volgens § 877 ABGB of *condictio indebiti* volgens § 1431 ABGB moet de rechtsgrondslag echter ex tunc worden teruggedraaid).

recht van structurering waarmee de contractuele basis kan worden vernietigd.³⁸⁵ Indien een ontbindende voorwaarde in bovenstaande zin is bedongen, is er geen contractuele aanspraak op (onvoorwaardelijke) terugbetaling van de gelden of enige andere tegenprestatie, maar een aanspraak op grond van het recht op ongerechtvaardigde verrijking.³⁸⁶ Dit geldt des te meer voor penningen die digitale inhoud volgens

³⁸⁵ Een denkbare optie zou zijn een recht van schikking dat een potestativ voorwaarde combineert met een ontbindende voorwaarde op zodanige wijze dat, bijvoorbeeld, een persoon die een dergelijke stablecoin heeft verworven die een vordering met fiat geld vertegenwoordigt, het recht heeft om de contractuele basis te vernietigen, op voorwaarde dat de stablecoins niet binnen een bepaalde periode zijn gebruikt voor de handel op een bepaald handelsplatform.

³⁸⁶ Zie bijvoorbeeld *Laurer/Kammel* in *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (red.), artikel 1 BWG, marge nr. 5, waarin staat dat *"het bankbedrijf [in dit geval het depositobedrijf] alleen wordt uitgeoefend door degenen die debiteuren zijn op grond van de overeenkomst voor het beheer of de storting van andermans geld [...]"* en dus - wat in principe banaal lijkt - alleen betrekking heeft op contractuele verplichtingen. Hetzelfde beeld komt naar voren in het geval van e-geldtransacties. *Haghofer*, Issue and redeemability of e-money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, § 17, margin note 1 (blz. 224), stelt dat *"zij [de uitgifte en de terugbetaalbaarheid van e-geld overeenkomstig §§ 17 tot 20 öEGG regelen de contractuele voorwaarden voor de uitgifte en de terugbetaalbaarheid van e-geld [...]"*. Bijgevolg sluit de overeenkomst inzake het recht op structurering, zoals een latere voorwaarde, ook het bestaan van een contractuele vordering en dus het toepassingsgebied van de EEGG uit. Daarnaast kan ook worden gesteld dat een dergelijke stabiele munt ook alleen een claim is voor de aankoop van andere penningen in de zin van virtuele valuta, maar niet een claim op basis van geld.

FAGG of virtuele valuta³⁸⁷ volgens de 5e GW-Richtlijn vertegenwoordigen, waarvoor een herroepingsrecht volgens KSchG of FAGG kan worden uitgeoefend.³⁸⁸

- 220 De visie op de statiegeldactiviteiten valt samen met de Duitse doctrine van de KWG. *"De lynchspin van de statiegeldactiviteit is de terugbetalingsbelofte die de inlegger vertrouwt."*³⁸⁹ Opdat een depositotransactie kan bestaan, moet de terugbetaling dus deel uitmaken van de contractuele overeenkomst die op commerciële basis is gesloten en op basis waarvan het geld wordt overgemaakt; de exploitant van een depositotransactie belooft dus de door de deposant overgemaakte middelen terug te betalen. De titeltransactie kan een geldlening of een onregelmatig deposito zijn, maar kan ook bestaan uit andere soorten contracten waarbij een overeenkomst over de terugbetaling inherent is.³⁹⁰ *"Bij een rechtshandeling daarentegen ontbreekt het kenmerk van terugbetaalbaarheid in de zin van een depositotransactie, indien de vordering, net als de vordering tot terugbetaling van de koopprijs in het geval van een mislukte koopovereenkomst, slechts een secundaire contractuele verplichting is als gevolg van de terugtrekking van de koper uit de koopovereenkomst."*³⁹¹

³⁸⁷ Volgens de overwegingen 8 en 10 van de vijfde antiwitwasrichtlijn sluit de kwalificatie het bestaan van e-geld van meet af aan uit - zie de hoofdstukken II.2.7 en II.2.9 meer details.

³⁸⁸ Zie titel I. hoofdstuk I.6.

³⁸⁹ *Demmelmair/Reschke* in *Beck/Samm/Kokemoor*, KWG met CRR, § 1 lid 1 S 2 Nr. 1 KWG, Rz 109.

³⁹⁰ *Demmelmair/Reschke* in *Beck/Samm/Kokemoor*, KWG met CRR, § 1 lid 1 S 2 Nr. 1 KWG, Rz 110 f.

³⁹¹ *Demmelmair/Reschke* in *Beck/Samm/Kokemoor*, KWG met CRR, § 1 (1) Zin 2 Nr. 1 KWG, Rz 110b; cf. BaFin Merkblatt Einlagengeschäft van 11 maart 2014: *"Geld*

De vraag rijst dan of een stablecoin, die een vordering in de vorm van geld op de emittent vertegenwoordigt, geen e-geld is dat onderworpen is aan een vergunning als gevolg van een uitzondering op de e-geldwet (bv. beperkte netwerken) en dus geen depositotransactie kan vormen, kan een financieel instrument (schuldinstrument dat van invloed is op de passiefzijde van de balans) vertegenwoordigen, op voorwaarde dat de in de stabiele munt vertegenwoordigde vordering opeisbaar is of met rente wordt terugbetaald na een bepaalde termijn of vervaldatum en geen betalingsinstrument is.³⁹² Een stablecoin, die een vordering ver-

is terugbetaalbaar indien er een burgerlijke vordering tot terugbetaling bestaat of indien de schuldeiser minstens een dergelijke vordering blijkt te hebben. [...] De indeling van de fondsen als "terugbetaalbaar" onder het banktoezichtrecht hangt niet af van specifieke civielrechtelijke contractuele regelingen of van de civielrechtelijke indeling van de onderliggende transactie als behorend tot een specifiek soort overeenkomst, zoals een leningsovereenkomst [...]. De feitelijke inhoud van de geldovermaking is veeleer bepalend. [...] Terugbetaalbaarheid ontbreekt echter als de vordering tot terugbetaling alleen ontstaat in de loop van een in eerste instantie onvoorziene omkering van het contract, bijvoorbeeld als een vordering tot schadevergoeding. In het geval van opzegging op grond van het in het voorbeeld hierboven beschreven bevoegdheidsrecht is er geen basis meer voor de overeenkomst. De terugboeking en dus een vordering tot terugbetaling is in eerste instantie ook niet te voorzien als de geldovermaking niet dient voor de uitvoering van een depositotransactie, maar een token moet bijvoorbeeld vooral worden gebruikt voor de handel op een Crypto-Exchange en dient dus als een synallagmatische "Levering versus Betaling" in de loop van de uitvoering van het contract. De uitgifte van een dergelijk penning kan zinvol zijn voor de exploitant van een crypto-beurs, vooral omdat talloze penningen gebaseerd zijn op verschillende blokketenprotocollen en daarom niet rechtstreeks tegen elkaar kunnen worden verhandeld vanwege technische incompatibiliteit van de verschillende netwerkprotocollen.

³⁹² De criteria van standaardisatie, overdraagbaarheid en verhandelbaarheid worden verondersteld (zie hoofdstuk II.2.3.1). Naast een obligatie in de zin van

tegenwoordigt die geen onvoorwaardelijk recht op terugbetaling inhoudt, is geen deposito als gevolg van juridische fictie, maar kan een (kortlopende) obligatie of een geldmarktinstrument zijn.³⁹³ Volgens het Liechtensteinse recht moet dit echter worden uitgesloten indien een dergelijke penning een betalingsinstrument is voor de aankoop van goederen en/of diensten (zoals een winkelvoucher), waarvoor echter geen vergunning uit hoofde van de BDR II vereist is vanwege een uitzondering (bijvoorbeeld de uitzondering van beperkte netwerken).

- 222 Voor de implementatie van een interne stabiele munt in de beschreven zin, die met een wettig betaalmiddel kan worden verkregen en die een vordering (in contanten of in goederen en/of diensten) vertegenwoordigt, is het daarom essentieel om juist van deze vordering af te stappen, naar stablecoin als een onafhankelijke munt (in de zin van software als

een obligatie, kan er ook een nulcouponobligatie of een nulcouponobligatie zijn waarbij de rente over de gehele looptijd uitsluitend wordt uitgedrukt door het verschil tussen (een lagere) uitgifteprijs en (een hogere) aflossingsprijs (of een geldmarktinstrument in de zin van een kortlopende obligatie).

³⁹³ Bijvoorbeeld de in Zwitserland uitgegeven XCHF, die een kortlopende obligatie (geldmarktinstrument) met 0% rente en automatische rollover vertegenwoordigt, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, toegankelijk op 15.09.2019, 16:59; volgens de Liechtensteinse wet is het bestaan van een financieel instrument in verband met e-geld of betalingsinstrumenten alleen denkbaar als er geen betalingsinstrument aanwezig is. In dit geval kan een financieel instrument zoals een obligatie bestaan. In Liechtenstein daarentegen is e-geld, in tegenstelling tot Duitsland, geen financieel instrument (zie artikel 1, lid 11, nr. 7 van de bankwet - "rekenenheden"). In Duitsland (in tegenstelling tot Liechtenstein, zie hoofdstuk II.2.7) vormt de handel voor eigen rekening in elektronisch geld derhalve een financiële dienst (de Liechtensteinse tegenhanger daarvan zijn de beleggingsdiensten). Zie *Terlau in Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

grondstof en dus als digitale inhoud of virtuele valuta) om zowel deposito- als e-geldactiviteiten en het bestaan van een financieel instrument in ieder geval te vermijden, zonder dat men zijn toevlucht hoeft te nemen tot een uitzondering in het kader van de BDR II - mits het doel is om in het kader van deze regelingen zo ongereguleerd mogelijk te zijn.³⁹⁴ Dit is mogelijk op voorwaarde dat de stabiele munt een eigen waarde vertegenwoordigt en dus, in het kader van een synallagmatische relatie, de eigenlijke tegenprestatie vormt die stap voor stap wordt ontvangen.³⁹⁵ Er kan een consumentvriendelijk, onbeperkt en permanent herroepingsrecht met ex nunc-effect voor stabiele munten worden overeengekomen, waarbij het herroepingsrecht volgens de wet van de rechtbank moet worden teruggedraaid. In feite kan hierdoor een

³⁹⁴ In fiscaal opzicht kan dit echter leiden tot een belastingdruk van enerzijds de inkomstenbelasting en anderzijds de belasting over de toegevoegde waarde als een penning of een stabiele munt als handelswaar wordt behandeld.

³⁹⁵ In dit opzicht zou een Stablecoin moeten worden geclassificeerd als een dataset of software en dus uiteindelijk als een grondstof met een onafhankelijke waarde. Hier kan via Art 2 lid 3 in combinatie met Art 10 lid 2 lit b URG worden beargumenteerd dat de rechthebbende de gelden overmaakt aan de verkoper van de stalmunt in het kader van een dienstverleningscontract en daarmee een van de - afgezien van de uitzondering in verband met de e-geldhandel - definitief vastgelegde uitzonderingen op de depositohandel in Art 1a lid 2 lit a BankV van kracht wordt (verlening of verkoop van gebruiksrechten; verkoop van kopieën van werken). De uitzondering op de definitie van deposito's in de bankverordening is identiek aan artikel 3a, lid 3, onder a), van de Zwitserse bankverordening. Volgens de FINMA circulaire 2008/3, Deposito's van het publiek bij niet-banken, 20.11.2008, laatstelijk gewijzigd op 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>, margin note 10 f, gaat chBankV ervan uit "dat alle passiva het karakter van een deposito hebben". Bijvoorbeeld, "een aanbetaling met een koopovereenkomst, een voorschot met een bestelling, een huurwaarborg, etc." hebben niet het karakter van een aanbetaling.

intern, wettig betaalmiddel worden gecreëerd, dat een onafhankelijke munt met intrinsieke waarde³⁹⁶ vertegenwoordigt, die op elk moment bij de uitoefening van een herroepingsrecht op basis van vorderingen uit hoofde van het verrijksrecht weer kan worden ingeruild tegen wettig betaalmiddel (de betekening en de tegenprestatie moeten worden uitgesteld; de munt als onafhankelijk betaalmiddel, dat geen vordering vertegenwoordigt, kan niet zomaar worden vernietigd; of het blijft ook mogelijk om de penning terug te kopen - met name in het geval van multilateraal gestructureerde cryptobeurzen waarbij de emitterende/verkopende partij niet langer de tegenpartij is in latere handelstransacties - waarbij de op deze manier verkregen penningen dan ook in de boeken zouden verschijnen - niet als een vordering, aangezien deze bij terugkoop zou worden afgelost - als activa en een mogelijke controleerbare gebeurtenis zou kunnen teweegbrengen; Wat het toezichtsrecht betreft, zou de aanwezigheid van een virtuele valuta ook de vraag doen rijzen of er later een wisselkantooractiviteit of een activiteit van een VT-wisseldienstverlener wordt verricht). Als er echter geen commerciële ruil of wissel wordt uitgevoerd, vormt een omkering op grond van de verrijkswet evenmin een wisselkantooractiviteit.³⁹⁷ In dit verband lijkt het zinvol dat de commerciële uitwisseling van penningen tegen andere penningen in het kader van de TVTG-regeling ook

³⁹⁶ De waarde wordt gegarandeerd door de markt (vraag en aanbod) - bijvoorbeeld als het kan worden gebruikt voor de handel op een cryptografisch handelsplatform.

³⁹⁷ Zie hoofdstuk II.2.9 voor het wisselkantoor.

onder de VT-uitwisselingsdienstverlener valt die zich moet laten registreren³⁹⁸, aangezien de onderhavige aanvraag, waarbij penningen kunnen worden geruild tegen interne stalmunten, anders niet onder de toezichtswetgeving zou vallen. Hoewel een dergelijke interne stabiele munt tot op zekere hoogte een surrogaat voor wettig betaalmiddel is, als hij ook een andere functie vervult en een mediastoring (crypto-fiat) voorkomt en de handel in penningen over blokkeringsketens heen mogelijk maakt.

Bovendien zou het ook mogelijk zijn om een stabiele munt, die een 223 onafhankelijke munt is, om te zetten in een wettig betaalmiddel. Zo kan een bedrijf een stablecoin tegen wettig betaalmiddel uitgeven als onafhankelijk betaalmiddel, niet als vordering, en kan het deze stablecoin ook accepteren op zijn handelsplatform met betrekking tot penningen voor de uitvoering van handelsorders. Daarbij zou de onderneming deze stalmunt ook bilateraal kunnen omruilen voor een wettig betaalmiddel tegen haar eigen boek en voor eigen rekening. Dit zou echter een activiteit zijn als wisselkantoor dat overeenkomstig artikel 2, lid 1, letter l DDA in combinatie met artikel 3, lid 3, letter a DDA (of, na de inwerkingtreding van het TVTG, een activiteit als aanbieder van VT-wisseldiensten die onderworpen is aan registratie) bij de FMA moet worden geregistreerd.³⁹⁹

2.2.3 Conclusie Overlopende rekeningen voor deposito's en e-geld-activiteiten

³⁹⁸ Art 2 lid 1 r TVTG zoals gewijzigd door BuA 54/2019.

³⁹⁹ Cf. hoofdstuk II.2.9; artikel 2, lid 1, onder l), van de DDA, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93.

224 Terwijl de depositohandel gebaseerd is op de aanvaarding van deposito's of andere onvoorwaardelijk terugbetaalbare gelden, wordt de e-geldhandel gedefinieerd als de uitgifte van e-geld, dat een monetaire waarde is die magnetisch of elektronisch is opgeslagen in de vorm van een vordering die kan worden verkregen tegen betaling van een geldbedrag en die dient om betalingstransacties uit te voeren en voor dit doel wordt aanvaard door andere personen dan een emittent. Net als bij de depositohandel gaat het bij e-geldtransacties om het aannemen van geld (en e-geld zelf) dat moet worden terugbetaald. Vanuit het oogpunt van de regelgeving bestaat een depositotransactie niet als er geld wordt geaccepteerd en als er rechtstreeks e-geld voor wordt uitgegeven; dit is een wettelijke fictie.

225 Het is daarom essentieel voor zowel het in ontvangst nemen van deposito's als e-geld dat rekening wordt gehouden met de vraag naar onvoorwaardelijke terugbetaling van middelen of geldbedragen. Tegen deze achtergrond is e-geld één kant van dezelfde medaille van het depositobedrijf, dat voor toezichtsdoeleinden op een bevoorrechte manier wordt behandeld in vergelijking met het depositobedrijf. De beoordeling of er e-geld aanwezig is, is ook relevant in verband met penningen of stalmunten. Het is van essentieel belang dat men zich afvraagt of een penning een onafhankelijke penning met een intrinsieke waarde vertegenwoordigt en wordt behandeld als een handelswaar, bijvoorbeeld als software (digitale inhoud of virtuele valuta), of dat de penning daadwerkelijk een vordering op geld vertegenwoordigt. Een indicatie voor deze laatste veronderstelling zou zijn als het aandekken bij de aflossing wordt vernietigd, aangezien een emittent geen vordering op zichzelf kan hebben. Strikt genomen worden virtuele valuta of

digitale inhoud niet uitgegeven, maar verkocht (munten aanbieden vs. munten verkopen).

Er moet ook worden opgemerkt dat, met het argument dat er een uitzondering op het e-geldregime bestaat, de depositohandel niet nieuw leven kan worden ingeblazen. Dogmatisch gezien is e-geld nog steeds beschikbaar of is het e-geldregime nog steeds van toepassing, en als er een uitzondering wordt gemaakt, is dit alleen onderworpen aan lagere eisen in de licentie - in bepaalde gevallen moet de FMA op de hoogte worden gesteld van het bestaan van een uitzondering en moet dit met redenen worden omkleed. Volgens juridische fictie is dit geen stortingstransactie bij de uitgifte van elektronisch geld. Zelfs als voor de uitgifte van dergelijk e-geld dus geen vergunning als e-geldinstelling vereist is, kan het depositobedrijf niet nieuw leven worden ingeblazen als een uitzondering op de e-geldtransactie gerechtvaardigd is. Het blijft open of een token überhaupt deposito's kan vertegenwoordigen, of dat dit niet altijd betekent dat een monetaire waarde in elektromagnetische vorm - en dus e-geld - wordt opgeslagen. Dit moet waarschijnlijk bevestigend worden beantwoord, aangezien het depositobedrijf zich alleen bezighoudt met contant geld en giraal geld en niet voorziet in een vertegenwoordiging daarvan; een penning zou alleen kunnen functioneren in het kader van een authenticatiemechanisme voor de vervoerding van deposito's. 226

Een munt kan dus, bij het vertegenwoordigen van een geldvordering vanwege de elektromagnetische eigenschap van een penning, alleen e-geld vertegenwoordigen, maar niet ook stortingen. Een depositotransactie kan worden uitgesloten, los van de verwijzing naar penningen, door de onvoorwaardelijke terugbetalingsverplichting van 227

fondsen uit te sluiten, wat in feite het geval is voor deposito's. Dit zou denkbaar zijn door middel van een ontbindende voorwaarde met ex nunc-effect, of door middel van een regeling waarbij alleen goederen en/of diensten kunnen worden verkregen met het gegeven geld, maar er is geen onvoorwaardelijk recht op teruggave van de geldwaarde. In het geval van een ontbindende voorwaarde zou de contractuele basis ophouden te bestaan en zou deze op grond van het verrijktingsrecht moeten worden teruggedraaid, maar niet op basis van een contractuele overeenkomst. In⁴⁰⁰ dit opzicht lijkt het echter niet absoluut noodzakelijk om een claim in de vorm van geld af te geven of om goederen of diensten aan te schaffen om een stabiele waarde te bereiken. Een token kan ook worden uitgegeven als software onder overeenkomst van een consumentvriendelijk recht van verlossing. Een dergelijk aandenken, dat een handelswaar vertegenwoordigt, zou ook moeten worden teruggegeven op grond van het verbodsrecht of het contract zou moeten worden teruggedraaid (*condictio causa finita*). Een dergelijke regeling

⁴⁰⁰ Vervolgens kan er echter weer sprake zijn van een financieel instrument indien dergelijke munten gestandaardiseerd, overdraagbaar en verhandelbaar zijn en geen betalingsinstrument vormen. Een denkbare variant van het vertegenwoordigen van een vordering in een munt, waarbij zowel de depositotransactie als het bestaan van financiële instrumenten wordt vermeden, zou kunnen worden gerealiseerd door middel van een niet-terugbetaalbare voucher voor de aankoop van goederen of diensten. Een dergelijke munt kan geen financieel instrument vormen om de enkele reden dat betalingsinstrumenten nooit effecten kunnen zijn in de zin van artikel 4, lid 1, nr. 44 MiFID II; zie ook BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 (11) Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html. Tegelijkertijd kan een voucher zo worden ontworpen dat een uitzondering onder de ZDG of PSD II van toepassing is.

heeft echter soms gevolgen voor de inkomstenbelasting en de belasting over de toegevoegde waarde.

"De spil van het deposito bedrijf is de belofte tot terugbetaling waar de de- 228
*posant op vertrouwt."*⁴⁰¹ *"Daarentegen mist een juridische transactie het*
kenmerk van terugbetaalbaarheid in de zin van een depositotransactie indien
de vordering, zoals de vordering tot terugbetaling van de koopprijs in het geval
van een mislukte koopovereenkomst, slechts een secundaire contractuele ver-
plichting is als gevolg van de terugtrekking van de koper uit de koopovereen-
*komst.*⁴⁰² Om een depositotransactie te laten bestaan, moet de terugbe-
taling dus deel uitmaken van de contractuele overeenkomst op grond
waarvan de middelen zijn overgemaakt.

Volgens het Liechtensteinse recht kan een financieel instrument in ver- 229
band met elektronisch geld niet bestaan, ook al is er een uitzondering
op de e-geldtransactie, die ook de depositotransactie uitsluit (wat toch
al het geval zou zijn op grond van artikel 1 bis, lid 2, van de bankveror-
dening als er middelen worden aanvaard in verband met de uitgifte
van een obligatie), aangezien er in dit geval nog steeds een betalingsins-
trument bestaat, wat op zijn beurt het bestaan van een overdraagbaar
effect uitsluit.

Indien een gestandaardiseerd, overdraagbaar en verhandelbaar giraal 230
overdraagbaar effect wordt uitgegeven dat geen betalingsinstrument is
en dat na een bepaalde termijn moet worden afgelost en waarop rente

⁴⁰¹ *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG met CRR, § 1 lid 1 S 2 Nr. 1 KWG, Rz 109.*

⁴⁰² *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG met CRR, § 1 Abs. 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.*

wordt toegekend, is er mogelijk een waardepapier dat een obligatie vertegenwoordigt. In tegenstelling tot Duitsland werden in Liechtenstein rekeneenheden en dus (penningen in de vorm van) e-geld niet gelegaliseerd als financiële instrumenten. Onder MiFID II en ook onder de Bankwet is het begrip financiële instrumenten niet verenigbaar met betalingsinstrumenten. Met uitzondering van het begrip e-geld kan een schuldinstrument als een obligatie niet bestaan zonder een expliciete wettelijke verplichting.

- 231 Geldmarktinstrumenten dienen ook niet voor het uitvoeren van betalingstransacties, zoals het geval is met betaalinstrumenten. Zo is de in Zwitserland uitgegeven XCHF een kortlopende (eenmaands) obligatie met 0% rente en automatische rollover (geldmarktinstrument). Bijgevolg is voor de handel in een dergelijk instrument - naar Liechtensteins goedgevoelen - een vergunning als gereguleerd handelscentrum vereist; er mag niet worden voorzien in de uitvoering van betalingstransacties, omdat er anders geen financieel instrument bestaat.⁴⁰³ Als er een instrument bestaat waarmee betalingen kunnen worden verricht (contant geld en fiatgeld, e-geld, of winkelvouchers),

⁴⁰³ Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: *"Het belangrijkste doel van de CryptoFranc is om te dienen als een liquiditeitsinstrument voor het Zwitserse crypto ecosysteem. Bijvoorbeeld, een Bitcoin (BTC) handelaar zou het kunnen gebruiken om tijdelijk geld over te maken naar CryptoFrancs of een Zwitserse startup zou het kunnen gebruiken om geld op te halen in zijn boekhoudkundige valuta in plaats van vluchtige crypto valuta te gebruiken. Het is niet bedoeld om te worden gebruikt als een langdurige opslag van Zwitserse Franken, noch om te worden gebruikt als betaalmiddel voor dagelijkse transacties."*, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>

sluit dit het bestaan van een overdraagbaar effect en dus een financieel instrument uit.⁴⁰⁴

In grote lijnen kan worden gesteld dat deposito's in de eerste plaats het karakter hebben van een winkel of een spaardoel, terwijl e-geld zich richt op de uitvoering van betalingstransacties en dus een betalingsdoel heeft, en dat financiële instrumenten uiteindelijk een beleggingskarakter hebben. Virtuele valuta's kunnen daarentegen één of al deze doelen en nog uitgebreidere functionaliteiten (bijv. toegangsfunctie, consensusvorming, enz.) combineren.⁴⁰⁵ 232

2.2.4 Bancaire transacties (kredietverlening)

Naast de risicotransformatie - de transformatie van de omvang van de partijen en de looptijden - vormt het depositobedrijf, dat is voorbehouden aan de banken, een brug tussen de belangrijkste bedrijfsonderdelen van de banken en het kredietbedrijf, dat op de activazijde van de bankbalans wordt weergegeven. In Liechtenstein wordt dit gedefinieerd als het *commercieel uitlenen van externe middelen aan een ongedefinieerde groep kredietnemers*⁴⁰⁶. Dergelijke leentransacties moeten worden verondersteld als de valutadatum op basis van een lening of kredietovereenkomst naar burgerlijk recht als wettig betaalmiddel is opgegeven.⁴⁰⁷ 233
De definitie, volgens welke alleen het uitlenen van buitenlandse

⁴⁰⁴ Artikel 4, lid 1, nr. 44 MiFID II of artikel 3 bis, lid 1, Z 42 BankG.

⁴⁰⁵ Zie de opmerkingen in overweging 10 van de vijfde ARC-richtlijn.

⁴⁰⁶ Art 1a lid 1 b BankV.

⁴⁰⁷ *Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), afdeling 1 BWG, marge nr. 9; BaFin, informatieblad over kredietbedrijf, d.d. 08.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html

fondsen een activatransactie moet zijn, lijkt vreemd en gaat terug naar de beraadslagingen in de Landtag van 14.05.1992.⁴⁰⁸ Volgens deze opvatting was het uitlenen van eigen vermogen geen bancaire transactie in de zin van een leningstransactie, waardoor de oorspronkelijke formulering van de BuA 1992/8 betreffende artikel 3, lid 3, onder b), van de BankG⁴⁰⁹ uiteindelijk is gewijzigd. *"Lid 4, onder b), heeft alleen betrekking op het "uitlenen van middelen aan een ongedefinieerde groep kredietnemers". In dit verband moet worden gezegd - ook al houden de banken hier rekening met het feit dat zij niet alleen hun eigen middelen maar ook externe middelen aan kredietnemers uitlenen - dat deze formulering tot een verkeerde interpretatie zou kunnen leiden, aangezien kan worden gezegd dat het commercieel uitlenen van eigen middelen ook een banktransactie is. En dat zou fundamenteel verkeerd zijn. Niemand kan iemand het recht ontzeggen om op professionele basis eigen middelen uit te lenen - met uitzondering van eigen middelen. Het is ondenkbaar in onze vrije economie."*⁴¹⁰ In artikel 4, lid 1, nr. 1, van de CRR worden kredietinstellingen met betrekking tot kredietverstrekking gedefinieerd als ondernemingen die krediet voor eigen rekening verlenen. Hieruit kan geen enkele verwijzing worden afgeleid naar het uitlenen van externe middelen. Volgens een autonome interpretatie van het Europees recht⁴¹¹ zal het uitlenen van eigen kapitaal in de zin van vlottende activa in het kader van de CRR ook een kredietac-

⁴⁰⁸ Landtagprotocol van 14.05.1992 betreffende de bankwet, blz. 730.

⁴⁰⁹ Op dat moment nog in artikel 3, lid 4, onder b), van de BankG, zoals gewijzigd bij BuA 1992/8.

⁴¹⁰ Ritter im LTP van 14 mei 1992 over de bankwet, blz. 730.

⁴¹¹ Het rechtstreeks toepasselijke Gemeenschapsrecht moet op communautair niveau autonoom worden geïnterpreteerd, terwijl richtlijnen in overeenstemming met het Gemeenschapsrecht moeten worden geïnterpreteerd.

tiviteit in Liechtenstein vormen; een andere interpretatie zou onhoudbaar zijn. Zoals uiteengezet in FN 420 is de CRR vanaf 28.6.2019 echter nog niet rechtstreeks van toepassing in Liechtenstein omdat het Gemengd Comité van de EER nog geen besluit heeft genomen, maar is deze slechts op voorhand ten uitvoer gelegd.

Overeenkomstig artikel 8, lid 4, ZDG kunnen betalingsinstellingen ook krediet verlenen, op voorwaarde dat het verlenen van krediet een nevenactiviteit is en dat dit krediet alleen in verband met betalingstransacties wordt verleend. Bovendien moeten dergelijke leningen uiterlijk binnen twaalf maanden na uitgifte worden terugbetaald en mogen zij niet worden verstrekt uit middelen die zijn aanvaard of die worden aangehouden met het oog op het verrichten van betalingsverrichtingen. 234

In verband met op software gebaseerde platforms moet ervoor worden gezorgd dat er geen peer-to-peer leningen (crowdlending) worden verstrekt zonder de juiste autorisatie. Alle schuldeisers die hun geld op commerciële basis uitlenen, zijn onderworpen aan een vergunning. Zonder een overeenkomstige vergunning als de bank van de respectieve kredietverleners zou de exploitant van een dergelijk platform mogelijk ook betrokken zijn bij niet-toegestane activiteiten, tenzij de leningen alleen worden bemiddeld en de toekenning van de leningen wordt uitgevoerd door banken die over een passende vergunning beschikken. Bovendien valt de kreditering van penningen niet onder de kredietactiviteit. Ten slotte kunnen diensten die onderworpen zijn aan de ZDG 235

ook een rol spelen op dergelijke platforms en kunnen zij onderworpen zijn aan een vergunning.⁴¹²

- 236 In tegenstelling tot bijvoorbeeld Oostenrijk is in Liechtenstein alleen de niet-genetische factoringsector een vorm van kredietverlening.⁴¹³ Bij echte factoring koopt een factoringbedrijf vorderingen in en neemt het ook het delcredere-risico op zich (en wordt zo een nieuwe crediteur).⁴¹⁴ De onderneming (factor) die de vorderingen aankoopt, moet zich dus zorgen maken over de inning ervan en draagt het debiteurenrisico. In het geval van fictieve factoring gaat de factor echter niet uit van dit wanbetalingsrisico.⁴¹⁵ De factor die op deze manier handelt, verschaft de houder van de vordering liquiditeit. Deze liquiditeitsvoorziening is

⁴¹² BaFin, Crowdlending, d.d. 4 januari 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html

⁴¹³ § Artikel 1, lid 2, punt 16, van de BWG heeft betrekking op de "*aankoop van vorderingen uit hoofde van de levering van goederen of diensten, de aanvaarding van het risico van invoorderbaarheid van dergelijke vorderingen en, in verband daarmee, de inning van dergelijke vorderingen*", d.w.z. zowel de echte als de niet-definitieve factoring als een banktransactie.

⁴¹⁴ De vordering wordt civielrechtelijk gecedeerd door middel van cessie (§ 1392 ABGB). De cedent (voormalige schuldeiser) draagt zijn vordering op de cedent (debiteur) over aan de cessionaris (nieuwe schuldeiser). Factoring verschilt van het incassobedrijf in die zin dat bij factoring vorderingen worden verkocht na facturatie, terwijl bij incasso vorderingen van derden worden geïnd op naam van een derde partij (buitengerechtelijk).

⁴¹⁵ Ook de afspraak dat de factor de vordering bij de schuldenaar moet innen en dat de factor een beroep kan doen op de vorige schuldeiser als de schuldenaar de vordering niet betaalt (samenvoeging van schuld, zoals de garantie volgens sec. 1346 ABGB), is een niet-eenmalige factoring.

een aan de banken voorbehouden krediettransactie (art. 3 lid 3 b BankG).⁴¹⁶

Wat de penningen betreft, kan het echte factoringbedrijf in Liechtenstein interessant zijn voor ondernemers die hun klanten in staat willen stellen hun goederen en/of diensten met penningen te kopen om zo extra verkoopkanalen te creëren, hoewel zij zelf niet noodzakelijkerwijs penningen willen accepteren in plaats van te betalen. 237

Dit kan zodanig worden gestructureerd dat een handelaar en zijn klanten een contractuele relatie aangaan voor de aankoop van goederen en/of diensten, waarbij wordt bedongen dat de klant een bedrag aan waarde verschuldigd is dat in wettig betaalmiddel is, betaalbaar in penningen.⁴¹⁷ De handelaar draagt deze vordering vervolgens zonder enige formaliteit over aan een factor als nieuwe schuldeiser, waarbij de prijs van de gekochte goederen en/of diensten minus een servicekostenvergoeding als cessieprijs kan worden gebruikt.⁴¹⁸ De nieuwe schuldeiser draagt dus het del credere-risico en moet zich inspannen om de vordering te innen. In deze constellatie betaalt een handelaar en vervolgens een vorige schuldeiser een consument of klant als schuldenaar, die zijn in wettig betaalmiddel luidende tegenprestatie, betaalbaar in penningen, stap voor stap overmaakt aan de factor en aan de nieuwe 238

⁴¹⁶ Cf. *Laurer/Kammel* in *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (red.), artikel 1 BWG, lid 24.

⁴¹⁷ Zo kan de wisselkoers van wettig betaalmiddel voor penningen die worden gebruikt om de verplichting van een klant af te wikkelen, worden vastgesteld op het moment dat de penningen worden overgedragen om de verplichting af te wikkelen.

⁴¹⁸ De schuldenaar moet van deze overdracht op de hoogte worden gesteld.

schuldeiser aan wie de vordering is gecedeerd. Vervolgens moet de factor - na eventueel uitstel - het aan de dealer verschuldigde bedrag als cessie-crediteur in wettig betaalmiddel overhandigen. De factor kan de penningen veranderen in wettig betaalmiddel tegen zijn eigen boek⁴¹⁹, of hij kan ze ruilen met andere tussenpersonen. Deze procedure kan dienovereenkomstig worden uitgevoerd door middel van een technische interface en leidt, afhankelijk van de specifieke vorm die zij aanneemt, niet tot verdere goedkeuringsvereisten op grond van de Liechtensteinse wetgeving.

2.2.5 Conclusie Acquisitie en factoring

239 Kredietverstrekking of kredietverstrekking wordt gedefinieerd als het uitlenen van externe middelen aan een niet nader omschreven groep kredietnemers. Met betrekking tot de op penningen gebaseerde bedrijfsmodellen kan de kredietverlening een rol spelen in het bijzonder in verband met factoring. In tegenstelling tot Oostenrijk wordt factoring in Liechtenstein niet per se gedefinieerd als bankactiviteiten en is het dus niet voorbehouden aan banken. Er moet veeleer een onderscheid worden gemaakt tussen echte en niet echte factoring - met andere woorden, er moet worden bepaald wie de del credere draagt. Indien een factor beroepsmatig vorderingen op zich neemt samen met het debiteurenrisico, is er sprake van een reële factoring, die niet onder de Liechtensteinse toezichtswetgeving valt. De situatie is anders bij de niet-genetische factoring business. De del credere wordt niet

⁴¹⁹ Het gaat hier om een veranderingsbureau of, na de inwerkingtreding van het TVTG, om de activiteit als aanbieder van VT-uitwisselingsdiensten; zie hoofdstuk II.2.9.

overgedragen aan de factor (vergelijkbaar met incasso) en verschaft liquiditeit aan de persoon die de del credere draagt. De factor fungeert dus als geldschietter en voert de aan de banken voorbehouden kredietactiviteiten uit.

2.3 Munten als financiële instrumenten

Naast de traditionele activa- en passivatransacties regelt de Bankwet 240 ook financiële instrumenten en aanverwante beleggingsdiensten. Voor zover de penningen betrekking hebben op financiële instrumenten in de zin van bijlage 2, afdeling C, van de Bankwet en bijlage I, afdeling C, van de MiFID II, zijn zij op technisch niveau gedigitaliseerd of gemunt, maar verliezen zij daardoor niet hun status als financiële instrumenten. Diensten die betrekking hebben op dergelijke waardepapieren vallen meestal ook onder de regelgeving voor de financiële markten. Vooral het aanbieden of verhandelen van de penningen is van belang, omdat de puur technische (niet professionele) creatie of het genereren van penningen op zich - zonder verdere marketing door uitgifte ervan - niet meer van belang is voor de regelgeving.

Op grond van art. 1 lid 3 sub c van de Bankwet dient de Bankwet ook 241 voor de omzetting en uitvoering van MiFID I. In geval van harmonisatie binnen de EU of de EER kunnen MiFID II en MiFIR⁴²⁰, alsmede CRR

⁴²⁰ Verordening EU 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15.5.2014 betreffende markten voor financiële instrumenten, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. Dit is belangrijk voor Liechtenstein, vooral omdat voor MiFIR en voor MiFID II het besluit van het Gemengd Comité van de EER met ingang van 28 juni 2019 nog in de ontwerpfasen is en zelfs de verordening niet in aanmerking zou worden genomen zonder voorafgaande nationale tenuitvoerlegging, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600>, <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>.

en CRD IV worden gebruikt voor de interpretatie van andere definities van het bancaire recht en het recht inzake de financiële markten⁴²¹. MiFID II is bij voorbaat door de nationale wetgeving in de bankwet en andere bijzondere kapitaalmarkt wetgeving ten uitvoer gelegd.⁴²²

- 242 In artikel 3 lid 2 juncto lid 3, onder d), van de Bankwet worden de beleggings- en nevendiensten die uitputtend zijn opgesomd in bijlage 2, afdelingen A en B, van de Bankwet, die verwijzen naar de eveneens uitputtend opgesomde groepen financiële instrumenten in bijlage 2, afdeling C, van de Bankwet, voor zover zij beroepsmatig worden uitgeoefend, als bankverrichtingen gedefinieerd.⁴²³ In Liechtenstein zijn deze voorbehouden aan banken en beleggingsondernemingen en gebaseerd op financiële instrumenten. Financiële instrumenten overeenkomstig

⁴²¹ Artikel 3 bis, lid 2, BankG; de status van CRD IV en CRR is ook "Inwerking-treding van het besluit van het Gemengd Comité (JCD) in afwachting" vanaf 28.06.2019 <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036> en deze wetsbesluiten zijn alleen vooraf in Liechtenstein op nationaal niveau ten uitvoer gelegd.

⁴²² BuA 2017 / 14 van 04.04.2017 en BuA 2017/72 van 26.09.2017. Op 29.03.2019 was er slechts een ontwerpbesluit van het Gemengd Comité van de EER om MiFID II in het EER-acquis op te nemen.

⁴²³ Zie ook artikel 2, lid 1, van de Bankwet met betrekking tot de commerciële activiteit.

bijlage 2, deel C, van de BA kunnen worden vereenvoudigd tot aandelen (eigenvermogensinstrumenten)⁴²⁴ en obligaties (schuldinstrumenten)⁴²⁵ of certificaten op dezelfde (kapitaalmarktinstrumenten), geldmarktinstrumenten⁴²⁶ en derivaten⁴²⁷. Eigen vermogen is over het algemeen aanwezig als de financiering voor onbepaalde tijd beschikbaar wordt gesteld en een nominale waarde⁴²⁸ heeft die moet worden gestort, terwijl vreemd vermogen wordt gekenmerkt door een looptijd waarna het met rente moet worden terugbetaald; beide zijn opgenomen aan de passiefzijde van de balans (vorderingen van leden of crediteuren op de onderneming).

Munten die kenmerken van financiële instrumenten hebben of vergelijkbare rechten vertegenwoordigen, worden vervolgens als financiële instrumenten geclassificeerd. Bijgevolg worden de activiteiten met betrekking tot deze effectenmunten ook geregistreerd als vergunningsplichtig in de zin van de Bankwet of andere relevante regelgeving, op voorwaarde dat er geen uitzonderlijke omstandigheden van toepassing zijn. Er zij op gewezen dat nevendiensten alleen mogen worden verricht door personen die in het bezit zijn van een vergunning voor het verrichten van beleggingsdiensten.⁴²⁹ 243

⁴²⁴ Bijlage 2, deel C, punt 1, onder a), en punt 3, van de Bankgroep; in de dictie van het PGR ook de lidmaatschapsrechten.

⁴²⁵ Bijlage 2, deel C, punt 1, onder b), van de bankwet; in de dictie van het PGR ook schuldbewijzen.

⁴²⁶ Bijlage 2, deel C, nr. 2, bij de BankG.

⁴²⁷ Bijlage 2, deel C, nr. 1, onder c), en nr. 4-10 van de BankG.

⁴²⁸ In tegenstelling tot bijvoorbeeld winstbewijzen, zie artikel 304, lid 3, van het PGR.

⁴²⁹ Artikel 2, lid 2, van de bankverordening.

244 In tegenstelling tot Duitsland en Oostenrijk heeft Liechtenstein afgezien van het creëren van aanvullende financiële instrumenten op nationaal niveau, zoals beleggingen overeenkomstig Oostenrijks § 1, lid 1, nr. 3, van de Oostenrijkse kapitaalmarkt wet 2019 of beleggingen overeenkomstig Duits § 1, lid 2, van de kapitaalbelegging wet. Dit zijn bijvoorbeeld aandelen in activa (trustvermogen) of obligaties op naam⁴³⁰, participaties in commanditaire vennootschappen, derdenbelangen of een participatie in een GesbR.⁴³¹

2.3.1 Effecten

245 Ter bescherming van de beleggers moet de term "overdraagbare effecten", die een deelverzameling van financiële instrumenten vormt, voor toezichtsdoeleinden ruim worden geïnterpreteerd.⁴³² Ook al heeft de lijst van financiële instrumenten in bijlage I, deel C, van de MiFID II of bijlage 2, deel C, van de Bankwet in principe⁴³³ slechts een demonstra-

⁴³⁰ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018.

⁴³¹ Circulaire 07/2012 van de Oostenrijkse FMA over vragen van de prospectus wet van 4 december 2012, marge nr. 49 (blz. 12); *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, Art. 1 marge nr. 47 e.v.

⁴³² Zie bijv. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 62.

⁴³³ Hoewel bijlage 2, deel C, punt 1, van de bankwet geen uitputtende definitie van effecten bevat, aangezien daarin wordt verwezen naar effecten zoals aandelen, schuldbewijzen en afgeleide instrumenten, vereist het bestaan van een effect ook dat het vergelijkbaar is met de genoemde instrumenten, een zogenaamde functionele gelijkwaardigheid. Zie *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (253).

tief karakter, toch zijn de genoemde categorieën waarschijnlijk taxatief⁴³⁴ (artikel 4, lid 1, onder a), van de MiFID II reguleert eigenvermogensinstrumenten, schuldbewijzen onder b) en afgeleide instrumenten onder c))),⁴³⁵ Munten, die dus een schuldrente bevatten die vergelijkbaar is met die van een schuldeiser van een schuldinstrument of een aandelenbelang dat vergelijkbaar is met dat van een aandeelhouder,

⁴³⁴ Vgl. *Hacker/Thomale*, Crypto-Securities Regulation: ICO's, Token Sales en Cryptocurrencies onder de financiële wetgeving van de EU, 22.11.2017, zultzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 25: *"Het is echter juist voor nieuwe soorten beleggingsproducten, zoals penningen, dat de lijst relevant wordt: het biedt archetypische voorbeelden van effecten die laten zien wat de wetgever in gedachten had bij het reguleren van deze entiteiten. Vanuit een functioneel perspectief moeten penningen ten minste vergelijkbaar zijn met deze typische effecten om de effectenregelgeving in werking te stellen"*.

⁴³⁵ Cf. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018, volgens welke bijvoorbeeld aandelen in activa die door een emittent in eigen naam en voor rekening van een derde worden gehouden, zogenaamde beleggingen zijn die onder het nationale Duitse toezichtsrecht vallen, maar geen financiële instrumenten zijn in de zin van MiFID II. Zo moeten fiduciaire certificaten in de zin van artikel 928 van het PGR in principe niet worden beschouwd als overdraagbare effecten in de zin van financiële instrumenten, aangezien het slechts civielrechtelijke effecten zijn die de houder ervan het recht geven het trustbezit te genieten; alleen de functionele gelijkwaardigheid met financiële instrumenten zou op basis van een eventuele standaardisering moeten worden onderzocht. Maar zelfs als dergelijke trustcertificaten op een overdraagbare manier zijn gestructureerd, vertegenwoordigen ze een directe deelname in (specifieke) activa, die geen enkel financieel instrument volgens de definitieve canon van financiële instrumenten in het kader van MiFID II kan vaststellen.

zijn functioneel gelijkwaardig⁴³⁶ aan de hierboven genoemde categorieën van effecten en moeten daarom ook als dergelijke financiële instrumenten worden behandeld.⁴³⁷ Aangezien MiFID II het concept van een financieel instrument niet koppelt aan enige winstverwachting, vallen penningen in verband met zogenaamde proof-of-stake mechanismen van een blokketen, die soms worden gebruikt voor consensusvorming, niet onder het concept van financiële instrumenten. In dit geval kunnen bijvoorbeeld rendementen worden gegenereerd uit het decentrale netwerk, of kunnen in het algemeen afspraken worden gemaakt door het houden van ("ge-staked") penningen. Dit is echter een functie die het functioneren van een blokketen of de consensusvorming over een dergelijke blokketen waarborgt en er worden geen passieve, dividendachtige of op rente gebaseerde inkomsten gegenereerd, maar een symbolische houder ontvangt een dergelijke vergoeding alleen voor het verrichten van specifieke diensten (bijvoorbeeld voor de validatie van transacties in een blokketen). Bij gebrek aan vertegenwoordiging van een aandelen- of schuldbelang (een vordering op een entiteit) voldoen dergelijke inzetmechanismen of, meer in het algemeen, bestuurs-

⁴³⁶ In de VS is het concept van een financieel instrument gekoppeld aan een winstverwachting volgens de zogenaamde howey-test. MiFID II is niet gebaseerd op een dergelijke winstverwachting, maar de verwachting van toekomstige kasstromen in verband met een vordering kan functioneel vergelijkbaar of gelijkwaardig zijn met effecten en kan dus als een financieel instrument worden aangemerkt. Zie *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation: ICO's, Token Sales en Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 22.11.2017, laatstelijk herzien op 13 december 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, blz. 26.

⁴³⁷ *Höhlein/Weiß*, *Krypto-Assets, ICO en Blockchain: Prospectusrechtelijk perspectief en toezichtspraktijk*, RDF 2019, p 116 (p 119 mwN).

en consensusfuncties van penningen in een blokketen niet aan het concept van een financieel instrument.

Ondanks de intrinsiek brede exegese van effecten mag niet over het hoofd worden gezien dat de prudentiële definitie van effecten slechts een onderdeel is van de civielrechtelijke effecten. Volgens het⁴³⁸ recht van de Unie zijn⁴³⁹ financiële instrumenten dus afdoende geregeld binnen de grenzen van de hierboven opgesomde categorieën, maar volgens het nationale recht kunnen naast de definitie van financiële instrumenten ook andere beleggingsproducten aan bepaalde voorschriften onderworpen zijn. Het is belangrijk op te merken dat effecten die gestandaardiseerd, overdraagbaar en verhandelbaar zijn, maar betalingsinstrumenten zijn waarmee betalingsverrichtingen kunnen worden uitgevoerd, geen overdraagbare effecten zijn en dus geen financiële instrumenten vormen.⁴⁴⁰ Zo vormen ook (symbolische) vouchers of e-geld geen financiële instrumenten in de zin van Liechtenstein.⁴⁴¹ 246

⁴³⁸ *Zivny*, KMG, kort commentaar, 2e druk, § 1 Rz 62.

⁴³⁹ Vgl FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 september 2019), hoofdstuk 13, Guidance on the scope of MiFID and CRD IV, section 13.4 (S 17; Q28), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aangerufen am 15.09.2019, 17:19.

⁴⁴⁰ Art 3a lid 1 nr. 42 Bankwet; Art 4 lid 1 nr. 44 MiFID II; BaFin, Toelichting financiële instrumenten ingevolge artikel 1 lid 11 zinnen 1 tot en met 3 KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018, punt 2. b) cc) nr. 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

⁴⁴¹ De situatie is anders in Duitsland, waar de rekenenheden als een afzonderlijk soort financieel instrument worden geregistreerd - zie sectie 1 (11) nr. 7 van

In artikel 3a, lid 1, nr. 42 van de Bankwet worden effecten gedefinieerd als categorieën⁴⁴² effecten die op de kapitaalmarkt kunnen worden verhandeld, met uitzondering van betalingsinstrumenten.⁴⁴³ Om als effecten te kwalificeren is het van essentieel belang dat er verhandelbare

de KWG - "rekenenheden". Naar Duits recht rijst de vraag hoe dit van toepassing is op een betaalinstrument dat ook een rekenenheid vertegenwoordigt (bijvoorbeeld een voucher die wordt vertegenwoordigd door een penning).

⁴⁴² De categorieën of klassen zijn niet gedefinieerd, maar zijn gebaseerd op het burgerlijk recht en worden door de nationale toezichthoudende autoriteiten in de EU omschreven als fungibele, inwisselbare of identieke rechten die aan een aantal beleggers worden toegekend. Dit is vooral gebaseerd op standaardisatie en functionele gelijkwaardigheid. Als een belegger een geïndividualiseerde vordering op een entiteit heeft, is dit geen generieke vordering en geen standaardisatie. Hoewel een dergelijk recht een zekerheids- of boekingsrecht in civielrechtelijke zin is, is het volgens de regelgevende beoordeling geen financieel instrument. Zie ESMA-bijlage 1 Juridische kwalificatie van crypto-assets - onderzoek naar NCA's, januari 2019, ESMA50-157-1384, margin note 16, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf. De nadruk op gerechtvaardigde rechten maakt ook duidelijk dat een document in het kader van het effectenrecht niet noodzakelijkerwijs vereist is voor het bestaan van een financieel instrument.

⁴⁴³ Cf. artikel 4, lid 1, nr. 44 MiFID II; er zij op gewezen dat kapitaalmarktinstrumenten, die samen met geldmarktinstrumenten financiële marktinstrumenten vormen, verschillen van betalingsinstrumenten in die zin dat eerstgenoemde instrumenten beleggingsdoelinden dienen en laatstgenoemde het doel van het betalingsverkeer dienen. Financiële instrumenten en betalingsinstrumenten sluiten elkaar uit; penningen hebben echter soms het karakter van beleggingen en hebben ook een betalingsfunctie - dergelijke virtuele valuta's vervullen dus noch het concept van een financieel instrument, noch dat van een betalingsinstrument. Zie ESMA bijlage 1 Juridische kwalificatie van crypto-assets - onderzoek naar NCA's, januari 2019, ESMA50-157-1384, marge nr. 38 e.v., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf

effecten bestaan, die meestal in grote aantallen en met een gelijkwaardige inhoud worden aangeboden. Beleggers verwerven identieke rechten zonder de mogelijkheid om deze rechten, die betrekking hebben op het onderliggende instrument, te individualiseren of zonder de mogelijkheid om het acquisitieproces te individualiseren.⁴⁴⁴

De aard van de effecten als financiële instrumenten, die verband 248 houdt⁴⁴⁵ met de toepasselijkheid van bijzondere wetten in het kader van het kapitaalmarktrecht en derhalve noodzakelijk is, moet worden gebaseerd op alle categorieën effecten die op de kapitaalmarkt kunnen worden verhandeld, met uitzondering van contanten.⁴⁴⁶ De definitie van effecten bevat dus drie onderling afhankelijke positieve elementen: Ten eerste de overdraagbaarheid, die de voorwaarde is voor het tweede kenmerk, de verhandelbaarheid (op de kapitaalmarkt), en ten slotte de standaardisering. De standaardisatie van effecten is in wezen gebaseerd op de algemene algemene term. Het gaat hier om fungibele, omwisselbare of massaal uitgegeven identieke rechten; voor het bestaan van een financieel instrument is het niet noodzakelijk dat er daadwerkelijk een fysiek certificaat is uitgegeven - giraal overdraagbare effecten kunnen ook voldoen aan het concept van overdraagbare effecten en dus van financiële instrumenten.

249

⁴⁴⁴ *Zivny*, KMG, kort commentaar, 2e druk, § 1 Rz 61.

⁴⁴⁵ Bijvoorbeeld de BankG, WPPG, VVG, AIFMG, enz.

⁴⁴⁶ Artikel 3a lid 1 regel 42 van de Bankwet.

Volgens artikel 4, lid 1, nr. 17 van de MiFID II zijn geldmarktinstrumenten ook wat de vereiste kenmerken betreft vergelijkbaar⁴⁴⁷ met effecten en worden zij gedefinieerd als *"de categorieën instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld, zoals schatkistpapier, depositocertificaten en handelspapieren, met uitzondering van betalingsinstrumenten"*. De Delverordening inzake MiFID II⁴⁴⁸ bepaalt ook in artikel 11 dat geldmarktinstrumenten intrinsiek zijn aan geldmarktinstrumenten, dat de waarde ervan te allen tijde kan worden vastgesteld, dat het geen derivaten zijn en dat de looptijd bij uitgifte maximaal 397 dagen bedraagt.⁴⁴⁹

a. Standaardisatie

250 Het begrip "geslacht" moet worden beoordeeld op grond van het burgerlijk recht en niet op grond van het toezichtsrecht. Het geslacht is gebaseerd op gerechtvaardigde, dus verschillende, maar vergelijkbare en dus vervangbare rechten (geslachtsschuld - het ene vervangt het andere). De ABGB maakt eigenlijk geen onderscheid tussen fungibele en niet-fungibele goederen, maar maakt een onderscheid tussen verbruiksgoederen en niet-verbruiksgoederen.⁴⁵⁰ Redelijke, d.w.z. fungibele,

⁴⁴⁷ Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), wet op de effectenhandel, artikel 2 WpHG, marge nr. 40 e.v.; zie ook Reschke in Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg), Duitse bankwet met CRR, artikel 1 KWG, marge nr. 1031.

⁴⁴⁸ Del Verordening 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁴⁴⁹ Zie voor een soortgelijke definitie ook artikel 2, lid 1, onder a), b), c) en h), van de UCITSD en overweging 36 van de UCITSD; zie ook artikel 10, lid 1, onder a), van Verordening 2017/1131 inzake geldmarktfondsen, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

⁴⁵⁰ § 301 öABGB; Art 20 SR of de basis van het voorschrift Art 641 ZGB definiëren de zaak in het geheel niet. Er staat alleen dat *"wie de eigenaar is van een ding naar eigen goeddunken mag beschikken binnen de grenzen van het rechtssysteem"*.

zaken kunnen niet van elkaar worden onderscheiden bij gebrek aan nuttige individuele kenmerken - in tegenstelling tot ongerechtvaardigde zaken die niet in termen van genre kunnen worden beschreven - en zijn dus naar believen onderling verwisselbaar. Bij rechtshandelingen worden de fungibele voorwerpen bepaald door de maat, het aantal en het gewicht. Terwijl de fungibiliteit van vervangbare goederen gebaseerd is op de mening van de handel, wordt het geslacht of de soortenschuld bepaald door de wil en de overeenkomst van de partijen, afhankelijk van het feit of het voorwerp van de prestatie wordt gedefinieerd volgens algemene of individuele kenmerken.⁴⁵¹ Hoewel in Liechtenstein het deel van het eigendomsrecht van de ABGB is vervangen door autonome wettelijke bepalingen, kent het Liechtensteinse eigendomsrecht op grond van het deel over vruchtgebruik in de artikelen 232 en 244 SR en ook het PGR in artikel 681, lid 3, PGR met betrekking tot de gewone personenvennootschap fungibele of verbruiksgoederen en kan de Oostenrijkse uitleg *ceteris paribus* worden gebruikt.⁴⁵²

Standaardisatie is derhalve een eerste vereiste indien een categorie 251 effecten of giraal overdraagbare effecten met vergelijkbare rechten wordt gesecuritiseerd of, in het geval van giraal overdraagbare effecten, wordt vertegenwoordigd (bv. door middel van een token). Dit kan worden verondersteld als de in een document belichaamde rechten of gedematerialiseerde eigendomsrechten zonder documenten⁴⁵³naar

⁴⁵¹ *Helmich* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 en 6.

⁴⁵²Zie ook *Opilio*, *Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht*, Vol. 1, art. 216, marge nr. 008, met betrekking tot de algemene benaming.

⁴⁵³ Waarde rechten, die worden vertegenwoordigd door bijvoorbeeld penningen.

believen kunnen worden uitgewisseld, bijvoorbeeld om ze te doen gelden, waarbij deze in instrumenten vertegenwoordigde rechten een fungibiliteit en circulatievermogen krijgen. Bijgevolg kunnen de effecten of niet-gecertificeerde effecten worden verhandeld overeenkomstig het type en het aantal deelnemingsrechten, waarbij de rechten niet op verzoek van een belegger kunnen worden geïndividualiseerd of anderszins kunnen worden gewijzigd (identieke rechten).⁴⁵⁴ Bovendien moet de handel op basis van standaardisatie uitsluitend gebaseerd zijn op de prijs en mogen er geen geïndividualiseerde voorwaarden aan het afsluiten van de handel worden verbonden (identiek acquisitieproces).⁴⁵⁵

b. Verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt

252

De vereiste verhandelbaarheid als kenmerkend kenmerk van effecten is gebaseerd op de verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt.⁴⁵⁶ Dit vereist ook dat de effecten kunnen worden verhandeld op handelsplatforms die regelmatig massale vraag- en aanbodposities van dergelijke effecten innemen door potentiële massa's geïnteresseerden. Naast gereglementeerde markten, MTF's⁴⁵⁷ en OTF's omvat het begrip han-

⁴⁵⁴ Zie ook titel I. Hoofdstuk I.1.2 over standaardisatie door middel van functionele gelijkwaardigheid in het geval van depositum irregulare.

⁴⁵⁵ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnotitie 56.

⁴⁵⁶ De Del-VO 2017/568 op MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj, geeft in zijn artikel 1 een definitie van vrije verhandelbaarheid. Bijgevolg worden effecten als vrij verhandelbaar beschouwd indien zij tussen de partijen bij een transactie kunnen worden verhandeld en vervolgens worden overgedragen en indien alle effecten die tot dezelfde categorie behoren als het effect in kwestie fungibel zijn.

⁴⁵⁷ Multilaterale Handelsfaciliteit / Multilateraal Handelssysteem; MHS.

⁴⁵⁸ Georganiseerde handelsfaciliteit / Georganiseerd handelssysteem; OHS.

delsplatformen, dat noch technisch noch juridisch is gedefinieerd, systematische interne afhandeling, d.w.z. zowel beurs- als over-the-counter⁴⁵⁹ handel. Het gaat niet om de eigenlijke verhandeling van de effecten, maar slechts om de basismogelijkheid om ze in grote aantallen aan te bieden of te vragen. Daarom is een voldoende omvangrijk vraagstuk van meet af aan onontbeerlijk. In tegenstelling tot gereguleerde markten is er echter geen eis voor een free float.⁴⁶⁰

Voor het criterium van de verhandelbaarheid is het niet relevant of de kapitaalmarkt georganiseerd is, d.w.z. of het een door de staat gereguleerde en onder toezicht staande gereguleerde markt is of niet, aangezien de verhandelbaarheid gebaseerd is op alle kapitaalmarkten. De kapitaalmarkt is niet expliciet wettelijk gedefinieerd, maar omvat in het algemeen niet alleen de publiek gereguleerde markten ("beurzen"), maar ook particuliere kapitaalmarkten zoals de hierboven genoemde MTF en OTF, alsmede OTC-markten. Als zodanig maken ook decentrale beurzen (DEX)⁴⁶¹ deel uit van de kapitaal- en financiële markten.

⁴⁵⁹ OTC-Trade. Over the counter.

⁴⁶⁰ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, marge nr. 54.

⁴⁶¹ Gedecentraliseerde protocollen op basis van Distributed Ledger Technology, zoals de blokketen, die geen centrale operator hebben en de facto worden beheerd door de som van hun gebruikers als een collectief, d.w.z. het netwerk zelf. Als financiële instrumenten worden verhandeld op dergelijke peer-to-peer netwerken, ook wel bekend als gedecentraliseerde autonome organisaties (DAO), die het mogelijk maken dat staten (in tegenstelling tot torrentnetwerken, die eveneens gedecentraliseerd zijn) zonder compromissen en zonder enige scrupules kunnen uitzenden, moet ook rekening worden gehouden met de regelgeving voor de financiële markten. Een veel voorkomend kenmerk van dergelijke DEX in tegenstelling tot kapitaalmarkten met een centrale intermediair is dat zij zowel matching als clearing en afwikkeling combineren, althans

Zoals hierboven uitgelegd is het niet van belang dat de effecten of giraal overdraagbare effecten daadwerkelijk worden verhandeld, maar het is voldoende dat de handel in deze beleggingsproducten mogelijk is.⁴⁶²

- 254 Bovendien vereist het element van de verhandelbaarheid geen vrije verhandelbaarheid. Volgens artikel 51, lid 1, van de MiFID II is vrije verhandelbaarheid⁴⁶³ alleen vereist voor de handel op gereglementeerde markten. Zelfs instrumenten met een beperkte overdraagbaarheid kunnen in principe overdraagbare effecten zijn. De limiet wordt bepaald door de bepalingen van het vennootschapsrecht. Zo kan bijvoorbeeld niet worden uitgegaan van verhandelbaarheid in het geval van aandelen in een GmbH, aangezien deze onderworpen zijn aan speciale overdrachtsregels.⁴⁶⁴⁴⁶⁵ Zelfs in het geval van effecten op naam⁴⁶⁶ moet per geval worden onderzocht of deze verhandelbaar zijn in de

zolang de afwikkeling niet in wettig betaalmiddel plaatsvindt, maar uitsluitend in penningen. Op het gebied van het vennootschapsrecht rijst de vraag of dergelijke gedecentraliseerde netwerken of DAO's bedrijven zonder persoonlijkheid zijn (persoonsgebonden gemeenschappen) zoals een eenvoudige maatschap in de zin van Art 649 e.v. of Art 680 e.v. PGR.

⁴⁶² BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018.

⁴⁶³ Artikel 40, lid 1, tweede alinea van de MiFID I; zie artikel 55 ter, lid 5, van de Bankwet.

⁴⁶⁴ Verplichting om in Oostenrijk een notariële akte te hebben overeenkomstig § 76, lid 2, GmbHG; verplichting tot openbare notariële akte in het handelsregister van een overdracht van een aandeel in een vennootschap overeenkomstig artikel 403, lid 4, PGR.

⁴⁶⁵ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, marge nr. 54.

⁴⁶⁶ Terwijl in het geval van effecten aan toonder alleen de houder van een effect de door dat effect aangetoonde rechten kan doen gelden, kan in het geval van effecten op naam alleen de persoon op wiens naam het effect is geregistreerd de door dat effect aangetoonde rechten doen gelden.

bovengenoemde zin. Uit artikel 35, lid 2, van de MiFID-DVO volgt⁴⁶⁷ dat zelfs effecten die niet vrij verhandelbaar zijn, als effecten kunnen worden geclassificeerd. Zoals hierboven uiteengezet, sluit de beperkte verhandelbaarheid echter de toelating tot de handel op een gereglementeerde markt uit.

c. Overdraagbaarheid

De verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt veronderstelt een frequente circulatormogelijkheid en daarom kan aan het element van overdraagbaarheid als zodanig geen bijzondere relevantie worden gehecht. De verhandelbaarheid onder het kapitaalmarktrecht vereist meer dan alleen de mogelijkheid tot overdracht. Wat de overdraagbaarheid betreft, moet er dienovereenkomstig rekening worden gehouden met de verhandelbaarheid. Indien er sprake is van verhandelbaarheid op de kapitaalmarkt, moet ook de overdraagbaarheid worden verondersteld.⁴⁶⁸

255

2.3.2 Aandelen, op aandelen gelijkende en niet op aandelen gelijkende effecten

De effecten in het kader van bijlage 2, afdeling C, van de Bankwet kunnen op een andere manier worden gestructureerd. Enerzijds worden eigenvermogensinstrumenten zoals aandelen of aandelen in (personenvennootschappen) vennootschappen of soortgelijke instrumenten (eigen vermogen), alsmede certificaten (certificaten van aandelen of certificaten) voor dergelijke effecten (equity-like, zoals ETF's⁴⁶⁹)

256

⁴⁶⁷ Verordening 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁴⁶⁸ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, Rz 55.

⁴⁶⁹ Exchange Traded Funds.

opgenomen,⁴⁷⁰anderzijds worden ook niet-aandeleninstrumenten zoals schuldbewijzen en derivaten of gestructureerde financiële producten opgenomen.⁴⁷¹ Schuldbewijzen worden gedefinieerd als obligaties of (gesecuritiseerde) schuldbewijzen, met inbegrip van de bijbehorende certificaten. Rekening houdend met⁴⁷² de definitie van effecten kan het ontbreken van een securitisatie echter niet leiden tot het intrekken van de status als financieel instrument.⁴⁷³

- 257 Bovengenoemde certificaten zijn verhandelbare certificaten die het eigendom van aandelen of ETF's vertegenwoordigen⁴⁷⁴ en worden genoteerd en verhandeld in de valuta van de markt waarop zij worden verhandeld. Het idee achter de certificaten is om de aankoop, het bezit of de verkoop van effecten door beleggers buiten hun thuismarkt te vergemakkelijken en zo de (indirecte) handel in de financiële instrumenten die aan de certificaten ten grondslag liggen, over de grenzen van het rechtsgebied heen te vergemakkelijken. De Onderliggende vertegenwoordigd door de Certificaten wordt gedeponereerd bij een depothoudende bank die als bewaarder optreedt. Een certificaat is dus een securitisatie of vertegenwoordigt de neerlegging van het recht op een

⁴⁷⁰ Bijlage 2, deel C, nr. 1, onder a), van de BankG.

⁴⁷¹ Vgl. met betrekking tot de terminologie *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, Rz 58.

⁴⁷² Bijlage 2, deel C, nr. 1, onder b), van de BankG; een onderscheid tussen effecten met en zonder aandelenkarakter (schuldbewijzen) is eveneens gebruikelijk.

⁴⁷³ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, marge nr. 58.

⁴⁷⁴ Of bijvoorbeeld obligaties. In dit geval gaat het natuurlijk niet meer om een op aandelen gelijkend instrument, maar om een niet-aandeleninstrument of een nog specifiekere schuldinstrument.

financieel instrument en is dus een instrument onder het verbintenisrecht (aandeelhouderspositie onder het verbintenisrecht en dus vergelijkbaar met het eigen vermogen).⁴⁷⁵

De definitie in bijlage 2, deel C, punt 1, onder c), van de bankwet - *alle andere effecten die recht geven op het kopen of verkopen van effecten of die leiden tot een betaling in contanten* - omvat mezzaninefinancieringsvormen of gestructureerde financiële producten.⁴⁷⁶ Gestructureerde financiële producten zijn instrumenten die gebaseerd zijn op een of meer onderliggende instrumenten en die ook een afgeleide component hebben (combinatie van een kasinstrument met een afgeleid instrument om een economische en juridische eenheid te vormen).⁴⁷⁷ MiFIR definieert gestructureerde financiële producten als *effecten die zijn gecreëerd om het kredietrisico van een pool van financiële activa te waarborgen en over te dragen en die de houder van de effecten het recht geven om regelmatige betalingen te ontvangen die afhankelijk zijn van de kasstroom van de onderliggende activa*. Dit⁴⁷⁸ heeft met name betrekking op de securitisatie van vorderingen op

⁴⁷⁵ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, Rz 93 en 99 in verband met Art 2 lid 1 nr. 27 MiFIR.

⁴⁷⁶ Artikel 2, lid 1, nr. 29 MiFIR in samenhang met artikel 4, lid 1, nr. 44 lit c MiFID II.

⁴⁷⁷ BaFin, Circulaire 08/2017 (VA) - Afgeleide financiële instrumenten en gestructureerde producten van 30.08.2017, https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

⁴⁷⁸ Artikel 2, lid 1, nr. 28 MiFIR. Gestructureerde producten zijn typisch afgeleide financiële instrumenten die uit verschillende componenten bestaan. Bijvoorbeeld kapitaalbeschermingsproducten, rendementsverhogende producten, participatieproducten of leveraged producten. Cf. Liechtenstein Bankers

door activa gedekte waardepapieren (ABS), die gewoonlijk wordt uitgevoerd met behulp van special purpose vehicles voor securitisatie.⁴⁷⁹ Andere effecten omvatten ook alle gestandaardiseerde opties die materieel gezien obligaties vertegenwoordigen met bijkomende optie-,⁴⁸⁰ omzettings- of omruilrechten⁴⁸² op aandeleninstrumenten, warrants (geëffectiseerde opties) of instrumenten die resulteren in contante betalingen.⁴⁸³

- 259 Eigenvermogensinstrumenten vertegenwoordigen een eigendomspositie samen met een aandeel in de winst en het verlies (winstuitkering in de vorm van dividend) en hebben meestal stemrecht, zijn niet beperkt in de tijd en hebben een nominale waarde (aandeelhoudersachtig

Association, Informatiebrochure over de soorten en risico's van financiële instrumenten, 3e editie, elektronische editie nr. B9808d, <https://www.bankrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>, blz. 25 e.v.

⁴⁷⁹ Securitatie Special Purpose Vehicle (SSPV). Voor deze SSPV's zal de Securitatieverordening of de STS-verordening (eenvoudig, transparant en gestandaardiseerd) in de toekomst relevant zijn, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Status in 2019 voor de EER: aangenomen besluit dat door de EER-EVA wordt onderzocht, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, toegankelijk op 15.9.2019, 17:24).

⁴⁸⁰ Een warrant is een obligatie met een optierecht om aandelen van de emittent te kopen. De obligatie blijft bestaan nadat de optie is uitgeoefend. Het optierecht kan afzonderlijk worden verhandeld op een beurs.

⁴⁸¹ Omruilbare obligaties zijn obligaties die het recht hebben om te worden omgezet in aandelen van een derde onderneming.

⁴⁸² Een converteerbare obligatie is een obligatie met het recht om de obligatie te ruilen voor aandelen in de uitgevende onderneming, waarbij de obligatie na conversie ophoudt te bestaan.

⁴⁸³ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018.

aandelenbelang). Houders van schuldbewijzen daarentegen nemen een crediteurpositie in en hebben dus geen recht op een aandeel in de winst, maar wel op terugbetaling van de schuld en op rente (schuldrente).⁴⁸⁴ Bovendien zijn ze beperkt door een term.

2.3.3 Transacties in derivaten

Naast bijlage 2, deel C, punt 1, onder c), van de bankwet worden ook afgeleide financiële instrumenten gedefinieerd in de punten 4 tot en met 10, onder c), van de bankwet.⁴⁸⁵ Derivaten zijn dus financiële instrumenten die hun waarde ontleen aan de prestatie van een onderliggend actief (onderliggend). Aangezien er voor elke positie een compenserende positie is, zijn derivaten een nulsomspel, aangezien de betalingen van de twee samen tot nul worden opgeteld. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen voorwaardelijke of asymmetrische (opties) en onvoorwaardelijke of symmetrische termijntransacties (futures, forwards en swaps).⁴⁸⁶

260

In tegenstelling tot onvoorwaardelijke termijntransacties bieden opties de mogelijkheid om de transactie al dan niet op de vervaldag uit te vo-

261

⁴⁸⁴ Nulcouponobligaties of zogenaamde nulcouponobligaties zijn een speciale vorm van obligatie waarbij geen lopende rente wordt opgebouwd of betaald. De rente over de gehele looptijd wordt uitsluitend betaald over het verschil tussen de (lagere) prijs in kwestie en de (hogere) aflossingsprijs. Met andere woorden, een nulcouponobligatie is een obligatie zonder rentecoupons.

⁴⁸⁵ Gebaseerd op artikel 2, lid 1, nr. 29 MiFIR in samenhang met artikel 4, lid 1, nr. 44, onder c), en bijlage I, deel C, punten 4 tot en met 10, bij de MiFID II; zie ook artikel 2, lid 5, van de EMIR.

⁴⁸⁶ Cf. *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnota 63.

eren. Slechts één contractant gaat een verplichting aan, terwijl de andere partij een recht, een optie heeft.⁴⁸⁷ Er wordt een onderscheid gemaakt tussen Amerikaanse opties (recht op uitvoering binnen een bepaalde termijn) en Europese opties (uitvoering op de vervaldag), waarbij beide vormen van opties zowel in Europa als in Amerika voorkomen, ongeacht de naam die eraan wordt gegeven. De koper van een optie betaalt een premie aan de verkoper voor dit recht. De verkoper is verplicht de transactie uit te voeren wanneer de koper de optie uitoefent. Het potentiële verlies van de koper komt overeen met de optiepremie, terwijl de verkoper wordt blootgesteld aan een theoretisch onbeperkt potentieel verlies met een beperkt winstpotentieel. Voorbeelden van opties zijn caps, floors, credit link notes of credit default swaps.⁴⁸⁸

262 In het geval van onvoorwaardelijke of symmetrische derivaten bestaan er echter gelijkwaardige rechten en verplichtingen op het moment dat het contract wordt gesloten. Het risico is ook symmetrisch verdeeld. Als de prijs van de onderliggende waarde verandert, wordt dit weerspiegeld in de winst- en verliesprofielen van de koper of verkoper. De contractueel overeengekomen voordelen moeten zonder verdere voorwaarden worden vervuld. Forwards en futures zijn gestandaardiseerd en worden op futuresbeurzen verhandeld, terwijl forwards particuliere contracten zijn zonder enige vorm van standaardisatie en over the

⁴⁸⁷ Zie ook de paren van definities long call (recht om te kopen) en de tegenhanger short call (verplichting om te verkopen), evenals long put (recht om te kopen) en het antoniem short put (verplichting om te kopen). De long positie komt overeen met de eigenaar en de short positie met de schrijver.

⁴⁸⁸ Cf. *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnota 63.

counter, d.w.z. OTC,⁴⁸⁹ worden verhandeld. Swaps daarentegen zijn (gestandaardiseerde) over-the-counter transacties die tot doel hebben toekomstige kasstromen te ruilen (twee partijen ruilen de kasstromen van het financiële instrument van de ene partij voor die van het financiële instrument van de andere partij).⁴⁹⁰

Derivatencontracten worden gekenmerkt als termijntransacties, die 263 verschillen van spotmarkttransacties doordat het sluiten en uitvoeren van een transactie niet samenvallen. Met name de prijsrelevante afsluitingsdatum en de waarde-relevante afwikkelingsdatum vallen in de tijd uit elkaar, waarbij de waarde afhankelijk is van de prestatie van een referentievariabele, de onderliggende waarde, die als basis wordt gebruikt. Dit betekent dat de sluiting en de uitvoering van de overeenkomst gescheiden zijn en dat de afrekening pas op een later tijdstip plaatsvindt.⁴⁹¹

Derivaten worden zowel gebruikt voor het afdekken (het afdekken van 264 transacties met betrekking tot een prijs om bepaalde risico's af te dekken), het realiseren van risicovrije winsten door het gelijktijdig uitvoeren van compenserende transacties op verschillende markten (arbitrage; exploitatie van marktinefficiënties), als voor speculatie (weddenschappen) op de toekomstige ontwikkeling van een prijs (marktvariabele).⁴⁹² Opgemerkt moet worden dat gestandaardiseerde

⁴⁸⁹ OTC-derivaten zijn derivatencontracten die volgens artikel 2, nr. 7 EMIR niet worden uitgevoerd op gereguleerde markten in de zin van artikel 4, lid 1, nr. 14 MiFID I. Vergelijk de tegenhanger van op de beurs verhandelde derivaten in Art 2 Art 1 nr. 32 MiFIR.

⁴⁹⁰ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnota 63.

⁴⁹¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, Rz 62.

⁴⁹² *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnota 63.

derivatencontracten soms onderworpen zijn aan een handelsverplichting op een gereguleerde markt, MTF of OTF⁴⁹³, mits zij onderworpen zijn aan een clearingverplichting⁴⁹⁴, toelating tot de handel op een handelsplatform⁴⁹⁵ en voldoende liquiditeit.⁴⁹⁶

- 265 In verband met penningen rijst met name de vraag of er een afgeleid contract bestaat als een penning als plaatshouder wordt uitgegeven, bijvoorbeeld in de ERC-20-standaard voor de blokketen Ethereum, en later wordt "geruild" in de inheemse munt van een speciaal ontwikkelde

⁴⁹³ Art 28 MiFIR.

⁴⁹⁴ Artikel 4 EMIR (European Market Infrastructure Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, voorziet in de verplichting om otc-derivatencontracten te clearen tussen financiële tegenpartijen (financiële tegenpartij; FC) op grond van artikel 2, lid 8, van Verordening EU 648/2012 en/of tussen niet-financiële tegenpartijen op grond van artikel 10, lid 1, onder b), punt cit (niet-financiële tegenpartijen Plus; NFC+).

⁴⁹⁵ Locatietest.

⁴⁹⁶ Liquiditeitstest; Artikel 32 lid 1 en 3 MiFIR in combinatie met artikel 5 lid 2 en 4 EMIR in combinatie met DelVo 2016/2020, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj. Daarnaast moeten deze partijen de uitstaande OTC-derivaten dagelijks waarderen (Art 11 lid 2 EMIR in combinatie met Art 16 en 17 DelVO 149/2013, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/149/oj) en onderpand uitwisselen voor niet-centraal geclearde (bilaterale) OTC-derivaten (Art 11 lid 3 EMIR in combinatie met DelVO 2016/2251, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2251/oj). De verplichting om zekerheden te verstrekken bestaat zowel voor een variatiemarge (dagelijkse marktfluctuatie) als voor een initiële marge (onderpand dat bij het openen van een positie in een derivatencontract aan het clearinginstituut moet worden verstrekt). De rapportageverplichting op grond van artikel 9 EMIR aan een transactieregister (rechtspersoon op grond van artikel 2 nr. 2 EMIR) is daarentegen van toepassing op alle transacties, wijzigingen of beëindigingen van derivatencontracten (rapporteerbare derivaten op grond van bijlage I, sectie C, nr. 4-10 MiFID II) van FC, NFC+, NFC en CCP's (centrale tegenpartijen op grond van artikel 2 nr. 1 EMIR).

blokketen. Indien dergelijke penningen echter alleen worden uitgegeven bij een fondsenwerving als tussenstap in de loop van de technische uitvoering om op een later tijdstip in een verhouding van 1:1 te worden geruild of ingewisseld tegen de eigen munt van de eigen blokketen, is er geen sprake van een derivaat en dus ook niet van een financieel instrument, aangezien in dit geval het prijsrelevante tijdstip van afsluiting niet afwijkt van het prijsrelevante tijdstip van vervulling. Door een vaste ruilverhouding is het ook niet mogelijk om te speculeren over de prijs- of waardeontwikkeling. Uit economisch en technisch oogpunt moeten dergelijke penningen ook worden uitgewisseld, omdat ze anders nooit hun beoogde functie kunnen vervullen en in feite waardeloos zijn.

a. Grondstoffenderivaten

Ten slotte heeft MiFID II haar toepassingsgebied uitgebreid tot grondstoffenderivaten. Dit zijn financiële instrumenten overeenkomstig bijlage I, deel C, punten 5, 6, 7 en 10, van MiFID II.⁴⁹⁷ Ze omvatten alle opties, futures, swaps en andere derivatencontracten die betrekking hebben op grondstoffen, wat betekent dat een derivaat betrekking moet hebben op de prijs van een grondstof. Dergelijke goederen omvatten geen diensten, wettig betaalmiddel, intellectueel eigendom of andere rechten.⁴⁹⁸

266

Het begrip "goederen" is afgeleid van de gedelegeerde verordening van MiFID II, volgens welke goederen met een fungibel karakter moeten worden opgevat als goederen die kunnen worden geleverd. Per verba

267

⁴⁹⁷ Artikel 2, lid 1, nr. 30 MiFIR.

⁴⁹⁸ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2e druk, § 1, Rz 70.*

legalia omvat dit met name de metalen, maar ook de ertsen en diverse legeringen die hiervoor nodig zijn, landbouwproducten en energie in de vorm van elektriciteit.⁴⁹⁹ Deze definitie is gebaseerd op de uitvoeringsverordening voor de MiFID I.⁵⁰⁰ In overweging 22 van deze uitvoeringsverordening staat dat het Unierecht voorziet in verschillende uitzonderingen op het toepassingsgebied van de MiFID-regeling voor grondstoffenderivaten als financiële instrumenten. Deze uitzondering werd uiteindelijk bevestigd in artikel 2, lid 1, onder j), van de MiFID II.⁵⁰¹

268 Bijgevolg is MiFID II niet van toepassing op "personen⁵⁰² die voor eigen rekening handelen in grondstoffenderivaten of emissiecertificaten of derivaten daarvan, met inbegrip van marketmakers, maar met uitzondering van personen die voor eigen rekening handelen bij de uitvoering van orders van cliënten, of personen die andere beleggingsdiensten verrichten dan het handelen voor eigen rekening voor cliënten of leveranciers van hun hoofdbedrijf in grondstoffenderivaten of emissiecertificaten of derivaten daarvan", tenzij" hoogfrequente algoritmische handelstechnieken voor dit doel worden gebruikt, is dit slechts een nevenactiviteit, mag de hoofddienst niet de verlening van bank-, beleggingsdiensten of marktmakerijdiensten zijn en wordt deze uitzondering jaarlijks aan de bevoegde toezichhoudende autoriteit gemeld.

⁴⁹⁹ Art. 2 nr. 6 Del Verordening 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁰⁰ Artikel 2, lid 1, van Verordening (EG) nr. 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁰¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnotitie 69.

⁵⁰² Art 2 (1) lit j MiFID II.

Grondstoffenderivaten worden onderscheiden in derivaten die betrekking hebben op grondstoffen (i) die in contanten moeten worden afgewikkeld of die op verzoek van een partij in contanten kunnen worden afgewikkeld (bijlage 2, sectie C, nr. 5, van de bankwet), (ii) die fysiek kunnen worden geleverd, mits deze grondstoffen worden verhandeld op een gereguleerde markt, een MTF of een OTF (nr. 6, onder c), (iii) die fysiek kunnen worden geleverd maar niet zijn opgenomen in nr. 6, onder c), en die niet-commerciële doeleinden dienen (nr. 7, onder c)). 269

b. Verschil met traditionele of goederendocumenten (burgerlijk recht)

Grondstoffenderivaten, die hun waarde ontleen aan grondstoffen, mogen niet worden verward met zogenaamde grondstoffen of traditionele effecten. Traditionele handelsrechtelijke documenten zoals cognossementen, opslag- of laadbonnen⁵⁰³ bevestigen het recht op de afgifte van een echt voorwerp en vertegenwoordigen het voorwerp op zodanige wijze dat door middel van een vervreemding van een dergelijk traditioneel document het vertegenwoordigde voorwerp tegelijkertijd wordt vervreemd op het gebied van het eigendomsrecht.⁵⁰⁴ In de regel zijn dergelijke handelspapieren geen financiële instrumenten, tenzij ze gestandaardiseerd zijn. 270

271

⁵⁰³ Zie artikel 374, lid 1, ADHGB en artikel 387 en artikel 504 SR.

⁵⁰⁴ BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 17.02.2014; BaFin-circulaire 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millionenkreditverordnung, 05.05.1998.

Met dit basisidee is ook rekening gehouden bij de vaststelling van een afzonderlijke civielrechtelijke omroepregeling in de TVTG⁵⁰⁵ en penningen vertegenwoordigen soms dezelfde civielrechtelijke zekerheden of, bij ontstentenis van securitisatie in een document, waardepapieren of eigendomsrechten. Civielrechtelijke effecten kunnen niet worden gelijkgesteld met het regelgevings- of publiekrechtelijke begrip "effecten" en dus ook niet met financiële instrumenten. Deze laatste vormen slechts een deel van de (civielrechtelijke) zekerheden. Het kan worden opengelaten of de vordering tot teruggave en dus het eigendomsrecht als volwaardig recht uit een voorwerp zelf kan worden "gedistilleerd" of geabstraheerd - met uitzondering van goederen die aan een vervoerder of een pakhuis zijn overgedragen⁵⁰⁶ - omdat het in artikel 7 lid 1 TVTG bij bijzonder recht moet worden geregeld dat de vervreemding van de penning ook de vervreemding van het door de penning vertegenwoordigde recht tot gevolg heeft. Zo is het mogelijk om het eigendomsrecht van alle denkbare zaken te symboliseren. Indien deze synchronisatie van de rechtsgevolgen tussen de overdracht van een penning en het daarin vertegenwoordigde recht niet automatisch plaatsvindt, moet de persoon die verplicht is door de vervreemding van de penning deze rechtsgevolgen waarborgen.⁵⁰⁷ Ook volgens § 81a van de Final Division van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, is het mogelijk om alle rechten in een boekrecht te vertegenwoordigen.⁵⁰⁸

⁵⁰⁵ Zie artikel 1, lid 1, onder a), en titel II van het TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93.

⁵⁰⁶ Art 504 SR.

⁵⁰⁷ Art 7 Para 2 TVTG.

⁵⁰⁸ Zie het wetgevend materiaal BuA 2019/54, blz. 111.

Ook al moet er in principe voor worden gezorgd dat bij de overdracht 272 van de penning geen andere vervreemding plaatsvindt van een voorwerp waarop de penning het eigendomsrecht vertegenwoordigt, is het onder overeenkomstige toepassing van het eigendomsrecht (in het TVTG doorgaans "functioneel adequate toepassing" genoemd) mogelijk dat iemand de penning of het beschikkingsrecht erover te goeder trouw verwerft, terwijl een ander het voorwerp dat de penning vertegenwoordigt te goeder trouw verwerft. Ook hier moet het analoog gelden dat de bonafide verkrijger van het object voorrang heeft op die van de penning.⁵⁰⁹

2.3.4 Rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging

In bijlage I, deel C, punt 3, van de MiFID II worden rechten van deel- 273 neming in instellingen voor collectieve belegging gedefinieerd als financiële instrumenten. Dit heeft betrekking op rechten van deelneming in alle instellingen voor collectieve belegging, hetgeen in bijlage 2, deel C, punt 3, van de bankwet is verduidelijkt door de nationale wetgeving. Volgens deze bepaling zijn rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging in effecten (de zogenaamde icbe's volgens de

⁵⁰⁹ Art 504 lid 2 SR.

ICBEG⁵¹⁰), rechten van deelneming in beleggingsinstellingen⁵¹¹ en rechten van deelneming in alternatieve beleggingsfondsen (abi's)⁵¹²gedekt.

- 274 Een fonds in het kader van de ICBEG is een instelling⁵¹³ voor collectieve belegging die uitsluitend tot doel heeft gelden van beleggers (hierna "het publiek" genoemd) voor collectieve rekening te beleggen in effecten en/of liquide financiële activa overeenkomstig de beginselen van risicospreiding en om op verzoek van de respectieve houders rechten van deelneming uit te betalen of in te kopen; ICBE's zijn derhalve altijd open-end-fondsen en zijn alleen geschikt voor fondsen van het closed-end-type AIF.⁵¹⁴ De ICBEG voorziet derhalve in productregulering en mag alleen worden belegd in aandelen of gelijkwaardige lidmaatschapspapieren, schuldbewijzen en andere verhandelbare waardepapieren.⁵¹⁵ Hoewel de fondsdeelbewijzen van een ICBE dus kunnen worden

⁵¹⁰ Artikel 3, lid 1, regel 1 UCITSG (Wet op de instellingen voor collectieve belegging in effecten op basis van de icbe-richtlijn 2009/65/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

⁵¹¹ Artikel 3, lid 1, onder a), van de IUG.

⁵¹² Art 4 lid 1 nr. 1 AIFMG.

⁵¹³ Met betrekking tot een blokketen, waarbij bijvoorbeeld transactiekosten worden betaald aan penninghouders in het kader van een 'proof of stake'-mechanisme, zou ook van een dergelijk organisme kunnen worden uitgegaan. Hetzelfde zou ook kunnen worden aangevoerd met betrekking tot Bitcoin, aangezien de rekenkracht (of in ieder geval de daarvoor benodigde elektriciteit) beschikbaar wordt gesteld in het kader van het "proof-of-work"-mechanisme en dus een bundeling van kapitaal zou kunnen vormen. Het gedecentraliseerde netwerk kan worden gezien als een eenvoudig bedrijf of een coöperatie en dus als een organisme. Een regelgever zal echter vrijwel onmogelijk te vinden zijn in gedecentraliseerde technologieën.

⁵¹⁴ Zie art. 1 lid 2 b UCITSD; zie ook *Volhard/Jang* in *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

⁵¹⁵ Art 3 lid 1 nr. 1 in verband met nr. 16 en Art 51 UCITSG.

uitgegeven in de vorm van effectenpenningen, is het niet mogelijk om te beleggen in klassieke crypto's zoals BTC of ETH.⁵¹⁶ Indien de toegestane effecten waaruit de fondsactiva van een icbe kunnen worden gevormd, echter op naam zijn gesteld, is het soms mogelijk om in effectenpenningen te beleggen.

De AIFMG is daarentegen geen productregulering, maar een beheerdersregulering en beleggingen zijn niet beperkt, maar zijn mogelijk in alle activa of activaklassen. Er is een pooling van kapitaal dat wordt belegd in overeenstemming met een gedefinieerde investeringsstrategie ten behoeve van de investeerders. Bovendien⁵¹⁷ is er geen beperking van de beleggingscategorieën in de AIFMG of de AIFM-Richtlijn⁵¹⁸. De definitie van kapitaal moet zeer uitgebreid en uitgebreid worden geïnterpreteerd. De verzameling van crypto-valuta's in de zin van protocoltokens zoals BTC of ETH kan ook het toepassingsgebied van de AIFMG openen, op voorwaarde dat de andere samenstellende elementen worden vermeld. Naast het beleggen in crypto-valuta's is het ook mogelijk om de fondsdeelbewijzen uit te geven in de vorm van effectenpenningen.⁵¹⁹ 275

⁵¹⁶ Dergelijke fondsen die bekend staan als "crypto-fondsen" kunnen alleen worden opgezet als abi.

⁵¹⁷ Art 4 lid 1 nr. 1 AIFMG.

⁵¹⁸ Richtlijn 2011/61/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁵¹⁹ Er zij op gewezen dat de verhandeling van rechten van deelneming of aandelen in een AB alleen voor professionele beleggers is geharmoniseerd (zie artikel 43, lid 1, tweede alinea, van de AIFMD). Liechtenstein heeft gebruik gemaakt van de openingsclausule van artikel 43, lid 1, eerste alinea, van de AIFMD en volgens artikel 129 e.v. van de AIFMG is het mogelijk om AB's aan kleine beleggers in Liechtenstein te verhandelen. Dergelijke abi's komen echter niet in aanmerking voor een paspoort.

- 276 Fondsen of beleggingsinstellingen in het kader van de IUA⁵²⁰ zijn daarentegen alle instellingen voor collectieve belegging (d.w.z. instellingen voor collectieve belegging) die noch icbe's, noch abi's zijn en die uitsluitend gericht zijn op gekwalificeerde beleggers en die geen kapitaal verzamelen.⁵²¹ Het te investeren kapitaal wordt niet in de eerste plaats verzameld, maar er wordt een risicopool gevormd onder de beleggers die besluiten om de activa die zij in bezit hebben of hebben gehad, gezamenlijk te investeren in een beleggingsonderneming.⁵²²
- 277 Overeenkomstig artikel 15 van de AIFMG worden aandelen of rechten van deelneming in een AIF als verhandelbare effecten beschouwd indien zij overeenkomstig de statuten van de AIF gestandaardiseerd en verhandelbaar zijn en de overdraagbaarheid ervan niet beperkt is. Dit betekent dat er ook rekening wordt gehouden met de kenmerken van de effecten met betrekking tot de deelnemingsrechten in een fonds. Effecten kunnen in het algemeen worden vertegenwoordigd door middel van penningen, aangezien de penningen alleen op technisch niveau worden uitgevoerd zonder dat de kenmerken of feiten van effecten of andere financiële instrumenten worden aangetast. Bijgevolg is het mogelijk gebruik te maken van het Europees paspoort met betrekking tot fondsdeelbewijzen en effecten of andere financiële instrumenten door middel van de kennisgevingsprocedure ("passporting") van goedgekeurde effectenprospectussen met betrekking tot effectenpenningen om de gemerkte deelnemingsrechten of financiële instrumenten

⁵²⁰ Ook IUG 2015; LGBl nr. 2016.045.

⁵²¹ Artikel 3, lid 1, onder a), van de IUG.

⁵²² BuA 2015/89, 25 f.

aan het publiek in de EU of de EER aan te bieden of ze tot de handel op een gereglementeerde markt toe te laten.⁵²³

2.3.5 Conclusie over het toezichtsperspectief van tokenisatie

In de zin van een container kunnen penningen alle door MiFID II of de Bankwet gespecificeerde rechten bevatten die door financiële instrumenten zijn gesecuritiseerd en kunnen zij dus ook financiële instrumenten vertegenwoordigen - niet als fysieke effecten, maar als gede-materialiseerde rechten op waarde of activa. Er zij op gewezen dat penningen slechts een technische laag vormen en geen afzonderlijk soort financieel instrument vormen. Een andere conclusie met betrekking tot de mogelijkheid om financiële instrumenten te symboliseren zou fataal zijn en veel ingrijpender en zou bovendien om redenen van beleggersbescherming misplaatst zijn, omdat in dit geval alle effectenpenningen de status van financiële instrumenten zouden moeten worden ontzegd en volledig vrij van regelgeving op de financiële markt zouden rondzwerven, hoewel ze uiteindelijk financiële instrumenten vertegenwoordigen.

278

De FMA Liechtenstein heeft met betrekking tot de deelnemingsrechten van een fonds ook het volgende verklaard: *"De deelnemingsrechten van een fonds moeten in het algemeen voldoen aan de vereisten voor effecten. In*

279

⁵²³ Zie voor details de overwegingen in het kader van het effectenprospectusrecht in hoofdstuk II.2.6; zie ook de FMA-mededeling 2019/1, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, blz. 2, over de tokenisatie van fonds aandelen.

principe wordt de overdraagbaarheid van effecten beoordeeld op basis van de drie criteria van overdraagbaarheid, standaardisatie en verhandelbaarheid. Daarentegen is de afgifte van een fysiek certificaat niet vereist [...], zodat kan worden aangenomen dat de wet technologisch neutraal is (inhoud boven vorm). In dit opzicht moet de tokenisatie niet worden beschouwd als een afzonderlijke of nieuwe rechtsvorm, maar leidt ze wel tot de verplichting om aan aanvullende verplichtingen te voldoen.⁵²⁴

- 280 De vereiste verhandelbaarheid van effecten moet in principe worden vastgelegd in de voorwaarden van de uitgifte op het moment van de uitgifte van de penningen. Een praktische hindernis hierbij is dat er in Liechtenstein geen georganiseerde handelscentra bestaan die handelen in symbolische financiële instrumenten. Ook in de EU of de EER zijn er nog geen MTF's of OTF's die veiligheidsmunten verhandelen; een extra hindernis in dit verband is dat clearinghouses (ctp's) en centrale effectenbewaarinstellingen (csd's) hun systemen ook zouden moeten omzetten in financiële instrumenten die op munten zijn gebaseerd. Het is echter waarschijnlijk dat dergelijke systemen binnen afzienbare tijd tot stand zullen komen en daarom is er geen fundamentele beperking van de verhandelbaarheid. De subjectieve wilscomponent van een gemiddelde emittent is het ontwerpen van de penningen als overdraagbaar en verhandelbaar op de kapitaalmarkt, ongeacht of er al overeenkomstige handelsplatformen bestaan. Anders zou dit leiden tot het bijtende resultaat dat vanaf een nog onzeker moment in de toekomst de goedkeuringsvereisten in werking treden (van de feitelijke mogelijkheid

⁵²⁴ FMA Mededeling 2019/1 - Aanvullende verplichtingen met betrekking tot de uitgifte en terugkoop alsmede het bijhouden van het aandelenregister voor fonds aandelenmunten van 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, p. 2.

dat de penningen eerst op een handelsplatform worden goedgekeurd), waarna de respectieve nationale toezichhoudende autoriteit niet in staat zou zijn haar toezichhoudende functie in passende mate uit te oefenen als gevolg van informatieasymmetrieën met betrekking tot de plotselinge status van een penning als een financieel instrument.

2.4 Gereguleerde markten, MTF & OTF, SI

Onder verwijzing naar bijlage 2, sectie A, punt 1, regels 8 en 9, van de Bankwet worden de exploitatie van een multilaterale handelsfaciliteit (MHS) en een georganiseerde handelsfaciliteit (OHS) beide geclassificeerd als beleggingsdiensten waarvoor een vergunning nodig is.⁵²⁵ Beide privaatrechtelijke systemen worden, naast de publiekrechtelijke gereguleerde markt (beurs, officiële handel), onder de overkoepelende term "handelsplatform" gerangschikt.⁵²⁶ Een MTF kan worden geëxploiteerd door banken, beleggingsondernemingen of een marktexploitant.⁵²⁷ Een OTF kan door deze personen ook als beleggingsdienst worden geëxploiteerd. Wat de beleggingsondernemingen betreft, ligt de nadruk op de volledige vergunning als beleggingsonderneming en niet op die met bestuurlijke bevoegdheden.⁵²⁸

⁵²⁵ Art 30t BankG.

⁵²⁶ Art 3a lid 1 nr. 5 bankwet of Art 4 nr. 24 MiFID II.

⁵²⁷ Beheerder en/of exploitant van een gereguleerde markt op grond van artikel 3a lid 1 nr. 12 van de Bankwet.

⁵²⁸ Zie voor de definitie van beleggingsondernemingen en beleggingsdiensten met inbegrip van hun uitzonderingen artikel 3, lid 2, van de Bankwet en artikel 15 van de Bankwet in samenhang met artikel 2 van de Bankwet. Als alternatief kan ook artikel 28, lid 2, in combinatie met artikel 29 van de CRD IV worden gebruikt. Deze laatste bepalingen zijn gericht op de minimumkapitaalvereisten

- 282 In deze context is een gereguleerde markt "*een multilateraal systeem dat wordt geëxploiteerd en/of beheerd door een marktexploitant die binnen het systeem de belangen van een groot aantal derden bij de aan- en verkoop van financiële instrumenten die volgens de regels van het systeem tot de handel zijn toegelaten, samenbrengt volgens niet-discretionaire regels voor het sluiten van een overeenkomst*".⁵²⁹
- 283 Een multilateraal systeem wordt gedefinieerd als "*een systeem of mechanisme dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten binnen het systeem samenbrengt*" (d.w.z. de matching van matching-orders in financiële instrumenten, met handelsplatforms die ook gericht zijn op matching met het oog op het sluiten van contracten).⁵³⁰ Multilateraal betekent in deze zin dat een persoon met ten minste twee anderen in interactie kan treden in zijn of haar handelsintentie.⁵³¹
- 284 Wat de gereguleerde markten betreft, moet worden benadrukt dat de toegang tot deze markten op juridisch niveau zeer restrictief wordt behandeld. Alleen banken en beleggingsondernemingen en andere personen kunnen als lid of deelnemer aan een gereguleerde markt worden toegelaten, mits zij als voldoende betrouwbaar bekend staan,

van de verschillende soorten beleggingsondernemingen, afhankelijk van de beleggingsdiensten die zij verrichten. Hoewel artikel 3a, lid 1, onder 6b, van de Bankwet uitdrukkelijk bepaalt welke personen een MTF mogen exploiteren, is dit volgens het nationale recht niet het geval in artikel 3a, lid 1, onder 6b, van de Bankwet met betrekking tot een OTF. Overweging 121 van MiFID II maakt echter duidelijk dat marktpartijen ook een OTF kunnen exploiteren.

⁵²⁹ Artikel 3a lid 1 regel 6 BankG.

⁵³⁰ Artikel 3a lid 1 regel 6a van de Bankwet.

⁵³¹ Müller/Meljnik in *Wohlschlägl-Aschberger* (Hrsg), MiFID II, 2.2 De OTF als multilaterale handelsfaciliteit.

over voldoende bekwaamheid met betrekking tot de handel beschikken, de noodzakelijke organisatiestructuur hebben en over voldoende financiële middelen beschikken om hun taken uit te voeren.⁵³² Een diepgaandere discussie over gereguleerde markten kan achterwege blijven, vooral omdat Liechtenstein niet eens een aparte beurswet heeft, wat een uitgebreidere discussie grotendeels onmogelijk maakt.

Bijgevolg is het voor multilaterale systemen van essentieel belang dat er een overeenkomst voor de aankoop of verkoop van financiële instrumenten wordt gesloten of dat de wederzijdse belangen op een systeem worden samengebracht - dit kan een op software gebaseerd platform zijn of een ander geheel van regels (technologische neutraliteit). De clearing en afwikkeling wordt gewoonlijk uitgevoerd door centrale clearinginstellingen en centrale effectenbewaarinstellingen, omdat anders verdere goedkeuringen nodig kunnen zijn.⁵³³ Daarnaast is de aandacht voor financiële instrumenten bijzonder opmerkelijk. Daarom worden multilaterale handelscentra gebruikt voor de handel in financiële instrumenten en niet voor de handel in grondstoffen. Dienovereenkomstig moet worden opgemerkt dat penningen en crypto-valuta's

⁵³² Artikel 55 quinquies, lid 1, van de bankverordening. Cf. lid 2 leg cit, volgens hetwelk leden en deelnemers niet hoeven te voldoen aan de verplichtingen van Art 8a tot 8h BankG, waarbij deze verplichtingen, die gericht zijn op banken en beleggingsondernemingen, in ieder geval moeten worden nageleefd ten aanzien van hun cliënten. Het is dan ook duidelijk dat alleen financiële tussenpersonen met een vergunning aan dergelijke handelscentra kunnen deelnemen.

⁵³³ Zo zouden de kasstromen die voortvloeien uit de afwikkeling van een transactie met financiële instrumenten, de verlening van betalingsdiensten vertegenwoordigen waarvoor een vergunning nodig is. De clearingverplichting voor gestandaardiseerde OTC-derivatencontracten op grond van artikel 4 EMIR moet ook worden nageleefd.

nooit in hun volledige verscheidenheid aan soorten kunnen worden verhandeld op een markt die door de wetgeving inzake de financiële markten wordt gereguleerd. Alleen penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, kunnen op deze markten worden verhandeld.⁵³⁴ Er zij op gewezen dat de Duitse bankwet niet alleen effecten in het kader van de MiFID II behandelt, maar ook zogenaamde rekeneenheden als financiële instrumenten in het kader van het nationale recht.⁵³⁵ Munten, die - volgens de Liechtensteinse wetgeving - geen financiële instrumenten vertegenwoordigen (en ook geen elektronisch geld; zoals de virtuele valuta's BTC of ETH), kunnen en mogen niet in Liechtenstein worden verhandeld op een handelsplaats zoals een MTF, omdat ze niet als financiële instrumenten zijn geclassificeerd. In Duitsland daarentegen moet een crypto-beurs die een multilaterale structuur heeft en betrekking heeft op penningen die digitale inhoud of virtuele valuta's vertegenwoordigen volgens de inzichten van Liechtenstein, en die koop- en verkoopbelangen met betrekking tot dergelijke penningen combineert, ook een vergunning aanvragen en verkrijgen als beleggingsonderneming met een MTF of OTF.⁵³⁶

286 Alleen gekwalificeerde deelnemers mogen deelnemen aan de gereglementeerde markt. De deelname aan een multilaterale handelsfaciliteit

⁵³⁴ Zie *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4e editie, 2011, Rz 4,65.

⁵³⁵ § 1 (11) (7) KWG - "Rekeneenheden".

⁵³⁶ Zie *Patz*, Handelsplattformen voor Crypto Valuta's en Cryptoassets, BKR 2019, S 435.

(MTF) is naar het model van⁵³⁷ deze regeling. Overeenkomstig het Gemeenschapsrecht is de toegang tot een MTF even strikt geregeld als de toegang tot gereguleerde markten. In de nationale wetgeving van Liechtenstein vloeit dit voort uit Art 55m lid 2 BankV in combinatie met Art 55l lid 1 lit. e nr. 3 BankV in combinatie met Art 55d lid 1 BankV.⁵³⁸ Voor zowel MTF's als OTF's moet de toegang tot handelssystemen gebaseerd zijn op transparante, objectieve en niet-discriminerende criteria.⁵³⁹ OTF's mogen niet eisen dat leden of cliënten rechtstreeks clearinglid zijn van een centrale tegenpartij (CCP).⁵⁴⁰

Beleggingsondernemingen zijn verplicht om te handelen in aandelen op gereguleerde markten, MTF's, OTF's, SI of gelijkwaardige handelsplatformen van derden. Dit vereiste kan beleggingsondernemingen⁵⁴¹ daadwerkelijk verbieden om te handelen buiten dergelijke uitvoeringslocaties, zoals een gedecentraliseerde beurs (DEX), tenzij deze handel in aandelen (ook in de vorm van penningen) niet systematisch, 287

⁵³⁷ Artikel 18, lid 3, juncto artikel 19, lid 2, juncto artikel 53, lid 3, van de MiFID II of artikel 14, lid 4, juncto artikel 42, lid 3, van de MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

⁵³⁸ Particuliere klanten of niet-professionele beleggers kunnen dus niet deelnemen aan een MTF. Alleen professionele of institutionele beleggers (in aanmerking komende tegenpartijen) kunnen als handelsleden deelnemen. Deze zijn gedefinieerd in Bijlage II van de MiFID II en Bijlage 1 van de Bankwet.

⁵³⁹ Zie Art 35 en 36 MiFIR.

⁵⁴⁰ Vragen en antwoorden ESMA ESMA70-872942901-38 van 12.7.2019, Multi-lateraal

en bilaterale systemen (laatst bijgewerkt op 02.04.2019), vraag 3, laatst bijgewerkt op 07.07.2017 (blz. 36 f), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf.

⁵⁴¹ Dit geldt ook voor een OTC-marktmaker.

onregelmatig, ad hoc en zeldzaam is⁵⁴²of wordt gesloten tussen in aanmerking komende en/of professionele tegenpartijen.⁵⁴³

288 Gereguleerde markten en MTF's bestrijken beide de georganiseerde handel, met uitsluiting van bilaterale systemen. In bilaterale systemen sluit een beleggingsonderneming of marktexploitant transacties voor eigen rekening (handel voor eigen rekening). Een beleggingsonderneming die voor eigen rekening handelt, treedt niet op als een risicovrije tussenpersoon tussen koper en verkoper, zoals het geval is bij handelsplatformen waar de matching van belangen (en dus de agentuurovereenkomst in tegenstelling tot de matching van de hoofdhandel) wordt uitgevoerd⁵⁴⁴ (multilaterale relatie).

289 De term "systeem" die wordt gebruikt in de bepalingen betreffende gereguleerde markten en MTF's, en vanaf MiFID II ook in de bepalingen betreffende OTF's, moet worden gezien als technologieneutraal en omvat zowel markten die alleen op basis van een reeks regels en voorschriften worden geïmplementeerd als markten die samen met een handelsplatform een reeks regels en voorschriften omvatten. Er hoeven geen systemen van technische aard te worden gebruikt om belangen en uiteindelijk ook orders bij elkaar te brengen. Een dergelijk systeem wordt gedefinieerd als een geheel van regels en voorschriften waarin

⁵⁴² Gedeeltelijk gelijkwaardige tegenhanger van de criteria voor beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling.

⁵⁴³ Artikel 23, lid 1, MiFIR; handelstransacties met bepaalde derivatencontracten zijn ook onderworpen aan een handelsverplichting, artikel 32, lid 1, in samenhang met artikel 28, lid 1, MiFIR.

⁵⁴⁴ Cf. hoofdstuk II.2.4.5 met betrekking tot de verschillen tussen de gematchte opdrachtgever en de agentuurhandel.

de lidmaatschapsvereisten, de handel tussen de leden, de verhandelbare financiële instrumenten, de rapportageverplichtingen en, indien van toepassing, de transparantieplichtingen zijn vastgelegd.⁵⁴⁵

Een MTF kan een breed scala aan financiële instrumenten verhandelen, met name eigenvermogensinstrumenten; dit is niet het geval bij een OTF. In tegenstelling tot gereguleerde markten is er geen verplichting om MTF's en OTF's te contracteren.⁵⁴⁶ 290

Het kenmerk dat beoogt koop- en verkoopbelangen samen te brengen, moet uitgebreid worden geïnterpreteerd en omvat niet alleen orders en offertes, maar ook pure blikken van belangstelling. Wat betreft de toereikendheid van de blikken van belangstelling en de algemene, ruime interpretatie, zal het bestaan van een georganiseerd handelsplatform op dit punt niet regelmatig tekortschieten. Het is belangrijk op te merken dat de belangen worden gebundeld op basis van de vastgestelde systeemregels of volgens de systeemprotocollen en interne operationele procedures van de exploitant. In tegenstelling tot de OTF's mogen deze regels geen ruimte laten voor enige discretie met betrekking tot mogelijke interferenties tussen belangen en zijn ze dus niet-discretionair. Volgens de juridische definitie moet de pooling van belangen zodanig zijn dat deze resulteert in het sluiten van een overeenkomst. OTF's kunnen daarentegen gedeeltelijk werken volgens bepaalde 291

⁵⁴⁵ Zie overweging 6 MiFID I.

⁵⁴⁶ Voor gereguleerde markten ligt de situatie anders; zie de Oostenrijkse literatuur van *Seiffert*, *Börsen und andere Handelssysteme in Kümpel/Wittig* (Hrsg), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4e editie, 2011, Rz 4.59.

vastgestelde discretionaire regels, die zijn vastgelegd in algemene voorwaarden of vergelijkbare voorwaarden.⁵⁴⁷

292 Ten slotte moet worden opgemerkt dat gemerkte financiële instrumenten die op gereguleerde markten, MTF's of OTF's worden verhandeld, ook onder de csd-verordening vallen en daarom - ook al is dit soms in strijd met het gedecentraliseerde karakter van de technologie - bij een csd moeten worden gedeponerd.⁵⁴⁸

2.4.1 Multilaterale handelsfaciliteit (MTF)

293 Een MTF is een multilateraal systeem waarbij een contract wordt gesloten door financiële instrumenten binnen het systeem te matchen volgens niet-discretionaire regels.⁵⁴⁹ Volgens niet-discretionaire regels moeten privaatrechtelijke overeenkomsten worden beschouwd als vrij van enige discretionaire bevoegdheid, die verschilt van de wettelijke of publiekrechtelijke niet-discretionaire handelsregels voor gereguleerde markten. Bijgevolg mag een exploitant van een MTF geen transacties naar eigen goeddunken aangaan en mag hij niet op discretionaire basis ingrijpen, bijvoorbeeld door orders van cliënten te matchen in de zin van gematchte hoofdhandel.

294

⁵⁴⁷ Zie overweging 6 MiFID I.

⁵⁴⁸ Artikel 3, lid 2 CSDR (Verordening centrale effectenbewaarinstellingen, Verordening EU 909/2014), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. Overeenkomstig artikel 76, lid 2, van de CSDR is het aanhouden van effecten die tot de handel op handelsplatforms zijn toegelaten, alleen van toepassing op effecten die na 1 januari 2023 zijn uitgegeven door middel van girale overdrachten, of op alle effecten vanaf 1 januari 2025.

⁵⁴⁹ Artikel 3a lid 1 regel 6b BankG.

MTF's mogen niet voor eigen rekening of tegen hun eigen boek handelen en moeten ten minste drie leden hebben.⁵⁵⁰ Voor MTF's gelden lagere eisen dan voor gereguleerde markten. Dit heeft met name gevolgen voor de vergunningverlening.⁵⁵¹ Exploitanten van MTF's moeten met name voorzorgsmaatregelen nemen om ervoor te zorgen dat risicobeperking, zoals risicodiversificatie, wordt toegepast. Bovendien moeten er efficiënte mechanismen voor wrijvingsloze handel worden ingevoerd en moeten er te allen tijde voldoende financiële middelen beschikbaar zijn.⁵⁵²

De notering of toelating tot de handel in een MTF brengt ook verplichtingen met zich mee voor uitgevende instellingen van financiële instrumenten na de toelating tot de handel. Zij moeten bijvoorbeeld ook voldoen aan⁵⁵³ de ad hoc publiciteitsverplichting en andere bepalingen van de MAR⁵⁵⁴ of MAD.⁵⁵⁵⁵⁵⁶ In het algemeen moet de exploitant van

⁵⁵⁰ Zie artikel 18, lid 7, en artikel 19, lid 5, van MiFID II.

⁵⁵¹ Zie de afzonderlijke vergunningsregeling voor gereguleerde markten in titel III (artikel 44 e.v.) van de MiFID II en die voor beleggingsondernemingen in titel II (artikel 5 e.v.) van de MiFID II.

⁵⁵² Artikel 19, lid 3, MiFID II.

⁵⁵³ Publicatie van voorkennis volgens artikel 17 MMVO.

⁵⁵⁴ Marktmissbruikverordening EU 596/2014, ook MMVO (Marktmissbruikverordening), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

⁵⁵⁵ Richtlijn Marktmissbruik 2014/57/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Houd er rekening mee dat noch de MAR, noch de MAD van toepassing zijn in Liechtenstein. De marktmissbruikwet en de marktmissbruikverordening van Liechtenstein zijn nog steeds gebaseerd op Richtlijn 2003/6/EG ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. Bij gebrek aan een besluit van het Gemengd Comité van de EER is het MMVO ook niet rechtstreeks van toepassing op Liechtenstein.

⁵⁵⁶ Artikel 31, lid 1, MiFID II is evenzeer van toepassing op MTF en OTF.

een MTF de toegang tot het systeem overeenkomen met de toegangsregels van de gereglementeerde markten. Wat de organisatorische regels betreft, zijn de verschillen tussen de twee handelsplatformen - MTF en gereglementeerde markt - minimaal. Er⁵⁵⁷ zij op gewezen dat de bepalingen inzake de bescherming van de beleggers bij transacties die door een beleggingsonderneming in haar hoedanigheid van exploitant van een MTF worden uitgevoerd, niet in aanmerking worden genomen.⁵⁵⁸

- 296 Voor MTF's bestaat naast de traditionele structuur ook de mogelijkheid om zich als mkb-groeimarkt te laten registreren. De⁵⁵⁹ vereisten voor dergelijke markten zijn dat ten minste 50% van de emittenten kleine en middelgrote ondernemingen zijn, dat passende criteria voor de toelating van financiële instrumenten van emittenten worden vastgesteld, dat voldoende informatie over de primaire toelating beschikbaar wordt gesteld om met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te kunnen nemen, dat de bepalingen van de Marktmissbruikverordening, met inbegrip van de preventie van marktmissbruik, worden nageleefd en dat een emittent doorlopend financiële verslagen rapporteert. Op de groeimarkten voor kmo's staan de belangen van het beleggersvertrouwen van kmo's tegenover die van de administratieve lasten van de emittenten onder spanning.

⁵⁵⁷ Atz 19, lid 2, in samenhang met artikel 18, lid 3, in samenhang met artikel 53, lid 3, MiFID II.

⁵⁵⁸ Art 19, lid 4, in samenhang met Art 24, 25, 27, 28 MiFID II. De leden of deelnemers van een MTF moeten zich echter wel aan deze bepalingen houden ten opzichte van hun cliënten als zij hun orders uitvoeren.

⁵⁵⁹ Artikel 33 MiFID II en artikel 30t, lid 6, van de Bankwet.

De clearing- en bewaarnemingsdiensten die voortvloeien uit een handel in een MTF moeten worden verleend door instellingen die voor deze taken een vergunning hebben (centrale tegenpartij of ctp voor de clearing van derivaten - die ook in een effectenpenning kan worden vertegenwoordigd - en een centrale effectenbewaarinstantie of csd voor de afwikkeling van transacties in financiële instrumenten die in de effectengiro worden aangehouden). 297

Voor financiële instrumenten zoals gedefinieerd in MiFID II⁵⁶⁰ is MiFIR van toepassing, wat betekent dat een MTF moet voldoen aan de eisen van transparantie voor en na de handel. Dit betekent bijvoorbeeld dat de huidige bied- en laatkoersen en handelsbelangen alsmede de prijs, het volume en het tijdstip van de transacties moeten worden gepubliceerd (artikel 3 tot en met 10 MiFIR). 298

Een MTF heeft er belang bij om met een CCP te werken omdat enerzijds een CCP tussen de koper en de verkoper (centrale tegenpartij) wordt geplaatst, wat resulteert in een minder complexe risico-exusus, en anderzijds de afwikkelingsrisico's (tegenpartijrisico bij afwikkeling) worden verminderd wanneer transacties tussen meerdere tegenpartijen worden gecompenseerd (verrekening) door zekerheden te eisen.⁵⁶¹ 299

300

⁵⁶⁰ Hierdoor wordt ook het toepassingsgebied van de marktmisbruikwetgeving opengesteld en worden MTF-deelnemers verplicht de bepalingen tegen handel met voorwetenschap en marktmisbruik na te leven.

⁵⁶¹ Zie bijvoorbeeld overweging 66 EMIR.

Derivaten die op een geregementeerde markt worden verhandeld, moeten door een ctp worden gecleard. Bovendien⁵⁶² moeten transacties in derivaten worden gerapporteerd aan een geregistreerd of erkend transactieregister.⁵⁶³

301 Munten die in aanmerking komen als financiële instrumenten en die zijn toegelaten en worden verhandeld op een handelsplatform, moeten worden uitgegeven in gedematerialiseerde vorm vanaf 01.01.2023 respectievelijk 01.01.2025, en moeten in girale vorm (in de effectengiro) worden geregistreerd en bijgehouden door een centrale effectenbewaarrinstelling.⁵⁶⁴

302 ⁵⁶⁵In overeenstemming met het EU-recht moet niet-discriminerende toegang tot zowel een ctp⁵⁶⁶ als een csd worden verleend. Dit betekent dat er een wettelijk recht op toegang tot deze faciliteiten bestaat, maar er moet rekening worden gehouden met het feit dat de meeste bestaande instellingen eerst een technische interface met de blokketen

⁵⁶² Artikel 2, lid 1, nr. 29 in samenhang met artikel 29, lid 1, MiFIR. Arg e contrario, transacties met financiële instrumenten die geen derivaten zijn, zijn niet onderworpen aan clearing. Uit artikel 55 octodecies, lid 1, van de bankverordening volgt dat een MTF ook overeenkomsten over de clearing en/of afwikkeling van transacties binnen het systeem kan sluiten met een centrale tegenpartij of clearinginstelling (CCP) en een afwikkelingssysteem (CSD) van een andere EER-lidstaat.

⁵⁶³ Art 9 in combinatie met Art 55 of Art 77 EMIR.

⁵⁶⁴ Art 3 Abs 1 iVm Art 76 Abs 2 CSDR (Central Securities Depository Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

⁵⁶⁵ Art 33 CSDR.

⁵⁶⁶ Art 37 EMIR.

moeten implementeren om de veiligheidsmuntjes, die financiële instrumenten vertegenwoordigen, daadwerkelijk in dergelijke gereguleerde handelssystemen te kunnen invoeren.

Er zij ook op gewezen dat een exploitant van een MTF nevendiensten 303 mag verrichten overeenkomstig bijlage 2, afdeling B, van de bankwet en bijlage I, afdeling B, van de MiFID II, alsook niet-gereguleerde nevendiensten.⁵⁶⁷ Er is hier geen sprake van een conflict met artikel 19, lid 5, van MiFID II, aangezien de uitvoering van orders van cliënten of handel voor eigen rekening in de zin van MiFID II altijd betrekking heeft op financiële instrumenten (bijlage I, deel A, punten 2 en 3, bij MiFID II). Er zij op gewezen dat gereguleerde en niet-gereguleerde nevendiensten niet op zichzelf kunnen worden aangemeld in het kader van het EU-paspoortstelsel.⁵⁶⁸

⁵⁶⁷ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), Release 42 september 2019, paragraaf 13.3, Beleggingsdiensten en -activiteiten, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, geraadpleegd op 15 september 2019. 2019, 17:39 - *“een beleggingsonderneming [...] kan paspoortrechten aanvragen die ook nevendiensten omvatten [...] indien de nevendiensten samen met een of meer beleggingsdiensten en -activiteiten worden verricht; en wanneer de nevendienst ook een gereguleerde activiteit is [...]”*, argumenteert e contrario, moet het voor een beleggingsonderneming die een MTF exploiteert ook mogelijk zijn om gewone nevendiensten te verrichten die geen beleggingsdiensten zijn in de zin van bijlage I, afdeling B, bij de MiFID II en dus niet paspoortklaar zijn.

⁵⁶⁸ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), Release 42 september 2019, paragraaf 13.3, Beleggingsdiensten en -activiteiten, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, geraadpleegd op 15 september 2019. 2019, 17:39; zie ook Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, blz. 249 (264 f), waarbij een organisatorische scheiding moet worden gerealiseerd, aangezien

2.4.2 Conclusie MTF

304

Hieronder wordt het bovenstaande abstracte schema gebruikt om in een vereenvoudigde vorm te laten zien hoe een specifieke handels-transactie typisch wordt uitgevoerd op een MTF:

een MTF een multilateraal systeem is dat koop- en verkoopbelangen met betrekking tot financiële instrumenten samenbrengt met het oog op het sluiten van een overeenkomst. D.w.z. dat penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen en penningen die geen financiële instrumenten vertegenwoordigen, niet op hetzelfde handelsplatform kunnen worden gehouden. Een duidelijk onderscheid wordt gemaakt in ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 januari 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, Rz 179 (blz. 39 f), houdt daarentegen in dat penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen en penningen die geen financiële instrumenten vertegenwoordigen, op hetzelfde handelsplatform kunnen worden verhandeld (*“beleggers kunnen niet gemakkelijk onderscheid maken tussen de crypto-assets die binnen het toepassingsgebied van de EU-regels inzake financiële diensten vallen en de penningen die dat niet zijn, met name wanneer zij beschikbaar zijn voor handel op dezelfde platformen”*). Zelfs als één en dezelfde marktdeelnemer de handel in financiële instrumenten en penningen op naam aanbiedt, die noch financiële instrumenten, noch elektronisch geld zijn, dan nog is dit niet hetzelfde handelsplatform of -platform. De exploitant van een MTF kan echter ook een handelsplatform voor niet-gereguleerde penningen exploiteren, los van het MTF (waarop penningen voor financiële instrumenten zijn genoteerd). Dit is ook aantoonbaar contrario, bijvoorbeeld uit andere financiële wetten zoals artikel 24, lid 1, VersAG. Deze bepaling verbiedt verzekeringsmaatschappijen om activiteiten uit te oefenen die geen verband houden met verzekeringen. Dit volgt de redenering dat het verzekeringsfonds anders zou worden aangevallen. De MiFID II en de Bankwet bevatten geen soortgelijke telegraaf of een vergelijkbare bepaling, die ook pleit voor de toelaatbaarheid van de uitvoering van niet-reglementaire nevendiensten door een financiële tussenpersoon zoals een beleggingsonderneming, op voorwaarde dat er een organisatorische scheiding plaatsvindt.

1. Een handelstransactie wordt tussen twee handelsleden (vergunninghoudende financiële tussenpersonen) van een MTF gesloten via het handelsplatform van de MTF; indien van toepassing, met het oog op de uitvoering van een onderliggende order van een eindconsument (economische koper of verkoper);
2. De transactie (de gepoolde belangen) wordt door het MTF aan de clearinginstelling (centrale tegenpartij; CCP) doorgegeven;⁵⁶⁹
3. De vereffening vindt plaats tussen het vereffeningshuis en de vereffeningssleden;
4. Er vindt een afstemming plaats tussen de clearingleden en de handelsleden (vaststelling van wederzijdse vorderingen);
5. De clearinginstelling (CCP) geeft instructies aan de afwikkelingsinstantie voor de afwikkeling (centrale effectenbehaarinstelling; CSD);
6. Het afwikkelingsplatform (CSD) verricht vervolgens de feitelijke overdracht van de betreffende financiële instrumenten en zorgt tevens voor de feitelijke overdracht van de corresponderende fondsen; de afwikkeling vindt plaats door middel van girale boeking;
7. Uiteindelijk vindt de verzoening tussen de leden van de csd en de clearingleden plaats.

⁵⁶⁹ Het doel van clearing is te zorgen voor een latere foutloze afwikkeling en dus voor de eigendomsoverdracht.

2.4.3 Georganiseerde handelssystemen (OTF)

305 Georganiseerde handelssystemen verschillen in de eerste plaats van MTF's doordat de matching van belangen beperkt is tot niet-aandelen-instrumenten, namelijk obligaties, gestructureerde financiële producten, emissiecertificaten of derivaten,⁵⁷⁰ en dat deze matching ook kan worden uitgevoerd volgens discretionaire, dus discretionaire, vaste regels, op voorwaarde dat aan de vereisten inzake transparantie vooraf wordt voldaan en dat de beste uitvoering wordt nageleefd.⁵⁷¹ Dit betekent dat een OTF-operator vrij is om te bepalen in hoeverre de orders van de klant specifiek binnen het systeem worden gematcht. OTF's mogen in principe geen orders van cliënten uitvoeren met behulp van eigen vermogen en mogen geen orders uitvoeren tegen hun eigen boek, met uitzondering van staatsobligaties. Als⁵⁷² gevolg daarvan hebben OTF's geen handelsdeelnemers maar klanten, aangezien zij slechts in beperkte mate bilateraal kunnen handelen (handelen voor eigen rekening en dus geen orders van klanten matchen).⁵⁷³

306 In dit verband is er een opvallend verschil tussen een OTF en MTF of gereguleerde markten. Het staat de OTF's vrij om te beslissen of zij al dan niet een vergunning krijgen of beperkt worden tot deelname aan hun systeem, terwijl MTF's en gereguleerde markten duidelijke regels hebben over wie aan deze systemen kan deelnemen. OTF's hebben

⁵⁷⁰ Met uitzondering van de derivaten die onderworpen zijn aan de clearingverplichting op grond van artikel 5 EMIR (artikel 55n, lid 3, van de bankverordening).

⁵⁷¹ Artikel 3a lid 1 regel 6c van de Bankwet.

⁵⁷² Overheidsschuldinstrumenten waarvoor geen liquide markt bestaat overeenkomstig artikel 55n, lid 1 en 5, van de Bankwet.

⁵⁷³ Artikel 20, lid 1 tot en met 6, MiFID II

in bepaalde gevallen geen deelnemers maar cliënten (met betrekking tot staatsobligaties) vanwege de juridische mogelijkheid van een beperkte bilaterale verschijning in juridische transacties, aangezien zij niet alleen kunnen optreden als risicovrije tussenpersonen, maar ook als bilaterale tegenpartijen naast de pooling-belangen. De genoemde toelatingsparameters kunnen bijvoorbeeld betrekking hebben op minimum latentie-eisen. Toch moeten deze regels ook voor OTF's transparant en niet-discriminerend zijn. OTF's zijn daarom minder beperkt in de toelating van cliënten of de uitvoering van orders van platformgebruikers dan MTF's of gereguleerde markten. Een OTF kan echter wel een opdracht van de opdrachtgever uitvoeren wanneer deze daartoe besluit, maar mag niet eenzijdig afwijken van de instructies van de opdrachtgever met betrekking tot de aankoop of uitvoering.⁵⁷⁴

De bepalingen inzake transparantie voor en na de handel en best execution kunnen alleen worden toegepast op een OTF wanneer de Matched Principal Trading wordt uitgevoerd. Voor een MTF gelden deze normen overal, aangezien de MTF niet bilateraal mag werken.⁵⁷⁵ 307

De aan het begin van dit hoofdstuk genoemde uitoefening van discretionaire bevoegdheid heeft betrekking op de beslissing om orders op een OTF te plaatsen of in te trekken (order discretion)⁵⁷⁶ en op de beslissing of een bepaalde order al dan niet wordt gekoppeld aan orders 308

⁵⁷⁴Overweging 14 MiFID II.

⁵⁷⁵Zie Art 24 ff MiFID II; Art 8e BankG.

⁵⁷⁶ Art 55n lid 8 lit een BankV; alleen voor zover dit niet in strijd is met de instructies van de klant. Het is denkbaar dat de exploitant van een OTF een order gedeeltelijk op een handelsplatform uitvoert en vervolgens de resterende order doorstuurt naar een ander handelsplatform, of dat een reeds geplaatste order

die al in het systeem zijn opgenomen (op een bepaald moment) (uitvoerings discretionaire bevoegdheid)⁵⁷⁷. Er zijn transparante regels voor de uitoefening van de discretionaire bevoegdheid vereist en de regels ter bescherming van de beleggers zijn van toepassing op de uitvoering van de orders.⁵⁷⁸

- 309 Tot slot moet worden opgemerkt dat OTF en Systematic Internalizers (SI) niet door dezelfde rechtspersoon worden geëxploiteerd. Ook mag er geen verband zijn tussen een OTF en een SI of een andere OTF.⁵⁷⁹

2.4.4 Systematische internalisatoren (SI)

310

geheel wordt geannuleerd, omdat op een ander handelsplatform een beter resultaat kan worden bereikt.

⁵⁷⁷ Art. 55n, lid 8, onder b), van de bankverordening; als bijvoorbeeld een order voor 1000 eenheden van een financieel instrument aan de biedzijde wordt geëvenaard door twee overeenkomstige orders aan de vraagzijde, kan een OTF-exploitant beslissen of, in welke mate en hoe de order wordt uitgevoerd (bij een MTF zou de uitvoering van een order echter zonder enige discretie worden georganiseerd). Deze discretie moet in overeenstemming zijn met de instructies van de klant en het Best Execution Policy.

⁵⁷⁸ Informatieverplichtingen uit hoofde van artikel 24 MiFID II; beoordeling van de geschiktheid en opportuniteit uit hoofde van artikel 25 MiFID II; verplichting om orders op de voor de cliënt meest gunstige wijze uit te voeren (verplichting tot optimale uitvoering) uit hoofde van artikel 27 MiFID II en de regels voor de verwerking van orders van cliënten (artikel 28 MiFID II).

⁵⁷⁹ Artikel 20, lid 4, MiFID II: artikel 55 quinquies, lid 6, van de bankverordening; zie ook overweging 17 van DelVO 2017/565 over MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

Beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling zijn beleggingsondernemingen (of, volgens de nationale wetgeving, banken)⁵⁸⁰die⁵⁸¹, wanneer zij orders van cliënten uitvoeren zonder een multilateraal systeem te exploiteren, vaak en in aanzienlijke mate voor eigen rekening op georganiseerde en systematische wijze handelen.⁵⁸² SI's zijn dus marktconforme infrastructures⁵⁸³, maar houden zich alleen bezig met bilaterale handel.

MiFID II geeft geen definitie van het onderdeel van de bilaterale regeling en laat daarom alleen een negatieve definitie toe. Het onderscheid is niet gebaseerd op de modaliteiten van de orderuitvoering, maar op de functie die een handelsplatformbeheerder vervult. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen de neutrale en risicovrije tussenpersoonspositie enerzijds en de bilaterale tegenpartij die orders uitvoert tegen haar eigen handelsposities anderzijds. Zoals uitgelegd doorbreekt de OTF al de precieze scheidslijn tussen de twee systemen. Een exploitant van een handelsplatform die orders tegen zijn eigen posities zou aanvaarden, zou in principe met een belangenconflict te maken krijgen, aangezien de neutraliteit niet langer gegarandeerd is. 311

⁵⁸⁰ Artikel 3a lid 1 regel 34 van de Bankwet.

⁵⁸¹ Handel voor eigen rekening in de zin van artikel 4, lid 1, punt 2, van de MiFID II wordt niet beschouwd als handel voor eigen rekening indien *een beleggingsonderneming, met het doel of gevolg dat zij de facto risicoloze back-to-backtransacties verricht in een financieel instrument buiten een handelsplatform, deelneemt aan combinatiesystemen die zij heeft opgezet met entiteiten die niet tot haar eigen groep behoren.* (Artikel 16 bis van Verordening 2017/2294 tot wijziging van Verordening 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj).

⁵⁸² Artikel 4, lid 1, nr. 20 MiFID II.

⁵⁸³ Zie het begrip "plaats van uitvoering" in de zin van artikel 64, lid 1, laatste zin, van MiFID II.

312 Onder het MiFID-regime wordt handel voor eigen rekening of handel voor eigen rekening gedefinieerd als *handel met eigen kapitaal, die leidt tot het sluiten van transacties met een of meer financiële instrumenten*.⁵⁸⁴ Volgens bijlage I, deel A, punt 3, van de MiFID I en II vormt handel voor eigen rekening een beleggingsdienst. In bijlage 2, artikel A, lid 1, nr. 3, van de Bankwet werd de handel voor eigen rekening als volgt gedefinieerd, op basis van drie verschillende gevallen: *De handel in financiële instrumenten voor eigen rekening indien en voor zover [1ste geval] deze wordt uitgevoerd door banken en beleggingsondernemingen of [2de geval] als marketmaking of indien [3de geval] deze frequent voor eigen rekening wordt verhandeld buiten een gereguleerde markt of een multilateraal handelsstelsel op een georganiseerde en systematische wijze door het exploiteren van een voor derden toegankelijk stelsel dat dient om contracten voor financiële instrumenten te sluiten*. Deze definitie is gebaseerd op overweging 8 of artikel 2, lid 1, onder d), van MiFID I.

313 De definitie in bijlage 2, deel A, van de bankwet is in Liechtenstein ingevoerd op basis van de MiFID I⁵⁸⁵ en de definitie is blijkbaar niet langer geharmoniseerd met artikel 3 bis, lid 1, nr. 34, van de bankwet, aangezien eerstgenoemde bepaling het handelselement in aanzienlijke mate vergeet. In artikel 4, lid 1, punt 20, tweede alinea, van MiFID II wordt rechtstreeks gedefinieerd dat "op systematische wijze vaak" wordt verwezen naar het aantal OTC-transacties met een financieel instrument, terwijl de "aanzienlijke omvang" wordt gemeten aan de hand van het percentage dat OTC-handel voor eigen rekening neemt in het totale handelsvolume van een beleggingsonderneming of het handelsvolume

⁵⁸⁴ Artikel 4, lid 1, 6) MiFID I en II, zie de verwijzing in artikel 2, lid 1, 5) MiFIR.

⁵⁸⁵ LGBl 2007/261 van 20.9.2007, van kracht sinds 1.11.2007.

in de Europese Unie met betrekking tot een financieel instrument.⁵⁸⁶ De elementen van frequente en systematische handel moeten cumulatief zijn.⁵⁸⁷ Een beleggingsonderneming kan ook bewust besluiten zich te onderwerpen aan de regels van een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling. Als de drempels die door ESMA zijn vastgesteld om⁵⁸⁸ de status van beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling vast te stellen, echter worden bereikt, moet aan de verplichtingen inzake transparantie, optimale uitvoering en rapportage worden voldaan. Zo⁵⁸⁹ kunnen spelers die op een DEX (decentrale beurs) met betrekking tot financiële instrumenten (security tokens) opereren en de bovengenoemde drempels overschrijden, soms worden gekwalificeerd als systematische internalisatoren.⁵⁹⁰

⁵⁸⁶ Zie de ESMA-benchmarks aan de hand waarvan een beleggingsonderneming moet berekenen of zij in aanmerking komt als beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, geraadpleegd op 15.09.2019, 17:42.

⁵⁸⁷ Cf. BaFin informatie over de feiten van de handel voor eigen rekening en eigen rekening van 22 maart 2011, laatstelijk gewijzigd op 15 mei 2018, hoofdstuk 1. b), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html

⁵⁸⁸ <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

⁵⁸⁹ Zie artikel 21, lid 3, van de MiFID I-uitvoeringsverordening, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁹⁰ Zie hoofdstuk II.2.5.

Bovendien moet de activiteit van een systematische internaliseerder worden uitgevoerd door personeel of door middel van een geautomatiseerd technisch systeem dat voor dat doel is voorzien. Het is niet nodig dat het personeel uitsluitend voor dit doel wordt ingezet of dat het systeem uitsluitend aan dit doel wordt aangepast.⁵⁹¹

- 315 Het is in dit verband interessant dat het technologie neutrale concept van een systeem hier niet wordt gebruikt, aangezien het inherent is aan het multilaterale systeem in het kader van MiFID II en over het algemeen gebaseerd is op een reeks regels.⁵⁹² Uit de formulering van de uitvoeringsverordening blijkt echter onvermijdelijk dat het niet nodig is dat de beleggingsonderneming dit systeem zelf exploiteert; dit is in de nationale wetgeving op een onduidelijke manier geformuleerd. Hier staat dat in het geval van handel voor eigen rekening met betrekking tot beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling een *systeem wordt gehanteerd dat toegankelijk is voor derden*⁵⁹³. Naast algemene verplichtingen zoals best execution,⁵⁹⁴ regelt de Bankwet ver-

⁵⁹¹ Art 21, lid 1, onder b) DVO-MiFID I (EG/1287/2006); cf. a Art 12 tot 17 van de Gedelegeerde Verordening EU 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj, volgens welke een bepaald percentage van de transacties in bepaalde periodes moet worden uitgevoerd.

⁵⁹² Er zij op gewezen dat een Systematic Internaliser geen gebruik maakt van een multilateraal systeem.

⁵⁹³ Bijlage 2 Afdeling A, lid 1, nr. 3 van de Bankwet.

⁵⁹⁴ Artikelen 24 en 25 van de MiFID II in samenhang met artikel 64 van de Gedelegeerde Verordening EU 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj; zie in het algemeen hoofdstuk III van de Delverordening betreffende de verplichtingen van beleggingsondernemingen.

⁵⁹⁵ Bijlage 7.4 Deel V. Bst C op basis van artikel 14 MiFIR.

dere verplichtingen voor beleggingsondernemingen met een systematische interne afhandeling. In deze context moeten de systematische internalisatoren bijvoorbeeld orders met betrekking tot financiële instrumenten uitvoeren tegen de prijs die werd aangeboden op het moment dat het order werd ontvangen. Bovendien moeten driemaandelijke verslagen over de kwaliteit van de uitvoering worden opgesteld en moeten referentiegegevens⁵⁹⁶ over otc-derivaten bij de bevoegde autoriteiten worden ingediend. Het algemene resultaat is dat systematische internalisatoren weliswaar onderworpen zijn aan strenge regels, maar dat zij de koop- en verkoopbelangen van derden niet mogen combineren.

De classificatie als beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling heeft tot gevolg dat een beleggingsonderneming haar activiteiten moet melden aan de bevoegde autoriteiten, in Liechtenstein aan de FMA, die bijgevolg toezicht houdt op de verplichtingen die uit deze status voortvloeien. Bovendien moet aan de verplichtingen inzake transparantie vooraf worden voldaan, zowel voor aandelen- en quasi-aandeleninstrumenten als voor niet-aandeleninstrumenten. Daarnaast bestaan er ook verplichtingen inzake transparantie na de handel en verplichtingen met betrekking tot de uitvoering van transacties. 316

Marktmakers zijn ook actief in de bilaterale handel voor eigen rekening. Marktmakers zijn personen die⁵⁹⁷ voortdurend aangeven bereid te zijn om op een of meer financiële markten te handelen door met eigen ka- 317

⁵⁹⁶ Zie art 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj.

⁵⁹⁷ Dus, uitwisseling en/of over-the-counter.

pitaal voor eigen rekening financiële instrumenten te kopen en te verkopen tegen door hen vastgestelde prijzen. Marktmakers zijn spelers op de financiële markt die voortdurend beschikbaar zijn voor andere deelnemers op de financiële markt als tegenpartijen voor transactiebelangen. In die zin treden marktmakers op als liquiditeitsverschaffers op een markt met betrekking tot bepaalde financiële instrumenten.⁵⁹⁸

2.4.5 Overzicht van georganiseerde handelsplatformen

318 De genoemde handelssystemen, MTF en OTF, dienen om de bij elkaar horende belangen in financiële instrumenten samen te brengen met het oog op het sluiten van een contract (niet te verwarren met bij elkaar horende orders van cliënten of bij elkaar horende hoofdhandel).⁵⁹⁹ De etymologie van het concept van Matched Principal Trading is terug te voeren op het feit dat zowel koper als verkoper als opdrachtgever optreden met betrekking tot hun order.

319 Het eerste criterium is dat een tussenpersoon (bijvoorbeeld de exploitant van een MTF of OTF) als tussenpersoon tussen koper en verkoper optreedt. Deze tussenpersoon is zodanig bemiddeld dat hij op geen enkel moment tijdens de uitvoering van de transactie wordt blootgesteld aan marktrisico's (er worden geen orders uitgevoerd); de tussenpersoon treedt dus op als een risicovrije tussenpersoon (risicocomponent op basis van de status van multilaterale tussenpersoon). Het tweede kenmerk is gebaseerd op een tijdelijk element, waarbij beide transacties - koop- en verkooporders - gelijktijdig tegen elkaar worden uitgevoerd. Wat het derde en laatste element betreft, moet de transactie door de

⁵⁹⁸ Artikel 4, lid 1, 7) MiFID II; artikel 3a, lid 1, 50) Bankwet.

⁵⁹⁹ Zie de Engelse versie van artikel 4, lid 1, punt 38, van MiFID II.

tussenpersoon op zodanige wijze worden gesloten dat, afgezien van een transparant gecommuniceerde commissie of vergoeding voor de uitvoering, geen winst of verlies wordt gemaakt uit de transactie zelf (vergoedingselement).⁶⁰⁰

De exploitant van een platform waarop de bij elkaar horende cliëntenorders worden gepoold, moet dus een vergunning hebben van de FMA als beleggingsonderneming en een MTF en/of OTF mogen exploiteren. De exploitatie van een MTF en/of OTF is onderworpen aan een afzonderlijke vergunning van de FMA.⁶⁰¹ Er zij op gewezen dat de beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, niet tegelijkertijd lid of deelnemer mag zijn van die MTF voor handel voor eigen rekening of voor gematchte hoofdhandel (matching van gematchte orders van cliënten). De beleggingsonderneming mag alleen via haar eigen MTF handelen, aangezien er doeltreffende mechanismen moeten zijn om ervoor te zorgen dat er geen belangenconflicten ontstaan. Aangezien het een beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, verboden is om tegen haar eigen boek te handelen⁶⁰², kunnen er geen orders van cliënten worden uitgevoerd en dus ook geen gematchte hoofdhandel (combinatie van twee gematchte orders van cliënten die als opdrachtgever en dus als een gematchte opdrachtgever optreden). Een beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, treedt veeleer op als een risicovrije tussenpersoon die alleen de belangen, maar niet de orders van de cliënten met betrekking tot financiële instrumenten samenbrengt; dit leidt

⁶⁰⁰ Artikel 4, lid 1, nr. 38 MiFID II.

⁶⁰¹ Art. 15 juncto bijlage 2, afdeling A, lid 1, punt 3 juncto punt 8 en/of 9 van de Bankwet; bijlage 1, afdeling A, nr. 1 lit o en p FMAG.

⁶⁰² Dit zou onvermijdelijk ook leiden tot belangenconflicten.

tot het sluiten van contracten voor financiële instrumenten, maar niet tot de uitvoering van dergelijke contracten. Een MTF of een beleggingsonderneming die een MTF exploiteert en een makelaar⁶⁰³ (agent) moeten afzonderlijke personen zijn. De handel in Agency's vindt dus plaats op een MTF. Deelnemende financiële intermediairs zoals vermogensbeheerders of beleggingsondernemingen (met bestuurlijke bevoegdheid) treden op als agenten (agentuurmakelaars). Op een MTF worden de orders van dergelijke handelsleden (contractors) vervolgens samengevoegd (buy-side en sell-side).⁶⁰⁴

2.4.6 Conclusie Georganiseerde handelsplatformen

321 Uit het bovenstaande volgt dat een vergunning van de Liechtensteinse autoriteit voor de financiële markt vereist is voor de exploitatie van een MTF of OTF op grond van artikel 15 van de bankwet, op voorwaarde dat de volgende elementen cumulatief beschikbaar zijn voor de toekomstige exploitant van een handelscentrum⁶⁰⁵:

⁶⁰³ Agentuurmakelaars treden op als tussenpersoon voor de uitvoering van hun cliëntenorders op een handelsplatform. Agentuurmakelaars moeten zich houden aan de voorschriften voor de beste uitvoering. Een Agency Broker voert orders van klanten uit, terwijl een Broker-Dealer handelt in effecten voor eigen rekening of voor rekening van zijn klanten.

⁶⁰⁴ Artikel 19, lid 5, van MiFID II; de vragen en antwoorden van de ESMA over MiFID II en de MiFIR-marktstructuren, ESMA70-872942901-38, 02.04.2019, afdelingen 5 en 5.1. Multilaterale en bilaterale systemen, vragen en antwoorden 1, laatstelijk bijgewerkt op 31.01.2017, blz. 35.

⁶⁰⁵ Cf. BaFin Leaflet over het Multilateraal Handelssysteem van 07.12.2009, laatstelijk gewijzigd op 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

- Een systeem voor de handel in financiële instrumenten is een voorwaarde voor een handelsplatform. De terminologie van het systeem moet op een technologie-neutrale manier worden begrepen en omvat dus over het algemeen een reeks regels. Zo valt bijvoorbeeld ook de handel in stemmen onder het systeem-concept;
- Het systeem moet noodzakelijkerwijs een multilateraal karakter hebben (pooling van belangen met betrekking tot financiële instrumenten van kopers en verkopers via een tussenpersoon - maar niet de pooling van bijpassende orders);
- Het is noodzakelijk dat dit systeem de uitvoering van de belangen van de handelspartners of, uiteindelijk, de afsluiting van de orders van de cliënten dient (met name de exploitant van een MTF mag echter geen transacties in eigen naam en voor eigen rekening uitvoeren en heeft dus geen cliënten, zodat hij geen orders van cliënten kan combineren in de zin van gematchte hoofdhandel; op een MTF is alleen agentuurovereenkomsten mogelijk);
- Als gevolg van het matchen van de belangen of orders van de handelsdeelnemers is het niet mogelijk om per geval transacties met specifieke tegenpartijen aan te gaan of de contractant te selecteren;
- Het contract wordt binnen het systeem of platform gesloten en niet daarbuiten (het sluiten van het contract moet worden gescheiden van de uitvoering - clearing en dus afwikkeling). Als

het contract buiten het systeem om wordt gesloten, is het soms een zuiver informatiesysteem of prikbord;⁶⁰⁶

- Uiteindelijk moet het systeem zo worden opgezet dat het de belangen van een groot aantal deelnemers aan de handel samenbrengt en niet alleen maar dient om individuele handelstransacties af te sluiten. Op grond van artikel 18, lid 7, van de MiFID II moeten MTF's of OTF's ten minste drie leden of gebruikers hebben die met elkaar kunnen communiceren voor de prijsstelling.

2.4.7 Reproductie van een CCP voor nutsmunten en voordelen van de blokken

322 Het systeem van een centrale tegenpartij (clearinghuizen), dat vaak voorkomt in het recht van de financiële markten, kan ook worden nagebootst in verband met de matching van penningen die noch financiële instrumenten, noch elektronisch geld zijn ("utility tokens" of "commodity tokens" in de zin van digitale inhoud of virtuele valuta's). Om⁶⁰⁷ een begrijpelijk en zinvol proces te vertegenwoordigen, wordt ervan uitgegaan dat een Gebruiker A BTC met ETH wil verwerven op een handelsplatform voor Munten, terwijl een Gebruiker B het overeenkomstige bedrag in ETH wil verwerven door middel van BTC of BTC tegen ETH wil verkopen. Hieronder wordt een mogelijkheid getoond hoe een dergelijke matching kan worden uitgevoerd:

⁶⁰⁶ Cf. *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4e druk, marge nr. 4.64; afhankelijk van de specifieke vorm is echter het aannemen en doorgeven van orders denkbaar (bijlage 2, sectie A, paragraaf 1, regel 1, van de Bankwet); zie ook hoofdstuk II.2.5.

⁶⁰⁷ Dit kan ook interessant zijn in verband met de interne token op een crypto-uitwisseling zoals vermeld in hoofdstuk II.2.2.2

- Gebruikers A en B registreren zich op een handelsplatform voor penningen die noch financiële instrumenten, noch e-geld vertegenwoordigen;
- Gebruiker A wenst BTC te verwerven met zijn ETH;
- Gebruiker B wil BTC verkopen (tegen ETH);
- Vervolgens worden twee stappen synchroon uitgevoerd:
 - Gebruiker A draagt ETH over aan de exploitant van het handelsplatform voor tokens, waarbij de wettelijke reden voor de overdracht de verwerving van BTC van de exploitant van het handelsplatform als centrale tegenpartij is in overeenstemming met een contractuele overeenkomst (bv. met uitstel van betaling voor één wettelijke seconde);
 - Gebruiker B draagt BTC over aan de exploitant van het handelsplatform voor penningen. In dit geval is de wettelijke reden voor de overdracht de verkoop van BTC aan de exploitant van het handelsplatform als centrale tegenpartij in overeenstemming met een contractuele overeenkomst.
- De exploitant van het handelsplatform voor penningen heeft vervolgens ETH van gebruiker A verworven voor minstens één wettelijke seconde en is gebruiker A BTC hiervoor verschuldigd. Tegelijkertijd heeft de exploitant van het handelsplatform BTC voor minstens één wettelijke seconde van gebruiker B overgenomen en is hij als tegenprestatie ETH aan gebruiker A verschuldigd;

- De exploitant van het handelsplatform voor penningen voldoet aan zijn verplichting tegenover Gebruiker A met de door Gebruiker B verworven FTK's. Tegelijkertijd vervult de exploitant van het handelsplatform voor penningen zijn aansprakelijkheid jegens Gebruiker B met de door Gebruiker A gekochte ETH.

323 De charme van het gebruik van blokketentechnologie of slimme contracten voor de concrete uitvoering in bovenstaande zin ligt in het feit dat de exploitant van het handelsplatform voor tokens als centrale tegenpartij de respectievelijke tokens ten minste één juridische seconde in handen heeft. Door de technologische vereisten wordt een dergelijke transactie echter bijna in real time en via een slimme overeenkomst (sluiting en uitvoering van een overeenkomst) automatisch uitgevoerd en verwerkt. Hierdoor wordt het tegenpartijrisico (debiteurenrisico) de facto volledig geëlimineerd en dit vertegenwoordigt een enorm potentieel voor de financiële markt. Als de blokketentechnologie in de toekomst volledig wordt geïmplementeerd, zouden sterk gereguleerde markten, zoals multilaterale handelscentra, veel efficiënter en economi-

schier kunnen werken. Vanuit dit perspectief kunnen de blokketentechnologie en aanverwante technologieën⁶⁰⁸ worden gezien als een voorbode van de efficiëntie van Pareto.⁶⁰⁹ Gedistribueerde grootboektechnologieën kunnen de bestaande regelgeving ten minste gedeeltelijk vervangen door technologie om marktfalen te voorkomen. *"Positief is dat de concurrentie van Fintechs met universele banken leidt tot lagere prijzen, verbeterde producten of een toename van het aanbod. Het feit dat op langere termijn een aanzienlijk deel van de winst van de gestandaardiseerde bankactiviteiten waarschijnlijk door Fintechs zal worden overgenomen, is ook uit het oogpunt van het mededingingsrecht onschadelijk".*⁶¹⁰

⁶⁰⁸ Macro-economisch gezien zouden dergelijke markten geen of ten minste minder regelgeving nodig hebben om de efficiëntie van Pareto te bereiken. Ook kan een asymmetrische verspreiding van informatie als gevolg van een principaal-agentenconflict beter worden bestreden door de technisch gegeven publiciteit en transparantie van de technologie dan door regelgeving. In de economie is asymmetrische informatiedistributie een van de vier markttekortkomingen, naast externaliteiten, marktmacht - monopolie/monopson en collectieve goederen. Regelgeving is bedoeld om marktfalen te voorkomen en tegen te gaan, maar het is een onafhankelijke kostenfactor, waardoor een perfecte efficiëntie niet wordt bereikt. Deze situatie zou kunnen worden benaderd door middel van blokketentechnologie. Zie in dit verband ook het monitoringprobleem en de agentschapskosten, *Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Bestuursgedrag, organisatiekosten en eigendomsstructuur*, p. 45 e.v.

⁶⁰⁹ Zie BuA 2019/54, p. 80 f. met betrekking tot het vermijden van overregulering.

⁶¹⁰ Müller, *Europarechtliche Aspekte von Fintechs*, in *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, blz. 83 (blz. 92); vanuit het oogpunt van het mededingingsrecht mag niet worden vergeten dat het mededingingsrecht geen bescherming van de mededinging biedt.

324

Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass die Kryptomärkte bislang wirtschaftlich betrachtet ineffiziente Märkte sind, welche Arbitrage-Handel und auch Marktmanipulation ermöglichen; hierzu ein Auszug: *"Door de blokkades van Bitcoin en Tether in kaart te brengen, zijn we in staat om vast te stellen dat entiteiten die verbonden zijn aan de Bitfinex-ruil Tether gebruiken om Bitcoin te kopen wanneer de prijzen dalen. Dergelijke prijsondersteunende activiteiten zijn succesvol, omdat de Bitcoin-prijzen stijgen na de interventieperiodes. Deze effecten zijn alleen aanwezig na negatieve rendementen en perioden na het drukken van Tether. Inderdaad, zelfs minder dan 1% van de extreme uitwisseling van tether voor Bitcoin heeft aanzienlijke totale prijseffecten. In het algemeen geven onze bevindingen aanzienlijke steun aan het standpunt dat prijsmanipulatie de oorzaak kan zijn van aanzienlijke verstorende effecten in cryptokringen. Deze bevindingen suggereren dat extern toezicht en controle op de kapitaalmarkt noodzakelijk kan zijn om een markt te verkrijgen die werkelijk vrij is. Meer in het algemeen ondersteunen onze bevindingen het historische verhaal dat dubieuze activiteiten niet alleen een bijproduct zijn van prijsstijgingen, maar in belangrijke mate kunnen bijdragen tot prijsverstoringen en een verkeerde allocatie van kapitaal".*⁶¹¹

325

Het algemene verbod op de handel in crypto-valuta's zou echter in strijd zijn met de grondrechten in de EU en de EER, overeenkomstig de vrijheid van ondernemerschap in artikel 16 van het Handvest van de grondrechten (GRC), de vrijheid van eigendom overeenkomstig artikel 17 GRC en het gelijkheidsbeginsel in artikel 20 GRC, dat aanspraak maakt op concurrentie en technologie-neutraliteit. Individuele beper-

⁶¹¹ Griffin/Shams, Is Bitcoin echt ongebonden?, 13.06.2018, S 33, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

kingen zouden echter in beginsel toelaatbaar zijn indien deze gerechtvaardigd zijn (bijvoorbeeld om redenen van consumentenbescherming, waarvoor de bepalingen inzake beleggersbescherming van MiFID II ook analoog kunnen worden toegepast met betrekking tot financiële instrumenten).⁶¹² De beoordeling van de Weegschaal in het licht van het mededingingsrecht, rekening houdend met het verbod op misbruik in artikel 102 VWEU, lijkt echter problematischer. Een dergelijk misbruik van een machtspositie op de interne markt kan met name worden gezien in het feit dat een machtspositie van Facebook op het gebied van sociale media wordt gebruikt om een even grote machtspositie te verwerven op het gebied van betalingsdiensten (monopolisering van gegevens).

2.5 DEX als handelsplatform en andere beleggingsdiensten

Een decentrale beurs (DEX) is een decentrale handelsplaats op basis van gedistribueerde grootboek of blokketentechnologie. Het ontwerp van de software varieert, maar in de meeste gevallen is een matchmakingssysteem rechtstreeks geïntegreerd in het gedecentraliseerde netwerk en dergelijke softwaresystemen voorzien regelmatig in mechanismen voor het sluiten en uitvoeren van contracten met betrekking tot penningen of de rechten die door penningen worden vertegenwoordigd. Bekende praktijkvoorbeelden voor decentrale handelsplaatsen 326

⁶¹² Wat de Weegschaal betreft, zie ook de opmerkingen over het e-geldregime in toelichting 396.

zijn EtherDelta⁶¹³, IDEX⁶¹⁴, Token Store⁶¹⁵, OasisDex⁶¹⁶ of de Stellar DEX⁶¹⁷. Op deze systemen kunnen gedecentraliseerde, d.w.z. peer-to-peer (P2P) penningen, die soms financiële instrumenten vertegenwoordigen, worden verhandeld. Kenmerkend voor deze systemen is dat zowel het orderboek inclusief bewaring, matching als afwikkeling op de keten worden uitgevoerd - soms met behulp van Slimme Contracten.⁶¹⁸

- 327 Met betrekking tot de criteria die in hoofdstuk 2.4 zijn uitgewerkt en met name in hoofdstuk 2.4.6 zijn samengevat, is dus in principe voldaan aan het onderdeel van het systeem voor de handel in financiële instrumenten. Het technologische systeem van een DEX voldoet aan de eisen van een systeem om een reeks regels weer te geven volgens welke financiële instrumenten kunnen worden verhandeld. Een probleem is echter dat de handel op georganiseerde handelsplatformen onder de MiFID-regeling uitsluitend betrekking heeft op financiële instrumenten. Dit zou echter slechts een onjuiste implementatie op een DEX zijn

⁶¹³ <https://etherdelta.com/> geopend op 15 september 2019, 17:46.

⁶¹⁴ <https://idex.market/eth/idex> gebeld op 09/15/2019, 17:46.

⁶¹⁵ <https://token.store/eth/portfolio> gebeld op 09/15/2019, 17:46.

⁶¹⁶ <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI> opgeroepen op 15.09.2019, 17:46.; met het Oasis Protocol wordt de orderportefeuille op de keten gehouden en worden ook de matching en settlement op de keten uitgevoerd, vandaar dat dit Protocol volledig gedecentraliseerd is. Oasis is een gedecentraliseerd P2P-swapprotocol, dat openbaar is, zonder bewaarplicht, waarop orders met betrekking tot ERC-20-gebaseerde tokens worden uitgevoerd volgens de logica van toestemmingloze Smartcontracten.

⁶¹⁷ <https://stellarterm.com/> gebeld op 09/15/2019, 17:46.

⁶¹⁸ Uitzonderingen bevestigen de regel - EtherDelta voorziet bijvoorbeeld niet in matching. Bestelboek en matching worden bij IDEX buiten de keten gehouden of uitgevoerd.

en het bestaan van een gereguleerde markt kan nog niet worden uitgesloten, simpelweg omdat er zowel penningen op worden verhandeld die geen financiële instrumenten vertegenwoordigen als penningen die wel financiële instrumenten vertegenwoordigen. Als het regime van handelsplatformen van toepassing zou zijn op een DEX, zou dit betekenen dat alleen financiële instrumenten daar kunnen worden verhandeld.

Het tweede opkomende criterium van georganiseerde handelsplatformen, het verplichte bestaan van multilaterale systemen, zorgt echter al voor grote problemen. Dit is om twee redenen: Enerzijds heeft een DEX geen centrale tussenpersoon om het systeem te bedienen, maar is het technische systeem vrijwel zelfvoorzienend. Aan de andere kant is bilaterale handel op dergelijke systemen mogelijk, terwijl multilaterale handel niet noodzakelijkerwijs vereist is. Als een dergelijk multilateraal systeem echter wordt geïntegreerd, zal het in principe worden uitgevoerd door een technologische instantie van het systeem zelf. De uitvoering van de belangen van de partijen of het afsluiten van klantenorders door een set van regels is ook gebaseerd op een centrale tussenpersoon (klant of deelnemer), die echter niet beschikbaar is in een gedecentraliseerd netwerk of in een Slimme Overeenkomst van hetzelfde, als gevolg van het gebrek aan juridische subjectiviteit van deze laatste.⁶¹⁹ 328

⁶¹⁹ Opgemerkt dient te worden dat de beheerder van een software-interface (in de zin van een bulletinboard) op een DEX ook kan worden beschouwd als een risicovrije tussenpersoon die de belangen van derden met betrekking tot bepaalde penningen combineert. Er moet echter rekening worden gehouden met het feit dat er regelmatig veel meer sprake is van een zuiver informatieplatform, dat wordt geleverd door een technische dienstverlener, en dat de conclusie (en niet alleen de vervulling) buiten het systeem om plaatsvindt.

329 Opgemerkt moet worden dat bovenstaande opmerkingen over het algemeen op algemene wijze en zonder gedetailleerde technische discussie over specifieke gedecentraliseerde platforms worden gemaakt. Voor een concrete beoordeling moeten de afzonderlijke technische processen en procedures altijd worden geanalyseerd. De beknoptheid is echter dat een DEX geen gereguleerd handelsplatform of financiële marktplaats kan zijn. Dit is al te wijten aan het feit dat er een juridische entiteit ontbreekt die in staat is om te reguleren, vooral omdat de technologie zelf niet aan toezicht kan worden onderworpen. De interactie met een DEX door centrale entiteiten moet echter apart worden beoordeeld. In verband met penningen, die financiële instrumenten vertegenwoordigen, kunnen soms beleggingsdiensten worden verleend. Er moet dus een onderscheid worden gemaakt tussen een DEX als "back-end" en een interface naar de DEX als "front-end" (ook bulletin-board).

330 Een dergelijke interface in de zin van een API⁶²⁰ kan bijvoorbeeld worden gekenmerkt door het feit dat informatie over aan- en verkoopaanbiedingen van bepaalde penningen in een blokketen, die financiële instrumenten vertegenwoordigen, in grafisch voorbereide vorm toegankelijk wordt gemaakt, waarbij de basisinformatie direct op de blokketen kan worden bekeken, zelfs zonder een interface. Een dergelijke softwarebrug kan gericht zijn op het vergemakkelijken van de aankoop van informatie of de uitwisseling van informatie over aanbiedingen om te kopen en te verkopen van andere gebruikers van een blokketen, aangezien deze gegevens in een grafisch verwerkte vorm

⁶²⁰ Interface voor applicatieprogrammering.

worden gepresenteerd (informatieplatform, "bulletin board"). Een dergelijk informatieplatform zou de inspectie van en de communicatie over transactieaanbiedingen met betrekking tot bepaalde penningen in een blokketen vergemakkelijken. Afhankelijk van het ontwerp van de interface is het ook mogelijk dat nieuwe aanbiedingen om te kopen of te verkopen via een front-end platform op een blokketen worden vermeld. Bijgevolg zou een dergelijk softwareplatform gebruikers in staat stellen om aanbiedingen van andere gebruikers met betrekking tot bepaalde penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen en die momenteel in een blokketen worden uitgevoerd, op een vereenvoudigde en grafisch verwerkte manier te bekijken en te evalueren; bovendien zouden, door gebruik te maken van een dergelijke interface, aanbiedingen met betrekking tot gemerkte financiële instrumenten rechtstreeks in de blokketen kunnen worden gecreëerd.

Indien een dergelijk platform cliënten in staat stelt om financiële instrumenten te verhandelen door het voor front-end gebruikers gemakkelijker te maken om informatie over gemerkte financiële instrumenten te verkrijgen, die vervolgens kan worden gebruikt om het sluiten van een contract te initiëren, rijst de vraag of er een multilaterale handelsfaciliteit wordt geëxploiteerd of dat er een andere beleggingsdienst wordt verleend. Het hangt af van de vraag of het systeem is ontworpen om de belangen van de gebruikers van een dergelijke software front-end samen te brengen volgens bepaalde regels die vooraf zijn gedefinieerd. In de regel zal een dergelijk platform echter niet ontworpen zijn voor het uitvoeren van agentuurovereenkomsten of gematchte hoofdhandel. In plaats daarvan zullen dienstverleners die een softwarebrug naar een DEX aanbieden, optreden als technische informatiedienstverleners en dienstverleners (in de zin van "software as a service") voor personen 331

die geïnteresseerd zijn in het verhandelen van gemerkte financiële instrumenten door een softwareplatform met een prikbordfunctie of een prikbord⁶²¹ (d.w.z. een puur informatieplatform) aan te bieden.⁶²²

- 332 Indien een dergelijk platform alleen dient om belanghebbenden te identificeren met betrekking tot de aankoop of verkoop van gemerkte financiële instrumenten en niet de mogelijkheid biedt om een contract voor financiële instrumenten of andere inhoud op een dergelijk platform te sluiten en daarom geen verplichting heeft om een contract via het platform uit te voeren, kan er geen sprake zijn van een multilateraal handelsplatform zoals een MTF of OTF of een andere speler op de financiële markt zoals een SI.⁶²³ Indien een dergelijke software-interface

⁶²¹ In het ESMA-verslag 50-164-2430 van 12.7.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf, marge nr. 92, wordt in dit verband gesteld dat de nationale toezichthoudende autoriteiten dergelijke vergelijkingsplatforms of bulletin boards als fundamenteel ongereguleerd hebben geclassificeerd, waarbij een onderzoek per geval moet worden uitgevoerd om alle activiteiten waarvoor een vergunning nodig is te kunnen beoordelen, afhankelijk van de concrete omvang van de functies van dergelijke platforms.

⁶²² In de praktijk zijn er een groot aantal van dergelijke softwareplatforms, waarbij het niet altijd gemakkelijk is om in detail te begrijpen hoe ze werken of of er een interface naar een DEX beschikbaar is of een DEX zelf. Zie het project DSTOQ, dat gebruik maakt van de Stellar DEX - <https://dstoq.com/>; DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> en First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoin-spy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, allemaal opgeroepen op 15.09.2019, 17:57.

⁶²³ Ook andere beleggingsondernemingen zijn denkbaar; zie hoofdstuk II.2.4.4 In het geval van systematische en substantiële handel voor eigen rekening op een DEX met penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, moet

zodanig is ontworpen dat de gebruikers hun vrije keuze kunnen maken om een bepaald aanbod met betrekking tot gemerkte financiële instrumenten al dan niet te accepteren, of indien de gebruikers vrij zijn om te kiezen waar zij een eventueel gesloten contract uitvoeren of nakomen, levert de exploitant van een dergelijke software-interface op een DEX slechts een niet-gereguleerde technische dienst. Doorslaggevend hierbij is dat zowel de totstandkoming en onderhandeling van het contract als de uitvoering en uitvoering van het contract uiteindelijk van de software-side bridge⁶²⁴ naar een DEX worden uitgevoerd, waarop het mogelijk is om gemerkte financiële instrumenten te verhandelen.

Een dergelijke activiteit vormt geen situatie waarvoor een vergunning 333 overeenkomstig bijlage 2, sectie A, lid 1, lijnen 6 tot en met 9, in samenhang met artikel 15 van de bankwet vereist zou zijn, aangezien er geen MTF of OTF wordt geëxploiteerd en er geen plaatsing van Financiële Instrumenten plaatsvindt met of zonder een vaste overnameverplichting, mits een technische dienstverlener als exploitant van een interface met een DEX geen combinatie van overeenstemmende belangen

worden nagegaan of er een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling aanwezig is. Cf. voor de handelsdrempels voor de berekening of een dergelijke internaliser moet worden verondersteld <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>. Een OTC Market Maker zou ook kunnen optreden op een DEX. Er zij echter op gewezen dat bepaalde financiële instrumenten onderworpen zijn aan een handelsverplichting, zie hoofdstuk II.2.4, marginetabel 287.

⁶²⁴ Softwareplatform, -interface, -bridge, -frontend, informatieplatform, naamgevingsplatform, enz. worden hier synoniem gebruikt voor alle softwarematige programma's, die toegang geven tot een DEX, waarop van tijd tot tijd gemerkte financiële instrumenten kunnen worden verhandeld.

met betrekking tot gemerkte Financiële Instrumenten verstrekt en derhalve geen clearing of afwikkeling uitvoert, maar zowel de totstandkoming als de uitvoering vinden bilateraal plaats tussen koper en verkoper op een DEX en dus direct op een blokketen (of een Slimme Overeenkomst waarop de blokketen is gematcht) en daarom wordt alleen publiekelijk zichtbare informatie of gegevens uit de blokketen geëvalueerd of verwerkt. De platformexploitant voert ook geen plaatsings- of emissieactiviteiten uit, aangezien er geen verkoop van financiële instrumenten plaatsvindt. Dergelijke transacties zijn gebaseerd op de verkoop van financiële instrumenten op naam van een derde partij voor rekening van een derde partij in het kader van een plaatsingsovereenkomst zonder vaste verbintenis tot onderschrijving (plaatsingstransactie) of een emissie met een plaatsingsovereenkomst met⁶²⁵ vaste verbintenis tot onderschrijving (vaste verbintenis tot onderschrijving; overeenkomst om de uitgegeven financiële instrumenten in de eigen portefeuille over te nemen en dus het verkooprisico te nemen; emissietransactie). Een⁶²⁶ dergelijke interface zou echter in de eerste plaats

⁶²⁵ Een uitgifte is de uitgifte van financiële instrumenten aan een breed scala van ontvangers, terwijl een plaatsing gericht is op een beperkte groep van kopers met het oog op de verkoop van financiële instrumenten (ook onderhandse plaatsing), cf. *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, marginetotaal 33.

⁶²⁶ BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, laatstelijk gewijzigd op 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html; BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html. Zowel de plaatsing als de uitgifte vertegenwoordigen een vorm van loro-uitgifte, aangezien de financiële instrumenten op naam en voor rekening van een derde partij in het publiek worden geplaatst en niet op eigen naam worden verkocht, zoals het

kunnen worden gebruikt voor het aanvaarden en doorgeven van orders met betrekking tot een of meer financiële instrumenten (handelsmakelaardij overeenkomstig bijlage 2, afdeling A, lid 1, regel 1, van de bankwet).

2.5.1 Aankoopmakelaardij

Voor het verrichten van beleggingsdiensten met betrekking tot het ont-
vangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instru-
menten is het van essentieel belang dat een dienstverlener de belangen
van cliënten samenbrengt voor een toekomstige transactie, waarbij de
specifieke transactie na de fusie wordt uitgevoerd en gewoonlijk buiten
de beurs om.⁶²⁷

334

Het belangrijkste kenmerk van de afsluitende bemiddeling is de bemid-
deling van de mogelijkheid van een concrete en niet een zuiver
abstracte afsluiting van een transactie voor klanten.⁶²⁸ De bemiddeling
bij het sluiten van een transactie veronderstelt dus dat de tussenper-
soon concrete sleutelgegevens van een potentiële toekomstige transac-
tie doorgeeft aan zijn klanten aan de koper- en verkoperszijde en dat
zonder deze bemiddeling een transactie niet zou kunnen worden geslo-
ten.

335

Relevante diensten, die kunnen worden beschouwd als contractma-
kelaardij, worden verleend door de persoon die handelt in de zin van
een boodschapper en de intentieverklaring van een klant doorstuurt

336

geval is bij nostro-uitgiften. Zie ook *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e druk, § 1, kantnotitie 33 e.v.

⁶²⁷ *Zahradnik* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e editie, 2018, § 3 Rz 6.

⁶²⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Capital Market Law, 2e editie 2015, Rz 4/10.

met als doel de concrete mogelijkheid van een transactie met betrekking tot de aankoop of verkoop van financiële instrumenten mogelijk te maken door de naam van de klant te noemen. In dit verband moet het echter in ieder geval gaan om een dergelijke intentieverklaring van de klant, die wordt doorgegeven aan potentiële contractpartners en die een concrete afsluiting van een contract mogelijk maakt.⁶²⁹

- 337 Indien een software-interface op een DEX echter uitsluitend functioneert als een informatieplatform over bestaande acquisitie- of verkoopbelangen of aanbiedingen en indien de klant de mogelijkheid heeft om een contract te sluiten en een transactie uit te voeren zonder een dergelijk informatieplatform, is er geen sprake van een contractbemiddeling. De reden hiervoor is dat een eenvoudige (grafische) presentatie van openbare informatie met betrekking tot prijsaanbiedingen van gemerkte financiële instrumenten op een DEX het makkelijker kan maken om deze te bekijken, het informatieplatform is uiteindelijk maar geen *conditio sine qua non* voor de beschikbaarheid van concrete transactiegegevens en dus niet causaal voor de uitvoering en dus uiteindelijk voor de makelaardij van een concrete transactie, aangezien de aanbiedingsinformatie over gemerkte financiële instrumenten ook rechtstreeks op de blokketen of het DEX kan worden bekeken, wat rechtstreeks kan leiden tot het sluiten van de overeenkomst met inbegrip van de uitvoering.

⁶²⁹ BaFin, folder over beleggingsmakelaardij van 17 mei 2011, laatstelijk gewijzigd op 13 juli 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

Zoals reeds uiteengezet, omvat het aanvaarden en doorgeven van orders het samenbrengen van beleggers, wat het mogelijk maakt om transacties tussen hen te sluiten.⁶³⁰ Een fusie kan alleen plaatsvinden als de partijen bij de transactie elkaar anders - dus zonder fusie - niet zouden ontmoeten. In dit verband moet de dienst van de bemiddelingsdienst de causale voorwaarde vormen zonder welke het sluiten van de transactie niet zou hebben plaatsgevonden. Dit zou alleen het geval zijn als de transactieaanbiedingen uitsluitend via een software-interface naar een (op blokketen gebaseerde) DEX kunnen worden bekeken, maar niet via de blokketen zelf, zelfs als deze uiteindelijk daarop worden uitgevoerd. Als er echter, onafhankelijk van een dergelijk platform, in de blokketen toch al aanbiedingen op geautoriseerde financiële instrumenten zichtbaar zijn en als beleggers ook zonder een dergelijk platform rechtstreeks kunnen vergaderen en een transactie kunnen sluiten, is een dergelijk platform geen *conditio sine qua non* voor het samenbrengen van mogelijke zakenpartners en het sluiten van een transactie, met inbegrip van de uitvoering van de transactie. Bijgevolg zou er een zuiver informatieplatform bestaan, dat bepaalde informatie over gemerkte financiële instrumenten toegankelijk maakt in een blokketen, waarvoor geen vergunning vereist zou zijn op grond van artikel 15 juncto bijlage 2, afdeling A, lid 1, regel 1, van de Bankwet, te meer daar de loutere spiegeling van informatie of de presentatie van informatie die openbaar en algemeen toegankelijk en toch beschikbaar is, geen transactiemakelaardij vormt.

⁶³⁰ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e editie 2018, § 1 Rz 16 met verwijzing naar overweging 20 van MiFID I.

2.5.2 Portefeuillebeheer, beleggingsadvies en financiële analyse

339 Door het bedienen van een interface naar een DEX kunnen mogelijk verdere activiteiten worden gerealiseerd die relevant zijn onder het financiële marktrecht. Zo rijst de vraag of (individueel) vermogensbeheer, beleggingsadvies of nevendiensten zoals effecten en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen met betrekking tot (gemerkte) financiële instrumenten, die dienen ter ondersteuning van klanten, hiermee kunnen worden gerealiseerd.

340 Portefeuillebeheer is *het beheer van portefeuilles op individuele cliëntbasis met discretionaire bevoegdheden op grond van een mandaat van de cliënt, mits deze portefeuilles één of meer financiële instrumenten bevatten*.⁶³¹ Onder beheer wordt verstaan het continu investeren en monitoren van activa. Dit suggereert een zekere duurzaamheid op de tijdlijn. Het beheer van de beleggingen op individuele basis scheidt het portefeuillebeheer van het collectieve portefeuillebeheer of het vermogensbeheer (fondsen). Een ander kenmerk van vermogensbeheer is dat de volmacht van de cliënt noodzakelijkerwijs ook discretie in het beheer van het vermogen vereist, waardoor de lijn wordt getrokken naar niet-discretionaire uitvoering van orders voor cliënten. In⁶³² dit verband moet worden opgemerkt dat individuele instructies of beleggingsrichtlijnen niet nadelig zijn voor het portefeuillebeheer.⁶³³

341

⁶³¹ Artikel 4, lid 1, punt 2, VVG.

⁶³² Bijlage 2 Afdeling A, lid 1, nr. 2 van de Bankwet.

⁶³³ *Seggermann in Brandl/Saria*, 2e druk, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

Indien een softwareplatform slechts een technisch verwerkte toegang tot een reeds openbaar gedecentraliseerd netwerk tot stand brengt, omvat dit niet het (individuele) portefeuillebeheer overeenkomstig bijlage 2, afdeling A, paragraaf 1, punt 4, van de Bankwet.

Beleggingsadvies is "*het verstrekken van persoonlijke aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek, hetzij op initiatief van een vermogensbeheerder, met betrekking tot een of meer transacties in financiële instrumenten*".⁶³⁴ 342

Beleggingsadvies is onderverdeeld in de twee actieradius van advies over specifieke financiële instrumenten en vermogensstructurering door middel van advies met betrekking tot een specifieke portefeuille. Het beleggingsadvies heeft dan ook betrekking op alle informatie en beoordelingen en op verwachtingen ten aanzien van financiële instrumenten, maar ook op advies over specifieke handelstransacties ter bevordering van een portefeuille. Beleggingsadvies vereist een geïndividualiseerd, persoonlijk advies. Algemene informatie over financiële instrumenten of algemene marktverwachtingen kwalificeren over het algemeen niet als beleggingsadvies, aangezien bij het verstrekken van beleggingsadvies altijd rekening moet worden gehouden met de persoonlijke situatie van een belegger. In dit verband verwijst het beleggingsadvies naar bepaalde financiële instrumenten of bepaalde handelstransacties, die op passende wijze moeten worden afgestemd op de respectieve situatie van een cliënt, waarbij het beleggingsadvies duidt op individualisering. Anders kan er een beleggingsaanbeveling bestaan, die een nevendienst vormt.⁶³⁵ 343

⁶³⁴ Artikel 4, lid 1, punt 3, VVG.

⁶³⁵ Seggermann in Brandl/Saria, 2e druk, 2018, § 1 Rz 28 e.v.

- 344 Met betrekking tot een interface op een DEX zal, afhankelijk van de specifieke opzet, het beleggingsadvies regelmatig mislukken door individualisering, aangezien alleen algemene informatie die voor het publiek toegankelijk is, wordt weergegeven op verschillende soorten gemerkte financiële instrumenten, wat de toepasselijkheid van Bijlage 2 Sectie A paragraaf 1 punt 5 van de Bankwet uitsluit.⁶³⁶
- 345 Naast deze opmerkingen over beleggingsadvies moet de nevendienst van de beleggingsaanbeveling met betrekking tot transacties met financiële instrumenten of effecten en financiële analyse overeenkomstig bijlage 2, afdeling B, nr. 5, van de Bankwet nader worden onderzocht.⁶³⁷
- 346 In Oostenrijk is de definitie van investeringsaanbevelingen aangevuld met de termen "productie", "verspreiding" of "overbrenging". Dit is echter slechts een taalkundige specificatie van de inhoud van de standaard om duidelijk te maken dat het voorkomt dat elke vorm van communicatie met betrekking tot financiële instrumenten een beleggingsaanbeveling in de zin van een nevendienst vormt.⁶³⁸
- 347 Het opstellen van een beleggingsaanbeveling betekent dat deze is uitgewerkt of in belangrijke mate is aangepast. Verspreiding heeft betrekking op de voorgenomen of feitelijke verstrekking van een beleggingsaanbeveling aan een aantal personen die onder de openbare definitie vallen. Het laatste van de drie criteria, de verspreiding, heeft

⁶³⁶ Volgens overweging 79 van Richtlijn 2006/73/EG (MiFID-DRL) wordt advies over financiële instrumenten in kranten, tijdschriften, tijdschriften of andere media die een breed publiek bereiken, zoals internet, televisie of radio, niet beschouwd als een gepersonaliseerde aanbeveling zoals vereist door het beleggingsadvies, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

⁶³⁷ Artikel 3, lid 1, onder b), punt 1, VVG.

⁶³⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e druk § 1 Rz 49.

betrekking op elke vorm van communicatie waarbij informatie van derden ter beschikking wordt gesteld aan een derde partij.⁶³⁹

Ook hier zullen alle drie de criteria moeten worden uitgesloten voor een interface naar een DEX, waarop gemerkte financiële instrumenten kunnen worden verhandeld, afhankelijk van het concrete ontwerp. De totstandkoming dient te worden ontkend, aangezien een aanbod reeds op de DEX zelf is genoteerd en een beeld van deze aanbiedingsinformatie op zich niet kan leiden tot de totstandkoming van een beleggingsaanbeveling zonder verdere inhoudelijke wijzigingen of een concrete aanbeveling. Als er geen beleggingsadvies beschikbaar is, kan het helemaal niet worden verspreid of doorgegeven, hoewel dit in ieder geval niet mogelijk is met informatie die op zich al openbaar is. In dit verband zal ook een beleggingsaanbeveling op grond van bijlage 2, afdeling B, nr. 5, van de Bankwet regelmatig worden uitgesloten. 348

2.5.3 Conclusie Frontend en Backend van een DEX, Market Making en SI

Een DEX is een decentraal handelsplatform waarop de orders met betrekking tot tokenized financiële instrumenten in de blokketen worden geplaatst, afgesloten en uitgevoerd. Het orderboek inclusief bewaring, matching en afwikkeling wordt regelmatig on-chain uitgevoerd - meestal volledig geautomatiseerd door middel van Slimme Contracten. 349

Op basis hiervan is een DEX een systeem voor de handel met financiële instrumenten en biedt het een concrete set van regels volgens welke de gemerkte financiële instrumenten kunnen worden verhandeld. Een 350

⁶³⁹ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2e druk § 1 Rz 49.

DEX mag echter niet worden geassocieerd als een georganiseerd handelsplatform zoals een MTF of OTF, aangezien het decentrale karakter van een dergelijk handelsplatform betekent dat er geen juridische entiteit is die in staat is om te reguleren, dat wil zeggen een exploitant. Bovendien is er vaak alleen sprake van bilaterale en niet van multilaterale handel op een DEX; de anders risicovrije tussenpersoon wordt vervangen door een technologische entiteit. Een DEX is dus niet te beschouwen als een vergunningsplichtig handelsplatform.

- 351 Hoewel zo'n DEX technisch gezien de backend vertegenwoordigt, zijn er ook software-interfaces of interfaces die een frontend naar een DEX vertegenwoordigen en toegang tot informatie van een DEX mogelijk maken. Doorgaans stelt een dergelijke interface de gebruiker in staat om publiekelijk beschikbare informatie over penningen en bestellingen op een DEX in grafische vorm te bekijken. Deze interfaces worden vaak ook wel bulletinboards of prikborden genoemd en vertegenwoordigen een informatiesysteem, dat een niet-gereguleerde technische dienst kan vormen, zelfs als de penningen die de financiële instrumenten vertegenwoordigen op de DEX worden verhandeld. Het is van essentieel belang dat de sluiting en de uitvoering van het contract rechtstreeks op het DEX worden gedaan en niet op de interface.⁶⁴⁰

⁶⁴⁰ Indien een software-interface alleen het bekijken en doorgeven van transactieaanbiedingen via specifieke tokens in een blokken mogelijk maakt, wordt er volgens het Liechtensteinse recht geen activiteit uitgevoerd waarvoor een vergunning vereist is; dit geldt ook niet als er via een dergelijke interface rechtstreeks nieuwe koop- of verkooporders in de blokken kunnen worden geplaatst - op voorwaarde dat de exploitant van een dergelijk informatieplatform niet betrokken is bij de matching, clearing en afwikkeling van de matching-koop- of verkoopintenties. De werking van een systeem dat niet bedoeld

De vraag rijst echter in het bijzonder of de exploitant van een dergelijke interface een transactiemakelaardij uitvoert met betrekking tot gemerkte financiële instrumenten. Indien een informatieplatform echter zodanig is ontworpen dat alleen een grafische verwerking van publiek toegankelijke informatie met betrekking tot penningen en orders via penningen⁶⁴¹ die financiële instrumenten vertegenwoordigen wordt uitgevoerd, is een dergelijke front-end geen conditio sine qua non voor het beschikbaar stellen van concrete transactiegegevens; op basis van de publiek toegankelijke informatie is een conclusie ook mogelijk zonder een dergelijk informatiesysteem en worden er geen concrete transacties bemiddeld. 352

2.5.4 TVTG en DEX

In het Belgisch Staatsblad van 2019/54 op de TVTG worden de gedecentraliseerde uitwisselingen (DEX) vermeld in verband met de wijzigingen van de DDA.⁶⁴² Het relevante artikel 2, lid 1, zquater SPG, zoals gewijzigd in 2019/54 en zter, zoals gewijzigd in 2019/93, heeft betrekking op exploitanten van handelsplatformen voor virtuele valuta's en 353

is om de belangen van de gebruikers volgens specifieke en vooraf vastgestelde regels samen te brengen, maar dat slechts is opgevat als een technische informatie- en dienstenverstrekker voor personen die geïnteresseerd zijn in de handel in financiële instrumenten - d.w.z. als een zuivere informatie-interface - en de interface maakt het dus alleen mogelijk om personen die geïnteresseerd zijn in het kopen of verkopen van financiële instrumenten te benoemen, is niet gereguleerd in het kader van de wetgeving inzake de financiële markten.

⁶⁴¹ Meestal bieden interface-operators ook de mogelijkheid voor een gebruiker om direct op de DEX nieuwe orders aan te maken.

⁶⁴² BuA 2019/54, p 305.

penningen in het kader van het TVTG. Het is niet expliciet van toepassing op exploitanten van interfaces die het gebruik van een DEX voor technische leken vergemakkelijken door informatie over bepaalde penningen en aanbiedingen met betrekking tot dergelijke penningen grafisch weer te geven op een website (bulletinboards). Het lijkt geen twijfel dat deze bepaling in de DDA bedoeld is als een "catch-all"-bepaling. De juridische gevolgen in de praktijk zijn nog niet duidelijk, maar deze bepaling lijkt een dode letter te zijn, nog voordat de TVTG in werking is getreden.

354 Het blijft namelijk onduidelijk welke feiten uiteindelijk moeten worden gedekt. De uitwisseling van wettig betaalmiddel tegen penningen, evenals de uitwisseling van penningen tegen andere penningen, wordt al gedekt door de VT-uitwisselingsdienstverlener overeenkomstig artikel 2, lid 1, onder r), van de TVTG.⁶⁴³ Het Bulletinboard valt uitdrukkelijk niet onder de bepaling van Art 2 Para. 1 lit zquater SPG zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 of lit zter zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, maar kan wel vallen onder de rol van de VT-tariefdienstverlener op grond van Art 2 Para. 1 lit t TVTG zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 of Art 2 Para. 1 lit s TVTG zoals gewijzigd bij BuA 2019/93.

355 De VT prijsdienstverlener publiceert actuele geaggregeerde prijsinformatie van penningen. De overheid verwijst naar een platformexploitant waarvan het platform functioneert als een prikbord, en stelt dat zij soms gebruik moeten maken van VT prijsdienstverleners of VT ruildienstverleners.⁶⁴⁴ De aanbieders van VT-tariefdiensten zijn dus deels

⁶⁴³ IdF BuA 2019/54.

⁶⁴⁴ BuA 2019/54, p 162.

vergelijkbaar met de gegevensverstrekkingdiensten in het kader van MiFID II en MiFIR.⁶⁴⁵ Een bulletinboard of prikbord dat toegang heeft tot een DEX hoeft echter niet per se geregistreerd te zijn als een VT prijsdienstverlener. Een dergelijk bulletinboard of bulletinboard biedt gebruikers van VT-systemen geaggregeerde prijsinformatie, d.w.z. de gemiddelde verkoop- of aankoop prijs *van "de op een VT-systeem gesloten transacties met betrekking tot penningen" op basis van*⁶⁴⁶ aanbiedingen om te kopen en te verkopen of gesloten transacties.

Een bulletinboard geeft echter voornamelijk informatie uit de blokken 356
weer met betrekking tot specifieke penningen en specifieke orders en bevat geen geaggregeerde prijsinformatie in de zin van de gemiddelde prijzen van transacties die op een VT-systeem zijn afgesloten. Als alleen informatie over specifieke aanbiedingen van een DEX wordt weergegeven, wordt geen gemiddelde prijs en dus ook geen geaggregeerde prijsinformatie verstrekt. Het spreekt voor zich dat een exploitant van een prikbord ook vrij is om dergelijke diensten aan te bieden en dus een dergelijke dienst bij de FMA zou moeten registreren als een VT prijsdienstverlener.⁶⁴⁷

Terugkomend op de exploitanten van een handelsplatform voor virtuele valuta of penningen overeenkomstig artikel 2, lid 1, zquater SPG, 357
zoals gewijzigd bij SPG 2019/54, of zter, zoals gewijzigd bij SPG 2019/93, moet worden opgemerkt dat zelfs als deze exploitant de penningen niet tegen zijn eigen boek wijzigt, maar ze bij derden aanschaft,

⁶⁴⁵ Zie hoofdstuk II.2.5.6

⁶⁴⁶ BuA 2019/54, p 162.

⁶⁴⁷ Art 2 lid 1 lit k en lit t in verband met Art 11 lid 1 en Art 12 lid 1 in verband met Art 23 TVTG zoals gewijzigd door BuA 2019/54.

bijvoorbeeld in opdracht, een dergelijke situatie door de VT-sleutelbewaarder of VT-sleutelbewaarder wordt⁶⁴⁸ geregistreerd, aangezien een dergelijke acteur het penning of de VT-sleutel bij de uitvoering van de desbetreffende transactie noodzakelijkerwijs gedurende ten minste één juridische seconde⁶⁴⁹ in zijn bezit zal hebben. Het zijn echter juist deze bedrijfssectoren die volgens het verslag en het voorstel onder artikel 2, lid 1, zquater DDA, zoals gewijzigd bij DDA 2019/54 en zter, zoals gewijzigd bij DDA 2019/93, moeten vallen. Dit lijkt overbodig, aangezien VT-dienstverleners die onderworpen zijn aan registratie, die precies betrekking hebben op dergelijke bedrijfsmodellen zoals hierboven beschreven, onderworpen zijn aan een due diligence-onderzoek overeenkomstig artikel 2, lid 1, onder l) en n), van r TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54, of onder k) en m), van q TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93.⁶⁵⁰ Welke andere activiteit zou kunnen worden bedoeld is zelfs in het licht van de dag niet duidelijk, aangezien ook wordt gesteld dat de activiteit van een handelsplatformbeheerder voor virtuele valuta of penningen verder moet gaan dan een loutere makelaarsactiviteit zonder enige betrokkenheid bij de betalingsstromen.⁶⁵¹

⁶⁴⁸ Art 2 lid 1 lit. n en o TVTG zoals gewijzigd door BuA 2019/54.

⁶⁴⁹ Zie de opmerkingen over crypto-beurzen in het kader van de VT-wisseldienstverlener in BuA 2019/54, blz. 158 e.v., met name blz. 160, laatste alinea.

⁶⁵⁰ Met andere woorden, VT-tokenbewaarders, VT-sleutelbewaarders en VT-uitwisselingsdienstverleners (zie artikel 3, lid 1, r DDA, zoals gewijzigd in 2019/93).

⁶⁵¹ Ook de uitspraken in BuA 2019/54 S 304 over de toekenning van een Slimme Overeenkomst aan de beheerder van het handelsplatform zijn niet overtuigend, omdat dit regelmatig geen technische controle of invloed heeft op de

2.5.5 Conclusie Bulletin Board en DEX als VT prijsdienstverlener?

De overheid stelt in BuA 2019/54 op pagina 160 dat exploitanten van interfaces of informatiesystemen die toegang hebben tot een DEX en die informatie over penningen of bestellingen die daarop staan vermeld in verwerkte vorm presenteren, geaggregeerde prijsinformatie verstrekken. Hoewel dit het geval kan zijn, is het niet verplicht. Een exploitant van een dergelijk bulletinboard, dat openbare informatie van een DEX verkrijgt en weergeeft, verstrekt informatie uit de blokketen met betrekking tot specifieke penningen en specifieke opdrachten die bilateraal kunnen worden afgesloten. Deze procedure vormt geen geaggregeerde prijsinformatie in de zin van gemiddelde prijzen van transacties die op een VT-systeem zijn gesloten, maar geeft concrete prijzen weer van concrete koop- of verkoopaanbiedingen. Indien echter niet alleen (prijs)informatie over specifieke aanbiedingen grafisch wordt verwerkt op een DEX, maar ook de gemiddelde prijzen daadwerkelijk worden weergegeven, kan er een VT dienstverlener beschikbaar zijn, die bij de FMA moet worden geregistreerd.

358

De SPG, zoals gewijzigd door BuA 2019/54, heeft betrekking op exploitanten van handelsplatformen voor virtuele valuta of penningen in overeenstemming met de TVTG als personen die onderworpen zijn aan een due diligence-onderzoek. Ook al is dit alleen maar te zien als een 'catch-all', het blijft onduidelijk welke rollen daaronder vallen. Personen die handelsplatformen exploiteren waar het mogelijk is om virtuele

359

transactieverwerking, omdat een Slimme Overeenkomst een autonome structuur in een decentrale blokketen vertegenwoordigt, die door iedereen kan worden gecontroleerd.

valuta's in te wisselen voor wettig betaalmiddel, andere virtuele valuta's of penningen moeten worden gedekt. De ruilactiviteit tegen hun eigen boek valt al onder de activiteit van een VT-uitwisselingsdienstverlener. Indien penningen worden gekocht of verkocht in het kader van een volmachtovereenkomst, verklaart de overheid zelf dat wettelijk wordt aangenomen dat penningen of particuliere sleutels gedurende ten minste één wettelijke seconde door de opdrachtnemer worden bewaard of beheerd,⁶⁵² waardoor deze activiteit onder het VT-muntenbewaarbedrijf of VT-sleutelbewaarbedrijf valt. Hierdoor lijkt er weinig ruimte te zijn voor de exploitant van handelsplatformen voor virtuele valuta of penningen. De terminologie "handelsplatform" suggereert multilateraal geconcipeerde transacties, maar de wet bepaalt dat de activiteit *"verder moet gaan dan een louter intermediaire activiteit zonder betrokkenheid bij de betalingsstromen"*. Indien⁶⁵³ er echter sprake is van gematchte hoofdhandel, handelt de exploitant van een dergelijk platform enerzijds tegen zijn eigen boek en voert anderzijds de orders van klanten uit. Ook in dit geval wordt ervoor gezorgd dat slechts één VT-dienstverlener dergelijke transacties kan uitvoeren. Het praktische belang van deze bepaling in de DDA lijkt in dit opzicht beheersbaar.

2.5.6 Gegevensverstrekking en bulletinboards

360 Naast beleggingsondernemingen en gereguleerde markten voorziet MiFID II ook in diensten op het gebied van gegevensverstrekking⁶⁵⁴

⁶⁵² BuA 2019/54, p 160.

⁶⁵³ Art 2 lid 1 lit. z quater SPG zoals gewijzigd door BuA 2019/54.

⁶⁵⁴ De kosten voor het verlenen van een vergunning voor een gegevensverstrekkingdienst bij de FMA bedragen 30.000,00 CHF (bijlage 1, deel A, nr. 1, punt

die aan het rapporterende segment (aanbieders van datarapporteringsdiensten) moeten worden toegewezen.⁶⁵⁵ In het kader van MiFID II zijn er goedgekeurde publicatiesystemen⁶⁵⁶, aanbieders van geconsolideerde gegevenskenmerken⁶⁵⁷ en goedgekeurde rapporteringsmechanismen.⁶⁵⁸ Deze diensten op het gebied van gegevensverstrekking maken in principe een onderscheid tussen Transactierapportage en Handelsrapportage. Bij het melden van transacties wordt informatie over transacties met financiële instrumenten aan de nationale toezicht houdende autoriteit doorgegeven om markttoezicht mogelijk te maken en om onregelmatigheden of opvallende handel in een vroeg stadium op te sporen.⁶⁵⁹ Trade Reporting daarentegen publiceert informatie over effectentransacties en stelt deze dus ter beschikking van andere marktdeelnemers.⁶⁶⁰ Dit is bedoeld om een asymmetrische verspreiding van informatie tegen te gaan en het ook mogelijk te maken om het beste handelsplatform te vinden voor de uitvoering van orders.

q, van de FMA). De jaarlijkse toezichtvergoeding bedraagt ten minste 20.000,00 CHF en ten hoogste 150.000,00 CHF (bijlage 2, titel I, afdeling I, van de FMA).

⁶⁵⁵ Artikel 4, lid 1, nr. 63 MiFID II; artikel 3a, lid 1, Z 46 tot en met 49 van de bankwet.

⁶⁵⁶ Goedgekeurde publicatieregeling of APA; Art 4 Abs 1 Nr 52 MiFID II.

⁶⁵⁷ Geconsolideerde transactiemeldingsregeling of CTP; artikel 4, lid 1, nr. 53 MiFID II. Als men de Engelse versie vergelijkt met de Duitse versie van MiFID II, valt op dat er een vertaalfout in de aangehaalde bepaling staat. De APA's (goedgekeurde publicatiesystemen) zijn hier verkeerd vertaald als "APS".

⁶⁵⁸ Goedgekeurd rapporteringsmechanisme of ARM; Art 4 Abs 1 Nr 54 MiFID II.

⁶⁵⁹ Melding van gegevens over transacties aan de bevoegde autoriteiten (rapporteringsaspect).

⁶⁶⁰ Publicatie van commerciële informatie (publiciteitsaspect).

361 De vergunningsprocedure is dezelfde voor alle gegevensverstrekkingdiensten.⁶⁶¹ Een APA is verplicht voor beleggingsondernemingen en beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling die voor eigen rekening of voor rekening van cliënten transacties uitvoeren in financiële instrumenten die op handelsplatforms worden verhandeld. Op grond van de artikelen 20 en 21 van de MiFIR is het verplicht het volume, de prijs en het tijdstip van het sluiten van transacties in bepaalde financiële instrumenten in het kader van de handelstransparantie te publiceren. Een softwareleverancier die een interface biedt naar een DEX waarop ook effectenmunten worden verhandeld, publiceert wel handelsinformatie met betrekking tot financiële instrumenten, maar niet van banken, beleggingsondernemingen of vermogensbeheerders, mits deze informatie door de blokketen wordt verwerkt en weergegeven. Dit zou hooguit denkbaar zijn als er een systematische internaliser op een DEX verschijnt. In een dergelijk geval zou de internalisator er echter voor moeten zorgen dat hij een verbinding heeft met een geautoriseerde APA.

362 Om deze reden is een operator van een interface naar een DEX⁶⁶² ook geen CTP, aangezien dergelijke gegevens worden geconsolideerd in een live-datastream, via welke koers- en handelsgegevensvolumes van een financieel instrument kunnen worden opgevraagd. De handelsinformatie heeft echter uitsluitend betrekking op gegevens over specifieke financiële instrumenten op gereguleerde markten, MTF's, OTF's en goedgekeurde publicatiesystemen.⁶⁶³ Een gedecentraliseerde

⁶⁶¹ Art 59 e.v. MiFID II.

⁶⁶² Zie hoofdstuk II.2.5 prikborden of een op software gebaseerd prikbord.

⁶⁶³ In artikel 4, lid 1, nr. 53 MiFID II verkeerd vertaald als "SAP".

beurs, waarop soms penningen voor financiële instrumenten worden verhandeld, is niet zo'n handelsplaats of gegevensverstrekkingdienst. Daarom is de bepaling op de CTP ook niet relevant voor een dergelijk bulletinboard of informatieplatform dat toegang heeft tot een op een blokketen gebaseerde DEX.

Een dergelijke dienstverlener van een interface met een DEX hoeft niet te rapporteren aan de nationale toezichhoudende autoriteit of de ESMA en kan dus geen ARM vormen. 363

2.6 Prospectus overwegingen

De Liechtensteinse Wet op het effectenprospectus (WPPG) heeft tegen 21.07.2019 de Prospectusrichtlijn⁶⁶⁴ betreffende de opstelling van een effectenprospectus voor de openbare aanbidding van effecten⁶⁶⁵ of voor de toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt in nationaal recht omgezet.⁶⁶⁶⁶⁶⁷ Sinds 21.07.2019 is de Prospectusverordening⁶⁶⁸ ook rechtstreeks van toepassing in de EER en dus voor Liechtenstein in zijn geheel en vervangt deze de Prospectusrichtlijn.⁶⁶⁹ 364

⁶⁶⁴ Richtlijn 2003/71/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

⁶⁶⁵ De term "effecten" verwijst met name naar effecten en dus naar de financiële instrumenten overeenkomstig bijlage 2, afdeling C, van de Bankwet; zie artikel 3, lid 1, onder a), van de WPPG, LGBl 2007, 196.

⁶⁶⁶ LGBl 2007.196; ten onrechte en waarschijnlijk op basis van een redactionele fout, verwijst Art 1a (2) lit b BankV nog steeds naar de WPPG in plaats van de Prospectusverordening 2017/1129 en de EER WPPDG.

⁶⁶⁷ Artikel 2, lid 1 WPPG, LGBl 2007.196.

⁶⁶⁸ Verordening 2017/1129, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

⁶⁶⁹ Besluit van het Gemengd Comité van de EER/het Gemengd Comité van de EER (JCD) 84/2019 van 29.3.2019; zie BuA 2019/36, blz. 6; neem ook nota van de

De implementatie vond plaats in de EER Securities Prospectus Implementing Act.⁶⁷⁰ Naast het vergemakkelijken van het opstellen van prospectussen ligt de nadruk in de verordening op de uitzonderingen op het opstellen van een prospectus. Voor emissies met een totaal equivalent van minder dan 1 miljoen EUR binnen een periode van twaalf maanden mag in geen enkele EU- of EER-staat een prospectus worden verlangd. Liechtenstein maakt gebruik van de door de verordening geboden mogelijkheid en stelt de nationale drempel waaronder geen prospectus vereist is, vast op 8 miljoen EUR binnen een periode van twaalf maanden.⁶⁷¹

2.6.1 Definitie van effecten en openbare aanbidding

365 Overeenkomstig artikel 1, lid 1, juncto artikel 3, lid 1, van de Prospectusverordening moet een effectenprospectus worden opgesteld voor de openbare aanbidding van effecten en de toelating ervan tot de handel op een gereguleerde markt in de EU of de EER. Volgens artikel 2 van de Prospectusverordening zijn effecten in deze zin verhandelbare

twee gedelegeerde verordeningen betreffende de Prospectusverordening EU/2019/979, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj en EU/2019/980, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

⁶⁷⁰ EER-SPA, LGBl 2019.159.

⁶⁷¹ BuA 2019/36, blz. 8; artikel 3, onder b), van de EER-SPA.

effecten in de zin van artikel 4, lid 1, nr. 44 van de MiFID II.⁶⁷² De Liechtensteinse SESTA en de Prospectusverordening, evenals de vroegere Oostenrijkse CMM⁶⁷³ en de CMM 2019, hebben⁶⁷⁴ geen betrekking op uitnodigingen tot het indienen van offertes (invitatio ad offerendum).⁶⁷⁵

Met het oog op de bescherming van de beleggers moet het begrip "effect" ruim worden geïnterpreteerd. Het⁶⁷⁶ is van essentieel belang dat 366

⁶⁷² Met uitzondering van betalings- of geldmarktinstrumenten uit hoofde van artikel 4, lid 1, nr. 17 MiFID II met een looptijd van minder dan 12 maanden. Zie de financiële instrumenten in bijlage 2, afdeling C, nr. 1, van de BankG.

⁶⁷³ § 1 lid 1 nr. 1 KMG BGBl. nr. 625/1991 zoals gewijzigd op 02.01.2018.

⁶⁷⁴ Bundesgesetzbuch I nr. 62/2019; § 1 (1) nr. 1 van de Oostenrijkse wet op de kapitaalmarkt 2019.

⁶⁷⁵ Cf. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 8 mwN, volgens welke de uitnodiging tot het doen van een aanbod en kennisgevingen, waarin een intentie tot verkoop immanent is, ook onder het concept van een openbaar aanbod kunnen vallen, maar dit moet worden uitgesloten onder verwijzing naar de wettelijke zinsnede "uitnodiging tot inschrijving", de concrete abonnementsvoorwaarden zijn ook vereist voor inschrijving. Het bestaan van een concreet voornemen om te verkopen als voldoende criterium voor een openbaar bod is in de heersende Oostenrijkse doctrine kritisch beoordeeld en verworpen. Een potentiële investeerder moet ten minste de essentialia negotii ontvangen in een kennisgeving met betrekking tot een overdraagbaar effect. Dit is ook in overeenstemming met de bewoordingen van de wet, aangezien het zonder de noodzakelijke contractuele inhoud niet mogelijk is om in te schrijven en bijgevolg geen uitnodiging tot inschrijving op overdraagbare effecten uit te schrijven - zie in dit verband *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 6 f mwN.

⁶⁷⁶ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 1e druk, § 1 Rz 40; *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

ze verhandelbaar zijn en dus fungibele "certificaten"⁶⁷⁷, die "in grote aantallen en met dezelfde inhoud" worden⁶⁷⁸ uitgegeven, zodat de beleggers identieke rechten verwerven zonder enige vorm van individualisering.⁶⁷⁹

- 367 De term "effecten" in de Prospectusverordening is dan ook gebaseerd op de drie criteria van standaardisatie, overdraagbaarheid en verhandelbaarheid.⁶⁸⁰ Met name aandelen op naam met beperkte overdraagbaarheid moeten daarom niet als effecten en dus als financiële instrumenten worden geclassificeerd. Dit is niet noodzakelijkerwijs het geval bij lock-up afspraken.⁶⁸¹
- 368 Een openbaar aanbod wordt gekenmerkt door een communicatie naar een ongedefinieerde groep mensen⁶⁸² - dat wil zeggen het publiek. Een

⁶⁷⁷ Ook zonder securitisatie kan er sprake zijn van een effect of een giraal recht in de zin van de effecten. Dit blijkt al uit het feit dat ook voor de toelating van effecten tot een gereguleerde markt een effectenprospectus moet worden opgesteld en goedgekeurd door de bevoegde toezichhoudende autoriteit. De reden hiervoor is dat artikel 3, lid 1, van de CSDR vereist dat effecten die tot de handel op handelsplatforms zijn toegelaten - uiterlijk vanaf 2023 of 2025 - door middel van boekingen op de effectenrekening worden geregistreerd. Het gebruik van de term "akte" lijkt daarom onnauwkeurig. Voor dematerialisatie zie *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 69 mwN.

⁶⁷⁸ *Zivny*, KMG, kort commentaar, 2e druk, § 1 Rz 61.

⁶⁷⁹ *Zivny*, KMG, kort commentaar, 2e druk, § 1 Rz 61.

⁶⁸⁰ Zie hoofdstuk II.2.3.1.

⁶⁸¹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN; ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectussen 23e bijgewerkte versie - 15 december 2015, vraag 67, S 51 f.

⁶⁸² *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 18; Mededeling aan het publiek.

dergelijke mededeling kan op enigerlei wijze en in enigerlei vorm worden gedaan, mits voldoende informatie over de uitgiftevoorwaarden en de uit te geven financiële instrumenten beschikbaar is om een potentiële belegger in staat te stellen met kennis van zaken te beoordelen of de betrokken effecten moeten worden verworven of onderschreven (beleggingsbeslissing); dit geldt ook voor de plaatsing van effecten via een financiële intermediair.⁶⁸³ Er zijn geen speciale eisen met betrekking tot het concept van het publiek. Zo is naar de mening van BaFin zelfs een aanbod dat alleen gericht is op een bepaalde groep personen - zoals werknemers of bepaalde beroepsgroepen - gelijkwaardig aan een openbaar aanbod⁶⁸⁴. Volgens Oostenrijk moet een aanmelding (samen met voldoende informatie over de voorwaarden van de kwestie) echter worden gericht aan een in principe onbeperkte groep van geadresseerden om aan het publieke element te voldoen.⁶⁸⁵

Het onderdeel van het openbare aanbod is dus, naast het onderdeel van 369 het publiek of het grote publiek, een mededeling die voldoende informatie over de kwestie moet bevatten. De term "communicatie" is al zeer uitgebreid te interpreteren door de wet en omvat elke vorm van communicatie. Het openbaar aanbod moet echter altijd gebaseerd zijn op een marktrechtelijk concept. Bijgevolg moet worden aangenomen dat er sprake is van een openbaar aanbod indien potentiële beleggers doelgericht worden benaderd en indien zij worden geïnformeerd over de essentiële inhoud van het contract, zoals met name de contractpartij en

⁶⁸³ Art 2 lit d Prospectusverordening.

⁶⁸⁴ Zie BaFin, verplichting tot publicatie van een prospectus, 01.11.2013, laatstelijk gewijzigd op 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

⁶⁸⁵ *Zivony*, KMG, kort commentaar, 2e druk, § 1 Rz 18.

de uitgevende instelling, het type financieel product dat wordt uitgegeven, de looptijd (indien van toepassing), de concrete prijs en inschrijvingsmogelijkheden, alsmede de ISIN⁶⁸⁶, indien van toepassing. Indien beleggers als gevolg van de mededeling in staat zijn om zelf in te schrijven op de effecten of om een aanbod te doen om in te schrijven of een order te plaatsen om deze te kopen, moet worden uitgegaan van een mededeling die een openbaar bod vormt.⁶⁸⁷

- 370 Dit begrip van een openbaar bod geldt ook voor de plaatsing (al dan niet met een vaste toezegging) van effecten door derden. De⁶⁸⁸ verplichting om een effectenprospectus op te stellen geldt voor iedereen die effecten aan het publiek aanbiedt door deze uit te geven (nostro-uitgifte of eigen uitgifte, maar ook een loro-uitgifte of uitgifte door een derde partij).⁶⁸⁹ De persoon die uiteindelijk de toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt aanvraagt, is ook verplicht een prospectus op te stellen.⁶⁹⁰

371

⁶⁸⁶ Internationaal Effecten Identificatie Nummer.

⁶⁸⁷ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e druk, § 1 Rz 7; zie ook BuA 2007/38, p. 27.

⁶⁸⁸ Aanbieders in een secundair aanbod zijn ook inbegrepen.

⁶⁸⁹ Het overnemen (op basis van een vaste verbintenis) of plaatsen (zonder vaste verbintenis) van financiële instrumenten is echter een beleggingsdienst in de zin van bijlage 2, deel A, punt 1, onder 6 of 7, van de Bankwet.

⁶⁹⁰ Art 3 lid 3 Prospectusverordening; dit hoeft niet noodzakelijkerwijs tegelijkertijd de uitgevende instelling te zijn (bv. lead manager). Dit omvat niet de toelating tot de handel van financiële instrumenten op een MTF of OTF. De toelating tot de handel op een MTF of OTF zal echter regelmatig een openbaar aanbod vormen.

Informatie- en koersberichten in handels- en ordersystemen en informatie in informatiesystemen of de activiteit als marketmaker gelden niet als een mededeling in de zin van een openbare aanbieding.⁶⁹¹

Onder dit aspect zullen software-interfaces met een DEX⁶⁹² normaal gesproken - op voorwaarde dat alleen informatie over penningen of orders in de blokketen met betrekking tot financiële instrumenten in een verwerkte vorm wordt weergegeven - worden beschouwd als een informatiesysteem, wat geen verplichting inhoudt om een prospectus te publiceren. Een dergelijke interface kan dus, zoals uitgelegd, zo veel mogelijk worden ontworpen zonder regelgeving op grond van het Liechtensteinse recht. De veiligheidsmuntjes, waarmee de informatie aan de voorkant wordt weergegeven, moeten echter ook aan de achterkant, d.w.z. de DEX op de blokketen, worden ingevoerd. 372

Dit is afhankelijk van de specifieke activiteit. Met betrekking tot de bovenstaande uitvoering voor de activiteit van een marktmaker dient te worden opgemerkt dat dit geen verplichting tot publicatie van een prospectus met zich meebrengt. Naast financiële instrumenten die onderworpen zijn aan handelsvereisten, kunnen OTC-marktmakers en beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling op een DEX handelen en transacties sluiten met penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen.⁶⁹³⁶⁹⁴ De bilaterale verschijning en de 373

⁶⁹¹ *Zivny*, KMG, kort commentaar, 2e druk, § 1 Rz 13.

⁶⁹² Zie hoofdstuk II.2.5.

⁶⁹³ Zie hoofdstuk II.2.4, met name kantoortoewijzing 287 en hoofdstuk II.2.5, met name kantoortoewijzing 332.

⁶⁹⁴ Omgekeerd moet, indien er geen openbaar aanbod is voor de activiteiten van een vergunninghoudende marktmaker, dit ook het geval zijn voor bilaterale

handel voor eigen rekening op een DEX - ongeacht of deze wordt uitgevoerd door de bovengenoemde financiële marktpartijen of door niet-gereguleerde ondernemingen - sluit derhalve het bestaan uit van een kennisgeving en bijgevolg van een openbare aanbieding in de zin van de Prospectusverordening en er dient derhalve geen effectenprospectus voor deze activiteit te worden opgesteld.

- 374 Indien daarentegen geen transacties met betrekking tot penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen voor eigen rekening worden uitgevoerd, maar deze penningen wel worden aangeboden op een DEX, die op zich openbaar⁶⁹⁵ is, moet een effectenprospectus worden opgesteld en goedgekeurd⁶⁹⁶, tenzij een uitzondering van toepassing is. Hierdoor ontstaat mogelijk het probleem dat een wereldwijd openbaar aanbod met een wereldwijde kring van geadresseerden via een DEX wordt gedaan, maar dat er geen overeenkomstige jurisdictieoverschrijdende regelingen zijn.⁶⁹⁷ Dit probleem is niet nieuw, maar bestaat

handel voor eigen rekening op niet-continue basis door niet-gereguleerde ondernemingen.

⁶⁹⁵ Een beperking van de geadresseerden zou echter technisch gezien rechtstreeks in de penning kunnen worden uitgevoerd, waardoor het publiek of, in het beste geval, de overdraagbaarheid op de kapitaalmarkt zou kunnen worden uitgesloten.

⁶⁹⁶ De FMA keurt alleen het prospectus goed en het prospectus is niet goedgekeurd of toegestaan, aangezien de FMA alleen de formaliteiten van het prospectus controleert, maar niet de inhoud ervan. De vergoeding die de FMA in rekening brengt voor de goedkeuring van een prospectus bedraagt 5.000,00 CHF (Bijlage 1, Sectie C, Nr. 3 lit a van de FMA-wet).

⁶⁹⁷ Theoretisch gezien zou in ieder geval deelname of inschrijving technologisch kunnen worden uitgesloten van bepaalde rechtsgebieden.

sinds de komst van het internet.⁶⁹⁸ Ten slotte moet, in verband met de gemerkte financiële instrumenten, ook rekening worden gehouden met het vereiste dat effectenprospectussen gemakkelijk te begrijpen moeten zijn.⁶⁹⁹

2.6.2 Vrijstellingen van de verplichting om een prospectus te publiceren

Een aanbieding van effecten aan het publiek is niet onderworpen aan een verplichting om een goedgekeurd prospectus te publiceren overeenkomstig artikel 3, lid 1, van de Prospectusverordening indien een dergelijke aanbieding niet hoeft te worden aangemeld overeenkomstig artikel 25 van de Prospectusverordening⁷⁰⁰, of indien de totale tegenwaarde van een aanbieding aan het publiek in de EER over een periode van twaalf maanden niet meer bedraagt dan 8 miljoen EUR of het equivalent daarvan in Zwitserse frank.⁷⁰¹ Volgens overweging 13 van de

375

⁶⁹⁸ Zie de opmerkingen van BaFin, Prospectusvereiste - rechtspositie sinds 21.07.2019, laatstelijk gewijzigd op 05.08.2019, Sectie II, Punt 4.

⁶⁹⁹ Art. 37 en 40 van DelVO 2019/980; cf. BaFin-folder Onderzoek van effectenprospectussen op begrijpelijkheid, WA 51-Wp 7115-2019/0099 en BaFin-folder Tweede informatiebrief over prospectus- en toestemmingsvereisten in verband met de uitgifte van zogenaamde cryptomunten, WA 51-Wp 7100-2019/0011 en IF 1-AZB 1505-2019/0003.

⁷⁰⁰ Dit is bijvoorbeeld het geval bij investeringen naar Duits recht of investeringen naar Oostenrijks recht. In het algemeen gaat het om effecten waarvan de openbare aanbieding krachtens het nationale recht verplicht is om informatie te publiceren, ook al zijn deze effecten geen effecten en dus geen financiële instrumenten in de zin van MiFID II, maar worden ze door een nationale wetgever alleen als beleggingsproducten geclassificeerd.

⁷⁰¹ De limiet van 8 miljoen EUR in 12 maanden geldt alleen voor Liechtenstein, en in andere rechtsgebieden kunnen bepaalde informatiebladen over effecten

Prospectusverordening is deze drempel variabel in die zin dat hij in de afzonderlijke lidstaten van de EU of de EER tussen 1 miljoen en 8 miljoen EUR kan worden vastgesteld. Onder een totaal equivalent van 1 miljoen EUR in 12 maanden in het geval van een openbare aanbidding in de EU of de EER is geen prospectus vereist.⁷⁰²

376 Verdere uitzonderingen op de verplichting om een prospectus te publiceren zijn vastgelegd in Art. 1 lid 2 tot en met 5 van de Prospectusverordening. De belangrijkste uitzonderingen met betrekking tot openbare biedingen op grond van artikel 1, lid 4, van de Prospectusverordening zijn de volgende:

- Een openbare aanbidding van effecten die uitsluitend bestemd is voor gekwalificeerde beleggers⁷⁰³ (artikel 1, lid 4, onder a) van de Prospectusverordening).
- Een aanbidding van effecten aan minder dan 150 niet-gekwalificeerde beleggers in elke lidstaat (artikel 1, lid 4, onder b), van de Prospectusverordening);

of een formeel prospectus in 12 maanden vanaf 1 miljoen EUR worden verlangd.

⁷⁰² Art. 1 lid 3 Prospectusverordening.

⁷⁰³ De beoordeling of een belegger al dan niet professioneel is, moet door de uitgevende instelling worden uitgevoerd overeenkomstig bijlage 1 bij de AMA (bijlage II bij de MiFID II). In principe wordt een onderverdeling gemaakt in geschikte tegenpartijen of institutionele beleggers, professionele beleggers en niet-professionele beleggers. De professionele beleggers worden onderverdeeld in geboren professionele leden (financiële instellingen of financiële tussenpersonen) en gekozen professionele leden (niet-professionele beleggers, die op verzoek als professionele klanten kunnen worden behandeld als zij aan bepaalde criteria voldoen; de zogenaamde opt-in). Professionele beleggers en zelfs financiële instellingen kunnen worden behandeld als niet-professionele klanten door zich af te melden.

- Een aanbieding van effecten met een minimumwaarde per eenheid of een minimumbelegging van EUR 100.000 (artikel 1, lid 4, onder c) en d) van de Prospectusverordening).

Er zij op gewezen dat als een van deze uitzonderingen wordt ingeroepen, het EU-paspoortstelsel niet meer kan worden gebruikt.⁷⁰⁴

2.6.3 Conclusie Spelers op een DEX- en prospectusplicht

Een verplichting om een prospectus op te stellen ontstaat bij een aanbieding van effecten aan het publiek (nostro- of loro-uitgifte) of een toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt, tenzij een uitzondering van toepassing is, maar heeft geen betrekking op de toelating tot de handel op een MTF of OTF. Het aanbod aan het publiek vereist dat het aanbod wordt gedaan door middel van een mededeling aan het publiek. 377

Zo worden bijvoorbeeld informatie- en koersberichten in handels- en ordersystemen, gegevens in informatiesystemen of de activiteit van een marktmaker niet beschouwd als informatie die nodig zou zijn voor een openbare aanbieding. 378

Informatiesystemen (front-end), die informatie van een DEX (back-end) met betrekking tot penningen en individuele orders verwerken en reproduceren via penningen, die soms financiële instrumenten vertegenwoordigen, leiden niet tot een prospectusplicht wegens het ontbreken van een openbare aanbieding van effecten. De vraag is echter hoe dergelijke veiligheidsmunten überhaupt op een DEX kunnen komen en of er al een openbaar bod is gedaan. Als dit het geval is, is het probleem 379

⁷⁰⁴ Zie overweging 13 van de Prospectusverordening.

dat, tenzij dit technisch onmogelijk is, een wereldwijde uitgifte via DEX plaatsvindt, maar dat er geen wereldwijde regelgeving is voor openbare aanbiedingen van financiële instrumenten en effectenprospectussen.

380 Bij een plaatsing van effecten (in de vorm van penningen) op een DEX zal echter, mits de essentialia negotii worden gecommuniceerd en er geen uitzonderlijke omstandigheden gelden, een openbare aanbieding worden gezien en is dus een prospectus vereist.

381 Op een DEX waarop security tokens worden verhandeld, kunnen (OTC) marketmakers en systematische internalisatoren in principe optreden als financiële marktpartijen. Zoals hierboven is uiteengezet, vormen hun activiteiten geen openbare aanbieding en houden zij derhalve geen prospectusplicht in, aangezien zij de liquiditeit op de kapitaalmarkt waarborgen door voortdurend of systematisch en in aanzienlijke mate voor eigen rekening in financiële instrumenten te handelen. Deze bilaterale handel tegen eigen boek of in eigen naam en voor eigen rekening vormt echter geen mededeling aan het publiek van de voorwaarden van aanbiedingen van financiële instrumenten. Er moet rekening worden gehouden met de handelsverplichtingen die voor beleggingsondernemingen gelden met betrekking tot aandelen en bepaalde derivaten uit hoofde van artikel 23 en artikel 28 van de MiFIR.

2.7 Stabiele munten en e-geld

382 De term "stabiele munt" is geen juridische definitie, maar stabiele munt wordt gekenmerkt door het feit dat hij gekoppeld is aan verschillende activa ("asset-backed"; "currency-pegged") en wordt grotendeels uit de volatiliteit gehaald door deze gedeponeerde waarden. Juist door dergelijke munten of penningen aan legale valuta's te koppelen, vervullen

ze soms een functie als vertegenwoordiger van het contante geld. In dit verband rijst altijd de vraag of stablecoins e-geld vormen.⁷⁰⁵

Naast e-geld kunnen ook stablecoins (grondstof)derivaten zijn, afhankelijk van hun specifieke vorm. Een denkbaar voorbeeld is een penning op basis van de prijs van goud. In dit geval zou, zoals gebruikelijk bij derivatencontracten, het prijsrelevante tijdstip van contractsluiting en het waarde-relevante tijdstip van contractuitvoering of -realisatie verschillen en zou de waarde worden afgeleid van de onderliggende waarde (goudprijs).⁷⁰⁶ 383

Het zou ook denkbaar zijn dat een zakelijke vordering in de zin van de vordering tot teruggave in een penning wordt weergegeven als een uitstroom van de volledige eigendomstitel die gelijkwaardig is aan een document van een burgerlijk of handelsgoed.⁷⁰⁷ Om bij het voorbeeld van goud te blijven, zou de (zakelijke) vordering tot teruggave van een bepaald goudstuk (in de zin van een bijzondere schuld) kunnen worden gepenaliseerd. Een dergelijke penning zou niet worden geregistreerd als een financieel instrument in het kader van de Liechtensteinse toezichtswetgeving.⁷⁰⁸ 384

⁷⁰⁵ Zie hoofdstuk II.2.2.2.

⁷⁰⁶ Zie de opmerkingen in hoofdstuk II.2.3.3 over derivatentransacties; zie ook titel I, hoofdstuk II.1.2 over de symbolisering van het eigendomsrecht, dat geen financieel instrument is.

⁷⁰⁷ Door de dematerialisatie en dus het ontbreken van het element van lichamelijke aard is dit waarschijnlijk een "goederenrecht" of eigendomsrecht van reële aard.

⁷⁰⁸ Zie verder titel I, Hoofdstuk I.1.2, waarin staat dat een "quasi-standaardisatie" toch kan worden bereikt, bijvoorbeeld door middel van een bewaarovereenkomst.

385 Tot slot, om terug te komen op e-geld, moet erop worden gewezen dat slechts zeer beperkte kosten kunnen worden aangerekend bij het inwisselen van e-geld.⁷⁰⁹ In principe moet op verzoek van een klant en e-geldhouder het overeenkomstige bedrag van het door de klant aangehouden e-geld te allen tijde worden terugbetaald (omnitemporele component) tegen nominale waarde. Bovendien moeten de terugbetalingsvoorwaarden, met inbegrip van eventuele aanspraken op een vergoeding, duidelijk en transparant in het contract worden vastgelegd.⁷¹⁰

2.7.1 Wet op het elektronisch geld - toepassingsgebied

386 Het toepassingsgebied van de Elektronische Geldwet (EGG) strekt zich uit tot de commerciële uitgifte van elektronisch geld door uitgevers van elektronisch geld.⁷¹¹ Emittenten van elektronisch geld zijn met name kredietinstellingen en instellingen voor elektronisch geld.⁷¹² Dit omvat

⁷⁰⁹ Zoals in de vorm van vergoedingen of andere voordelen; artikel 44 ECG.

⁷¹⁰ Overweging 18 van de richtlijn betreffende elektronisch geld; zie ook II.2.7.6 nadere richtsnoeren.

⁷¹¹ Artikel 2, lid 1, EKG; artikel 1, lid 1, E-geldrichtlijn 2009/110/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

⁷¹² Artikel 3, lid 1, onder c), van het EG-Verdrag; het minimumkapitaal van instellingen voor elektronisch geld bedraagt 350.000,00 EUR of het equivalent daarvan in CHF (artikel 8, lid 2, van het EG-Verdrag). De licentievergoeding die de FMA in rekening brengt voor instellingen voor elektronisch geld bedraagt CHF 30.000,00 op grond van bijlage 1, sectie A, nr. 1, lit. g van de FMA-wet. De toezichtvergoeding voor instellingen voor elektronisch geld bedraagt ten minste 20.000,00 CHF en ten hoogste 120.000,00 CHF per jaar (bijlage 2, deel I, afdeling C, nr. 1 en 5 van de FMAA).

kredietinstellingen in de zin van RKV IV⁷¹³ met inbegrip van bijkantoren van ondernemingen uit derde landen binnen de Europese Unie - overeenkomstig het respectieve nationale recht⁷¹⁴ - alsook zogenaamde vrijgestelde rechtspersonen (zoals instellingen voor bijzonder elektronisch geld op grond van artikel 30 EGG).⁷¹⁵ Anders dan in Oostenrijk hoeven andere activiteiten van een instelling voor elektronisch geld op grond van artikel 5, lid 2, van het EG-Verdrag niet expliciet onder het administratieve verbod op vergunningen van de Liechtensteinse FMA te vallen.⁷¹⁶

⁷¹³ De oorspronkelijke verwijzing verwijst naar de voorgaande regeling van RKV IV, Richtlijn 2006/48/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj>; zie artikel 1, lid 1, onder a), van de E-geldrichtlijn.

⁷¹⁴ Artikel 1, lid 1, onder a), van de E-geldrichtlijn in samenhang met artikel 38 en artikel 4, lid 3, van de RKV III.

⁷¹⁵ Zie artikel 2, lid 3, juncto artikel 1, lid 3, van de E-geldrichtlijn. De verordening inzake bijkantoren van ondernemingen die in derde landen zijn gevestigd, is zowel in het EG-Verdrag (artikel 28 van de EG-Verordening) als in de bankwet (artikel 30p tot en met 30r van de bankwet) ingetrokken. Dit is bedoeld om te verduidelijken dat voor bijkantoren van derde landen in Liechtenstein een onafhankelijke juridische subjectiviteit (in tegenstelling tot bijkantoren) en een vergunning vereist zijn. Cf. BuA 2018/98, blz. 83 f.

⁷¹⁶ Cf. §3, lid 3 öEGG "*Voorts mogen instellingen voor elektronisch geld de volgende activiteiten verrichten, mits hun vergunning hen daartoe het recht geeft:*" *Miczajka*, Noodzaak en reikwijdte van de vergunning in *Vonkilch* (red.), Commentaar op de E-geldwet 2010, blz. 70 (blz. 73 f); daarnaast kunnen ook andere bedrijfsactiviteiten worden uitgevoerd (artikel 5, lid 2, onder e EGG; § 3, lid 3, nr. 5 öEGG; artikel 6, lid 1, onder e-geld-richtlijn) - hoe dit in de praktijk moet werken blijft onzeker - *ibid.*, blz. 70 (blz. 77). Het zou denkbaar zijn om dit uit te voeren door middel van een strikte organisatorische scheiding, vergelijkbaar met die van een beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, waardoor effectenpenningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen kunnen worden verhandeld en die ook handel in niet-gereguleerde penningen aanbiedt (zie hoofdstuk II.2.4.1, FN 568).

387 Instellingen voor elektronisch geld komen, samen met hun tegenhangers in derde landen, ook in aanmerking als uitgevers van elektronisch geld in het kader van de REG.⁷¹⁷ Er zij op gewezen dat entiteiten uit derde landen overeenkomstig het nationale recht moeten worden opgericht. In het nationale recht is de verwijzing naar derde landen tot nu toe⁷¹⁸ geregeld in artikel 28 van het EG-Verdrag. Volgens de verklaringen in het verslag en de motie van de regering voor de invoering van een wet op de depositoverzekering en de beleggerscompensatie voor banken en beleggingsondernemingen (EAG) zijn deze bepalingen met betrekking tot de betrekkingen met derde landen tegelijk ingetrokken met de bepalingen over vennootschappen uit derde landen in de artikelen 30p tot en met 30r van de Bankwet.^{719/20}

388 Naar de mening van de regering moet dit een juridische aanpassing zijn, aangezien filialen uit derde landen tot nu toe niet volgens de gevestigde praktijk zijn opgericht, maar onafhankelijke bedrijfsstructuren in de EU of de EER zijn opgenomen en bijgevolg zijn goedgekeurd.⁷²¹ Dit moet ook duidelijk maken dat bijkantoren alleen kunnen worden uitgevoerd door middel van een autonome vergunning en dus met hun eigen juridische subjectiviteit. Bijgevolg zal ook de tekortkoming met betrekking tot bijkantoren van ondernemingen die in derde landen zijn

⁷¹⁷ Artikel 1, lid 1, onder b), in samenhang met artikel 2, lid 1 en lid 3, in samenhang met artikel 8 van de REG.

⁷¹⁸ IdF LGBl 2011.151.

⁷¹⁹ IdF LGBl 2011.243.

⁷²⁰ BuA 2019/13, S 100 f en BuA 2018/98 S 84 aE; EGG zoals gewijzigd bij LGBl 2019.106; BankG zoals gewijzigd bij LGBl 2019.105.

⁷²¹ Aangezien eigen licentiehouders ook toegang hebben tot het paspoortstelsel, in tegenstelling tot filialen zonder rechtspersoonlijkheid.

gevestigd, waardoor zij niet konden profiteren van het Europass-systeem of van het vrij verrichten van diensten en de vrijheid van vestiging, worden verholpen.⁷²²

In tegenstelling tot CRR-instellingen zijn emittenten of instellingen 389 voor elektronisch geld niet onderworpen aan de vennootschapsrechtelijke verplichting om⁷²³ zich als naamloze vennootschap of Societas Europaea (SE) te vestigen en kunnen zij dus ook in andere rechtsvormen worden gevestigd. BaFin is van mening dat, volgens de daar gebruikte terminologie, het hoofdkantoor of een exploitant van een e-geldtransactie ook "*natuurlijke personen, personenvennootschappen of andere meerderheden van personen, [...] rechtspersonen of vennootschapsstructuren zonder rechtsbevoegdheid*" kan zijn⁷²⁴. Volgens het Liechtensteinse recht moet een instelling voor elektronisch geld, en dus een uitgever van elektronisch geld, een rechtspersoon zijn (artikel 3, lid 1, onder a) en c), van de ECG).

Het materiële toepassingsgebied van de e-geldrichtlijn heeft dus be- 390 trekking op de uitgifte van elektronisch geld, terwijl het persoonlijke toepassingsgebied betrekking heeft op uitgevers van elektronisch geld, hetgeen uiteindelijk resulteert in een de facto lokaal toepassingsgebied,

⁷²² BuA 2018/98 p 83 f; zie met betrekking tot de juridische onafhankelijkheid van bijkantoren hun definitie in Art 3 lid 1 nr. 16 CRD IV in samenhang met Art 4 lid 1 nr. 17 CRR.

⁷²³ Artikel 18 van de Bankwet.

⁷²⁴ BaFin Merkblatt - Informatie over de wet op het toezicht op betalingsdiensten (Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, ZAG) van 22.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 29.11.2017, hoofdstuk 4 lit a sublit bb, https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

waarbij uitgevers van elektronisch geld alleen in de EER/EU kunnen bestaan en gemachtigd zijn. Er zij op gewezen dat wanneer e-geld wordt gedistribueerd via verkooppunten die optreden namens de uitgever van e-geld, het contract wordt gesloten tussen een klant en de uitgever en niet tussen de klant en een verkooppunt.⁷²⁵ Overeenkomstig artikel 14, lid 2, van de EGG is de uitgifte ook voorbehouden aan emittenten van e-geld. Het is dus niet mogelijk het e-geldregime te omzeilen door een monetaire waarde uit te geven in een derde land dat deze monetaire waarden verspreidt via een verkooppunt in een EER- of EU-lidstaat.

2.7.2 Conclusie over het territoriale toepassingsgebied van de regulering voor elektronisch geld

391 De e-geldrichtlijn en de nationale implementatie in de e-geldwet hebben betrekking op de professionele uitgifte van elektronisch geld met betrekking tot het materiële toepassingsgebied. Het persoonlijke toepassingsgebied strekt zich uit tot emittenten van e-geld die e-geld uitgeven. Emittenten van elektronisch geld zijn met name CRR-kredietinstellingen en instellingen voor elektronisch geld. Dit persoonlijke toepassingsgebied resulteert impliciet in een lokaal toepassingsgebied. Aangezien dergelijke instellingen alleen in de EU of de EER kunnen worden opgericht en een vergunning kunnen krijgen, is het niet mogelijk om e-geld uit te geven in buitenlandse rechtsgebieden die niet vertrouwd zijn met het e-geldregime.

392 Indien een penning wordt uitgegeven die e-geld zou vertegenwoordigen indien deze in de EU of de EER was uitgegeven, is er dus geen

⁷²⁵ *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaar op de E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

sprake van e-geld, mits de emittent is gevestigd in een derde land dat e-geld niet erkent en de uitgifte daar uitvoert. Een voorbeeld van zo'n e-geldmunt die, bij gebrek aan uitgifte in de EU of de EER, geen e-geld vormt, maar die als e-geld zou worden behandeld als het in een lidstaat was uitgegeven, is Tether.⁷²⁶ De verspreiding van een dergelijk aandenken door een derde (maar niet door een verkooppunt dat namens de uitgevende instelling optreedt) in de EER of de EU opent vervolgens niet het toepassingsgebied van de regeling voor elektronisch geld en moet evenmin worden beschouwd als een betalingsdienst, aangezien het materiële toepassingsgebied beperkt is tot de uitgifte van e-geld, zoals hierboven uiteengezet, en indien een dergelijke monetaire waarde wordt uitgegeven in de vorm van een vordering op een uitgevende instelling in een derde land, kan er van meet af aan geen e-geld worden uitgegeven. Gezien de relatie tussen het e-geldbedrijf en het depositobedrijf zou echter in het respectieve buitenlandse rechtsgebied moeten worden onderzocht of een dergelijk depositobedrijf zou worden uitgevoerd dan wel of er een obligatie of andere obligatie zou worden uitgegeven.

2.7.3 penningen als e-geld, portemonnees en bepaalde betaalrekeningen voor e-geld

E-geld bestaat uit zes elementen die cumulatief moeten zijn om e-geld te vormen.⁷²⁷ In de Wet op het elektronisch geld wordt elektronisch geld gedefinieerd als (i) een elektronisch of magnetisch opgeslagen (ii)

393

⁷²⁶ Zie hoofdstuk II.2.7.6 detail.

⁷²⁷ EBA-rapport met advies voor de Europese Commissie over crypto-assets, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

monetaire waarde die wordt vertegenwoordigd in (iii) een vordering op de uitgever van elektronisch geld, die (iv) wordt⁷²⁸ uitgegeven tegen betaling van een geldbedrag om (v) betalingstransacties (in de zin van de Wet op de betalingsdiensten; PSA) uit te voeren en die ook wordt aanvaard door (vi) andere natuurlijke personen of rechtspersonen dan de uitgever van elektronisch geld.⁷²⁹

⁷²⁸ In de Engelse versie van artikel 2, lid 2, van de E-geldrichtlijn wordt de term "funds" gebruikt voor geldbedragen (uitgegeven bij ontvangst van fondsen), die ruimer zouden kunnen worden geïnterpreteerd dan de Duitse term "Geldbeträge". De term "fondsen" moet echter ook eng worden geïnterpreteerd in de zin van fondsen en niet breed in de zin van financiële middelen of activa. Dit volgt ook uit overweging 18 van de e-geldrichtlijn, volgens welke e-geld altijd tegen de nominale waarde moet worden terugbetaald; zie ook het arrest van het EVA-Hof van 30 mei 2018 in zaak E-9/17 tussen Edmund Falkenhahn AG en de Liechtensteinse Autoriteit voor de financiële markt, <https://efta-court.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, margin note 27 - "*Het is een emittent van e-geld derhalve verboden de waarde van een e-geld-eenheid afhankelijk te maken van enige andere referentiewaarde, zoals een ons goud, dan de nominale waarde van de onderliggende wettelijke munteenheid.* Voor Liechtenstein vloeit dit ook voort uit artikel 3, lid 3, onder a), van een BankG, volgens hetwelk, louter op grond van wettelijke fictie, geen depositotransactie bestaat indien het ontvangen bedrag rechtstreeks wordt ingewisseld voor e-geld; indien echter geen depositotransactie bestaat, kan een e-geldtransactie ook nooit bestaan. Dat de terugbetaalbaarheid van e-geld feitelijk is en dat dit vereiste alleen kan gelden voor wettig betaalmiddel en e-geld zelf, blijkt bovendien duidelijk uit het feit dat deposito's onvoorwaardelijk terugbetaalbare gelden zijn en dat e-geld niet, door middel van juridische fictie, een deposito vormt als het ontvangen bedrag rechtstreeks wordt ingewisseld voor een elektronisch opgeslagen monetaire waarde (e-geld).

⁷²⁹ Artikel 3, lid 1, onder b), EKG; Noot: De Romeinse cijfers tussen haakjes dienen ter verduidelijking van de afzonderlijke elementen van de overtreding; zie EBA-verslag, Verslag met advies voor de Europese Commissie over crypto-assets, 09.01.2019, blz. 13.

E-geld wordt voornamelijk gebruikt voor betalingsdoeleinden en niet om te sparen. Door het accepteren van fondsen bij de uitgifte van e-geld is er dus, door juridische fictie, geen sprake van een stortingstransactie. Het⁷³⁰ is instellingen voor elektronisch geld ook verboden om leningen te verstrekken uit fondsen of rente te betalen op fondsen die worden ontvangen in verband met de uitgifte van elektronisch geld.⁷³¹ 394

Sommige cryptokringen worden echter inherent gegenereerd of opgegraven door de zogenaamde mijnbouw en worden niet uitgegeven door een centrale entiteit. Als er geen centrale emittent is, kan een dergelijke emittent geen claim uitgeven of zich er niet toe verbinden.⁷³² 395
Crypto-valuta's zoals Bitcoin en ether mogen ook niet als e-geld worden geclassificeerd, aangezien er geen e-gelduitgever is tegen wie een vordering - vertegenwoordigd in een magnetische of elektronische monetaire waarde - zou kunnen worden gericht. Dit is in overeenstemming met het standpunt van de EBA⁷³³, die crypto-valuta's niet vergelijkbaar acht met conventionele betalingsdiensten of met de EU-

⁷³⁰ Zie artikel 3, lid 3, van de bankwet en overweging 13 van de e-geldrichtlijn; zie hoofdstuk II.2.2.2 - het depositobedrijf kan niet langer worden hervat, ook al is er een uitzondering op het e-geldbedrijf, want in dit geval is e-geld - zij het "ongeoorloofd" - vanuit dogmatisch oogpunt nog steeds aanwezig.

⁷³¹ Overweging 13 van de E-geldrichtlijn; er kan echter wel rente worden toegekend als deze niet gekoppeld is aan een deelnemingsperiode. Daarnaast staat artikel 18, lid 4, onder b), van de BDR II ook toe dat betalingsinstellingen kortlopende leningen uitgeven die binnen twaalf maanden moeten worden terugbetaald.

⁷³² Vgl die Ausführung in EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>
Rz 179 - "absence of a redeemer".

⁷³³ Europese Bankautoriteit.

regelgeving voor de financiële markt in het algemeen,⁷³⁴ hoewel dit om waarschijnlijk verkeerde redenen is.⁷³⁵

- 396 Bovendien vertegenwoordigen cryptocurrency's zoals BTC of ETH over het algemeen geen claims, maar eerder, als "waardepapieren", een onafhankelijke penning in de zin van digitale inhoud als koopwaar (data of software) en dus virtuele valuta. Munten zoals Bitcoin of Ether zouden daarom geen e-geld vormen, zelfs niet als ze centraal worden uitgegeven, zolang ze geen vordering op de emittent vertegenwoordigen. Dit standpunt werd verwoord door *Mersch*, lid van de Directie van de ECB, in een toespraak tot de ECB in verband met de Facebook "Libra" token: *"De eerste uitdaging betreft het fundamenteel juridische karakter van de Weegschaal. De keuze is in wezen om Weegschaal als e-geld, als financieel instrument of als virtuele valuta te behandelen. Weegschaal lijkt niet te kwalificeren als e-geld, aangezien het geen claim van de houders tegen de Weegschaalvereniging belichaamt"*⁷³⁶. Munten kunnen claims en dus e-geld vertegenwoordigen, maar als ze een munt vertegenwoordigen met een intrinsieke waarde die onafhankelijk is van een claim (uitgedrukt in geld), kan het e-geld delict niet bestaan. Dergelijke penningen vertegenwoordigen gegevens of software in de zin van koopwaar of digitale inhoud en vertegenwoordigen geen vorderingen op de boeken, en zijn

⁷³⁴ Er wordt betoogd dat cryptokringen niet onder de regeling voor elektronisch geld of betalingsdiensten zouden moeten vallen, omdat dit hen een geloofwaardigheid zou geven die zij naar verluidt niet zouden hebben.

⁷³⁵ EBA/Op/2014/08 van 04.07.2014, Rz 179 f.

⁷³⁶ *Mersch*, Toespraak tijdens de juridische conferentie van de ECB, Frankfurt am Main, 2 september 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedd9219.en.html>, opgeroepen op 04.10.2019, 22:10.

daarom niet onderworpen aan de gekoppelde triade of de communicerende vaten van e-geld, deposito's of financiële instrumenten.⁷³⁷ Zelfs als de FTK's centraal waren uitgegeven, zouden ze nooit e-geld kunnen vormen als een vordering op de emittent niet vertegenwoordigd was, zoals *Terlau in het algemeen* impliceert.⁷³⁸ Deze zienswijze is in meerdere opzichten dogmatisch onjuist en moet worden verworpen, zoals hieronder zal worden aangetoond.

De vraag rijst of men, zodra er een vordering op de emittent is, noodzakelijkerwijs het gebied van het financiële marktrecht van financiële instrumenten, deposito's of e-geld betreft. Zo zou bijvoorbeeld een voucher in de vorm van een penning kunnen worden uitgegeven tegen betaling van fiatgeld. Indien het gaat om een vordering tot aankoop van goederen of diensten, vormt een dergelijke voucher geen financieel instrument, aangezien de voucher een betalingsinstrument is. Bij gebrek aan een onvoorwaardelijke verplichting om het gegeven geld terug te betalen, is er ook geen depositotransactie.⁷³⁹ De vraag rijst echter of de voucher vervolgens een monetaire waarde kan vertegenwoordigen (argument: uitgifte tegen fiatgeld), in de vorm van een vordering (argument: vordering om goederen of diensten van de emittent te ontvangen), waarmee betalingstransacties kunnen worden uitgevoerd (argument: inwisseling of betaling van goederen of diensten met een dergelijke elektronische voucher).

⁷³⁷ Zie ook hoofdstuk II.2.2.2 over deze afbakening.

⁷³⁸ *Terlau in Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), *Banking Law Manual* § 55a, Rz 148.

⁷³⁹ In afwachting van de uitkomst kan er, als het deposito bedrijf wordt geweigerd, geen sprake meer zijn van een e-geld bedrijf.

398 De kwalificatie faalt echter al bij het eerste criterium van de geldwaarde. Een dergelijke kwalificatie kan alleen betrekking hebben op een geldvordering, die ook gekoppeld is aan het geven van een geldbedrag. Voorwaarde is dat de geldwaarde noodzakelijkerwijs een geldbedrag is en dat een vordering alleen betrekking kan hebben op een dergelijke vordering met valutadatum in geld, zodat een betalingstransactie moet worden verricht op grond van artikel 2, lid 2, juncto artikel 4, lid 5, van de PSD II-richtlijn of artikel 3, lid 1, onder b), van de ECG, juncto artikel 4, lid 1, nr. 54 van de ZDG-verordening. Dienovereenkomstig zijn het verstrekken, overmaken of opnemen van middelen, die overeenkomstig artikel 4, lid 1, nr. 18 ZDG (artikel 4, nr. 25 PSD II) als giraal geld, contant geld en e-geld worden gedefinieerd, essentieel voor betalingstransacties.

399 Als gevolg daarvan kan een claim om goederen of diensten te ontvangen nooit e-geld vormen. Dit is ook logisch, aangezien e-geld een juridisch fictief speciaal geval van het depositobedrijf is - het depositobedrijf is altijd gebaseerd op onvoorwaardelijk terug te betalen middelen. BaFin is van mening: *"Het begrip geldwaarde omvat niet alleen wettig betaalmiddel, maar ook elk type ruilmiddel dat algemeen aanvaard wordt als betaling voor specifieke goederen of diensten of zelfs alleen in een specifieke sociaal-culturele omgeving of alleen door de partijen bij een multilaterale kaderovereenkomst."*⁷⁴⁰ Ook Auffenberg propageert dit advies met weinig differentiatie: *"De op blokketen gebaseerde betalingseenheden voldoen al aan deze eisen vanwege de immanente use case van de betaling, geheel onafhankelijk van hun concrete technische vormgeving en de vraag of ze als originele*

⁷⁴⁰ BaFin-folder - Informatie over de Wet toezicht betaaldiensten, P 4 a, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

*blokketen functioneren via een open en decentraal georganiseerde blokketen of dat ze eenheden zijn van een Smartcontract op een blokketen uitgegeven door een centrale uitgever, namelijk de programmeur van het Smartcontract.*⁷⁴¹ Deze laatste vertrouwt op *Terlau* voor zijn standpunt.⁷⁴²

*Terlau stelt dat Bitcoin de monetaire waarden vertegenwoordigt, aangezien de FTK's fungeren als een ruil- en betaalmiddel.*⁷⁴³ Om de genoemde redenen is deze zienswijze dogmatisch onjuist en moet deze ronduit worden afgewezen. Een geldvordering kan uitsluitend betrekking hebben op een geldvordering voor de uitvoering van betalingstransacties; indien het niet gaat om een geldvordering, dan zouden, zoals uiteengezet, vanaf het begin geen betalingstransacties in de zin van de PSD II kunnen worden uitgevoerd, die gebaseerd zijn op het verstrekken, opnemen of overmaken van middelen. Bovendien zijn e-geldtransacties slechts een variant van het depositobedrijf; als het bestaan van een depositobedrijf a priori onmogelijk is, kan er nooit sprake zijn van een e-geldtransactie (argumentum a maiore ad minus, waardoor de in het ECL geregelde e-geldtransactie geen *lex specialis* voor het depositobedrijf vormt op grond van de bankwet, aangezien het in dit geval zou kunnen afwijken van deze laatste)⁷⁴⁴. Een vordering die

⁷⁴¹ *Auffenberg*, e-money op blokketenbasis, BKR 2019, p. 341 (p. 342).

⁷⁴² *Terlau* in *Casper/Terlau*, ZAG, § 1a Rz 41 mwN.

⁷⁴³ *Terlau* in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Banking Law Manual § 55a, Rz 148.

⁷⁴⁴ Cf. hoofdstuk II.2.2.2, FN 377 bovendien vormen zowel de bankwet als de inleidende wet bij het EG-Verdrag bijzondere wetgeving. In de toezichtcascade komt de regelgeving voor banken zelfs overeen met de meer specifieke regelgeving. Het e-geldbedrijf zien als een *lex specialis* voor het depositobedrijf lijkt echter niet helemaal juist, omdat zowel de Bankwet als de Invoeringswet het

recht geeft op het ontvangen van goederen of diensten kan een ruilmiddel zijn of functioneren, maar voldoet door het ontbreken van een valutadatum in geld niet aan de criteria van geldwaarde waarmee betalingstransacties kunnen worden uitgevoerd.

- 401 Dit is ook streng, aangezien e-geld dogmatisch gezien een deposito of onvoorwaardelijk terugbetaalbare gelden vormt en er alleen de wettelijke fictie is dat ontvangen gelden geen deposito vormen als de ontvangen bedragen direct of onmiddellijk in e-geld worden omgewisseld.⁷⁴⁵ Bijgevolg is het ook dogmatisch streng dat wanneer een uitzondering op het e-geldregime gerechtvaardigd is, het depositobedrijf op basis van deze fictie niet meer tot leven kan worden gewekt. De reden hiervoor is dat, hoewel het toepassingsgebied van het EG-Verdrag is opengesteld, een uitzondering - bijvoorbeeld de beperkte netwerken - betekent dat voor de uitgifte van dergelijk e-geld geen vergunning vereist is. Er is dus geen sprake van een storting, aangezien elektronisch geld wordt uitgegeven; de uitgifte van elektronisch geld kan echter worden vrijgesteld van een vergunning als er een uitzondering wordt gemaakt. Dit sluit echter niet van meet af aan het toepassingsgebied van het EG-Verdrag uit en is derhalve niet van invloed op het toepassingsgebied van de bankwet, die de depositoactiviteiten regelt. Dit wordt nog versterkt door het feit dat dergelijke uitzonderingen op de e-geldactiviteiten ook aan de FMA moeten worden gemeld.⁷⁴⁶

depositobedrijf regelen, waarbij bij een depositobedrijf met bepaalde voorwaarden, door juridische fictie, bijzondere consequenties aan het e-geldbedrijf worden verbonden. Het depositobedrijf en het e-geldbedrijf zijn daarom twee afzonderlijke juridische instellingen, die beide het depositobedrijf reguleren.

⁷⁴⁵ Zie artikel 6, lid 3, van de E-geldrichtlijn en artikel 3, lid 3, van de Bankwet.

⁷⁴⁶ Art 3 (3) ZDG.

Het is echter juist om te zeggen dat e-geld de derde vorm van geld is 402
naast contant geld en boekgeld⁷⁴⁷, waarbij e-geld niet bedoeld is om te
sparen en geen rente mag dragen⁷⁴⁸, maar bedoeld is voor het doen van
betalingen van kleine bedragen. Dit volgt reeds uit de overwegingen
van de Eerste richtlijn betreffende elektronisch geld⁷⁴⁹ - *"Voor de toepas-
sing van deze richtlijn kan elektronisch geld worden beschouwd als een elekt-
ronisch vervangingsmiddel voor muntstukken en bankbiljetten dat elektro-
nisch wordt opgeslagen [...] en dat over het algemeen bedoeld is om te worden
gebruikt voor het verrichten van retailbetalingen langs elektronische weg"*.⁷⁵⁰
Hier is reeds betoogd dat ontvangen gelden geen deposito's vormen
indien e-geld onmiddellijk wordt uitgegeven *"gezien de specifieke ken-
merken ervan als elektronisch vervangingsmiddel voor muntstukken en bank-
biljetten"*⁷⁵¹; het is ook belangrijk op te merken dat in het kader van deze
eerste richtlijn inzake e-geld, indien het e-geld op een kredietrekening
werd aangehouden, de depositotransactie nog steeds tot stand kwam,
in tegenstelling tot de tweede richtlijn inzake e-geld.⁷⁵²

Auch die nationale Aufsichtsbehörde Englands, die Financial Conduct 403
Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie ins Treffen.

⁷⁴⁷ Terlau in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), *Banking Law Manual* § 55a, Rz 11.

⁷⁴⁸ Zie overweging 13 en artikel 12 van de tweede E-geldrichtlijn.

⁷⁴⁹ Richtlijn 2000/46/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

⁷⁵⁰ Overweging 3 van Richtlijn 2000/46/EG.

⁷⁵¹ Overweging 7 van Richtlijn 2000/46/EG.

⁷⁵² Overweging 8 van EL 2000/46/EG.

Der Unionsrechtsgesetzgeber konstatiert hierbei die gesetzliche Fiktion, dass die Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch in E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag: *“Als de geldwaarde op een rekening wordt gehouden die met niet-elektronische middelen kan worden gebruikt, wijst dat erop dat het een storting is. Het is bijvoorbeeld onwaarschijnlijk dat een rekening waarop cheques kunnen worden opgenomen, elektronisch geld is. Als een product zo is ontworpen dat het waarschijnlijk alleen kan worden gebruikt voor het doen van betalingen van beperkte bedragen en niet als een middel om te sparen, dan wijst dat kenmerk erop dat het elektronisch geld is. [...] Met andere woorden, bij een storting wordt een debiteuren-crediteurrelatie gecreëerd waarbij de persoon die de storting accepteert, waarde bewaart voor uiteindelijke teruggave. Elektronisch geld daarentegen impliceert de aankoop van een betaalmiddel*⁷⁵³. Dem folgend ergibt sich, dass das Einlagengeschäft und das E-Geldgeschäft dogmatisch eng verbunden sind und zwingend auf eine Forderung lautend auf Geld abstellen. Der Unterschied liegt im Sparzweck der Einlagen und dem Zweck zur Durchführung von Zahlungsvorgängen des E-Geldes.

404 De ECB kan ook verdere steun verlenen aan het argument dat deposito's en e-geld juridisch en economisch met elkaar verbonden zijn: *“Het vermoeden moet daarom zijn dat e-geldinstellingen altijd deposito's in ontvangst nemen, zelfs wanneer de periode tussen het in ontvangst nemen van het deposito en de uitputting van de corresponderende monetaire waarde vrij*

⁷⁵³ PERG Hoofdstuk 3A, Richtsnoeren voor het toepassingsgebied van de REG 2011, deel 3A.3: De definitie van elektronisch geld, uitgave 42, september 2019, S 4 (Q15).

beperkt is".⁷⁵⁴ Het e-geldverkeer is een bijzondere vorm van deposito-handel, die ook anders is geregeld als gevolg van verschillende omstandigheden, zoals het ontbreken van een spaardoel en het verbod op rentebetalingen.

Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 405
1990er Jahren. Die EZB hat die wirtschaftliche Similarität von E-Geld
und Einlagen schon 1994 und 1998 in Zusammenhang mit der ersten E-
Geld-RL 2000/46/EG aufgezeigt. Gemäss diesen Erwägungen werden
Einlagen insbesondere für voluminösere Transaktionen herangezogen,
da für betragsmässig kleine Überweisungen verhältnismässig hohe
Gebühren fällig würden. Für derartige Kleinbetragszahlungen soll E-
Geld dienen: *"In het verslag van 1994 werden de economische overe-
enkomsten tussen zichtdeposito's met het banksysteem enerzijds en de op pre-
paidkaarten geladen waarde anderzijds aangegeven. In beide gevallen vert-
rouwt de klant immers een deel van zijn bezittingen toe aan een instelling.
Daarom concurreert elektronisch geld in veel gevallen met traditioneel bank-
geld, een situatie die aanleiding geeft tot bezorgdheid over het gelijke speelveld.
In het geval van zichtdeposito's kan het beschikbare geld worden gemobiliseerd
via verschillende betalingsinstrumenten, zoals cheques, overschrijvingsop-
drachten, enz. In het geval van elektronisch geld kunnen de beschikbare mid-
delen alleen worden gemobiliseerd met een specifiek betalingsinstrument, dat
het opslagmedium is dat de koopkracht vertegenwoordigt. Wanneer de uitgever
van elektronisch geld een kredietinstelling is, wordt elektronisch geld in eco-
nomische zin een deelverzameling van bankgeld, hoewel er duidelijk praktische*

⁷⁵⁴ Athanassiou/Mas-Guix, ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects, nr. 7 / juli 2008, S 34, FN 91.

en technische verschillen zijn. Traditioneel bankgeld wordt bijvoorbeeld niet vaak gebruikt voor de aankoop van goederen en diensten met een zeer lage waarde, omdat de verwerkingskosten via betalingsinstrumenten die er gebruik van maken, een te groot deel van de transactiekosten zouden vertegenwoordigen; omgekeerd zou elektronisch geld misschien niet worden gebruikt voor transacties met een hoge waarde".⁷⁵⁵

- 406 Het feit dat e-geld alleen een monetaire waarde kan hebben in de zin van een in geld uitgedrukte waarde volgt ook uit het arrest van het EVA-Hof in de zaak Edmund Falkenhahn AG - volgens hetwelk e-geld ook niet voor beleggingsdoeleinden kan worden gebruikt; als een penning dus aan de marktvolatiliteit onderhevig is, kan het voor beleggingsdoeleinden worden aangeschaft, kan e-geld nooit aanwezig zijn: *"Om zijn functie als elektronische vervanger van muntstukken en bankbiljetten te kunnen vervullen, moet het opgeslagen e-geld, dat te allen tijde tegen nominale waarde moet worden terugbetaald, te allen tijde een waarde hebben die overeenkomt met de waarde van de daarvoor betaalde geldbedragen. Bijgevolg kan elektronisch geld niet worden gebruikt voor spaar- of beleggingsdoeleinden. Bijgevolg valt een bedrijfsmodel waarbij de waarde van elektronisch geld gekoppeld is aan de prijs van goud voor risico van de houder van elektronisch geld, niet onder het toepassingsgebied van de richtlijn betreffende elektronisch geld. Als elektronisch geld aan de goudprijs zou kunnen worden gekoppeld, zou de feitelijke terugbetaling tegen nominale waarde op basis van de*

⁷⁵⁵ ECB-verslag over elektronisch geld, augustus 1998, blz. 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

*goudprijs zuiver toevallig zijn. Elektronisch geld kan dus niet worden gekoppeld aan iets anders dan zijn monetaire waarde.*⁷⁵⁶ Dit betekent dat penningen, die gegevens of software met een inherente waarde en dus digitale inhoud in de zin van koopwaar of speciaal gedefinieerde virtuele valuta's vertegenwoordigen, en die dus aan marktschommelingen onderhevig kunnen zijn, nooit e-geld kunnen vertegenwoordigen, ook al hebben ze ook een betalingsvertegenwoordigende functie.⁷⁵⁷

Uit het bovenstaande volgt dat de terugbetaalbaarheid van e-geld een 407
wezenlijk onderdeel van de feiten is en niet slechts een juridisch gevolg, aangezien terugbetaalbaarheid het bestaan van een vordering impliceert. De (onvoorwaardelijke) terugbetaalbaarheid van middelen is inherent aan de depositohandel. De e-geldtransactie is altijd een depositotransactie, die echter aan een ander regime onderworpen is wanneer een elektronisch opgeslagen monetaire waarde onmiddellijk wordt uitgegeven. Als er echter geen stortingstransactie kan bestaan, kan er geen e-geldtransactie plaatsvinden. Als gevolg daarvan is het recht om de nominale waarde in te wisselen inderdaad van toepassing op zowel de depositotransactie als de e-geldtransactie.

Terwijl een betaling met een debetkaart dus is opgezet als een "pay- 408
now-systeem" en een betaling met een kredietkaart functioneert volgens een "pay-later-systeem", wordt in het geval van e-gelddbetaling de betaling quasi op voorhand gedaan aan een uitgever van e-geld en wordt deze waarde vervolgens alleen nog maar overgedragen om een

⁷⁵⁶ EVA E-9/17, punt 46.

⁷⁵⁷ Zie ook hoofdstuk II.2.7.8; zie ook EVA-EVA E-9/17, R 27, volgens welke elektronisch geld alleen aan een geldbedrag kan worden gekoppeld en altijd moet overeenkomen met de nominale waarde van de ontvangen valuta.

betalingstransactie uit te voeren ("pay-before-systeem").⁷⁵⁸ Als er geen vraag is - voor de teruggave van het gegeven geldbedrag - en als een dergelijke vraag niet aan de passiefzijde van de boeken van een bedrijf staat, kan er ook geen sprake zijn van e-geld; betalingstransacties zijn, zoals uitgelegd, alleen gebaseerd op geldbedragen, zodat vorderingen op goederen geen e-geld kunnen vormen. Als er een recht op terugbetaling van het geldbedrag bestaat, is terugbetaling tegen nominale waarde niet alleen de logische opeenvolging en het juridische gevolg van het bestaan van een vordering of een recht op terugbetaling, maar is terugbetaling of terugbetaling tegen nominale waarde in feite exemplarisch voor het bestaan van deposito's of e-geld. Dogmatisch gezien is dit ook consistent en de terugbetaalbaarheid van de nominale waarde als constitutief criterium voor het bestaan van e-geld vloeit voort uit het vereiste van een monetaire waarde in de vorm van een vordering (onvoorwaardelijk terugbetaalbare gelden of monetaire bedragen als gevolg van de depositotransactie).⁷⁵⁹ Dit mag en mag er echter niet toe

⁷⁵⁸ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaar op de E-Money Act 2010, marge nr. 51 (blz. 30).

⁷⁵⁹ Critici zouden kunnen aanvoeren dat het vereiste en dus de terugbetaalbaarheid is vastgelegd in artikel 3, lid 1, onder b), van de REG en artikel 2, lid 2, van de REG, terwijl de terugbetaalbaarheid tegen nominale waarde niet in de term is gedefinieerd, maar is omgezet in artikel 44 van de REG en artikel 11 van de REG, en dus - in tegenstelling tot de terugbetaalbaarheid - slechts een rechtsgevolg is. Zoals reeds uiteengezet is dit echter niet het geval, aangezien de depositotransactie altijd in aanmerking moet worden genomen bij de beoordeling van de e-geldtransactie en de terugbetaling van de nominale waarde bijgevolg ook moet worden gebaseerd op een realistisch voorbeeld. Een andere beoordeling is niet mogelijk, zelfs niet als rekening wordt gehouden met de verschillende behandeling van deposito's in verband met hun spaardoel, wat betekent dat rente en soms hogere tarieven voor vergoedingen dan voor e-geld toelaatbaar zijn.

leiden dat het e-geldregime gemakkelijk wordt omzeild, bijvoorbeeld door slechts een bepaald percentage van het e-geld af te lossen. Dit zal echter niet regelmatig een probleem vormen met betrekking tot penningen, aangezien, zoals de EU-wetgever in overweging 10 van de vijfde antiwitwasrichtlijn stelt, virtuele valuta en e-geld elkaar wederzijds uitsluiten.

Alleen vorderingen kunnen in dit proces worden verzilverd. Munten die digitale inhoud vertegenwoordigen in de zin van een grondstof of zelfs virtuele valuta zijn dus geen e-geld, maar kunnen onafhankelijk daarvan door een emittent worden teruggekocht, wat fiscale gevolgen kan hebben, of, vanuit het oogpunt van de regelgeving, ook een bureau de change kan zijn.⁷⁶⁰ Elektronisch geld staat voor centralebankgeld dat al is uitgegeven en dient niet om nieuwe monetaire eenheden of waarde-eenheden zoals penningen te creëren. E-geld kan alleen bestaan als een penning daadwerkelijk het fiatgeld vertegenwoordigt dat is uitgegeven.⁷⁶¹

409

⁷⁶⁰ Zie hoofdstuk II.2.9 over wisselkantoren.

⁷⁶¹ Cf. *Lintner in Vonkilch (Hrsg), E-Geldgesetz 2010, § 1 Rz 15 en 16 met betrekking tot BaFin Merkblatt ZAG 2011: "Deze koppeling aan "conventioneel contant of giraal geld" in combinatie met de "terugbetalingsverplichting" [...] is bedoeld om de invloed van de centrale banken op het monetaire beleid grotendeels veilig te stellen en dient ter bescherming van het valutamonopolie van de staat. [...] De uitgifte van primair geld is nog steeds uitsluitend voorbehouden aan de centrale bank en aan kredietinstellingen die "spiegelgeld" creëren. De verplichting om e-geld uit te geven ten belope van de nominale waarde van het ontvangen bedrag wordt ook ingegeven door het monetaire beleid [...]. Als daarentegen bijvoorbeeld goederen of diensten worden gegeven in plaats van een geldbedrag, valt deze uitwisseling via elektronische betaalsystemen niet onder de definitie van elektronisch geld volgens de duidelijke bewoordingen van de wet op het elektronisch geld, zelfs niet als een soortgelijke economische functie wordt vervuld.*

Het begrip "tegen betaling van een geldbedrag" moet in ruimere zin worden opgevat dan tegen betaling van "wettig betaalmiddel" en verwijst enerzijds naar hetzelfde wettig betaalmiddel, d.w.z. contant geld en boekgeld, en anderzijds naar e-geld zelf, dat een representatieve functie heeft als betaalmiddel. Met betrekking tot de ZDG heeft de wetgever duidelijk gesteld dat e-geld ook onder het begrip "geldbedrag" valt.⁷⁶² Het is belangrijk op te merken dat penningen die tegen e-geld worden uitgegeven op hun beurt weer e-geld kunnen vertegenwoordigen.⁷⁶³ Indien een penning zowel tegen betaling van geldbedragen als tegen betaling van andere penningen die geen deposito's of e-geld vertegenwoordigen kan worden verkregen, kan dit er in feite toe leiden dat de penningen die met geldbedragen worden verkregen, wettelijk gezien e-geld vertegenwoordigen, terwijl de penningen die met andere penningen in de bovengenoemde zin worden verkregen, geen e-geld vertegenwoordigen (in dit geval zou de vordering betrekking moeten hebben op de terugbetaling van de gegeven activa - eenmaal geldbedragen, eenmaal andere penningen). Vanuit juridisch oogpunt zou een dergelijke constellatie dus aanleiding geven tot twee verschillende penningen, afhankelijk van het type aankoop; zelfs als het technisch mogelijk is dat er slechts één penning wordt uitgegeven, zou deze vermenging van e-geld met niet-geld wettelijk ontoelaatbaar zijn als

⁷⁶² Artikel 3, lid 1, sub b, EG juncto artikel 4, lid 1, punten 54 en 18, van de ZDG.

⁷⁶³ Zie in detail *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht - Regulatische Grauzone?, LJZ 2/18, p 63 (p 67).

dezelfde penning wordt verworven door middel van andere crypto-valuta's⁷⁶⁴, aangezien het niet mogelijk zou zijn te begrijpen welke penningen van hetzelfde type e-geld moeten vertegenwoordigen en welke niet. Om als e-geld te kwalificeren, is het daarom noodzakelijk om te differentiëren of de verwerving plaatsvindt door middel van een geldbedrag of met penningen die zelf geen e-geld vertegenwoordigen. De cruciale juridische vraag lijkt te zijn of er e-geld aanwezig kan zijn als een uit te geven penning alleen kan worden verkregen met fiatgeld en penningen die geen e-geld vertegenwoordigen.⁷⁶⁵ In dit geval worden niet alleen geldbedragen gegeven en dit pleit tegen het bestaan van e-geld.⁷⁶⁶ Als er echter een verzoek om terugbetaling van de gegeven geldbedragen en penningen wordt gedaan, kan ook worden aangevoerd dat aan alle criteria voor e-geld is voldaan (in dit geval "tegen betaling van een geldbedrag") en dat een "te hoge" terugbetaling (in de vorm van penningen, die naast de betaalde geldbedragen opzij moeten worden gezet) niet schadelijk is voor het bestaan van e-geld (en dus ook ontwijking onmogelijk wordt gemaakt).

Uiteindelijk zal het waarschijnlijk nodig zijn om opnieuw een onderscheid te maken met betrekking tot de verkrijging door middel van fiatgeld en andere penningen - die volgens het Liechtensteinse recht niet gereguleerd zijn - en deze constellatie lijkt ook slechts een andere manifestatie van het hierboven beschreven probleem te zijn, waarbij 411

⁷⁶⁴ Die op hun beurt geen e-geld vormen.

⁷⁶⁵ Bijvoorbeeld, als een aankoop alleen kan worden gedaan door 50% fiatgeld en 50% andere niet-gereguleerde penningen te geven, ongeacht of dit economisch haalbaar is.

⁷⁶⁶ Cf. ook EVA E-9/17 van 30.05.2018 - er is geen e-geld als het tegen goud wordt uitgegeven.

een penning kan worden verkregen in ruil voor fiatgeld of andere penningen. Indien ten minste een gedeeltelijke verwerving door middel van fiatgeld wordt overwogen, kan worden aangenomen dat de aldus verkregen penningen ook e-geld vertegenwoordigen als de overige elementen van het delict van e-geld zijn vervuld - in tegenstelling tot die welke met crypto-valuta's zijn verworven. Opvallend genoeg kan het geen verschil maken of een nieuw uitgegeven speelfiguur wordt uitgegeven in ruil voor fiatgeld of lopers of in ruil voor fiatgeld en lopers.⁷⁶⁷ Als een token tegen fiatgeld wordt uitgegeven, zal het ook zo'n token vertegenwoordigen als aan de andere elementen van het e-geldconcept wordt voldaan, terwijl een token van hetzelfde ontwerp dat tegen crypto-valuta wordt uitgegeven, geen e-geld vertegenwoordigt. In het geval van de aankoop van een penning tegen fiatgeld en crypto-valuta's wordt dit probleem alleen maar groter; als bijvoorbeeld een nieuw uitgegeven penning voor 50% wordt verworven tegen CHF en 50% tegen ETH, zal de 50% of 0,5 eenheden van de penning e-geld vertegenwoordigen, mits aan alle andere kenmerken wordt voldaan, terwijl de andere 50% geen e-geld vertegenwoordigt; de verhouding moet juridisch gezien irrelevant zijn. Hoewel een dergelijke uitvoering technisch mogelijk is, is zij juridisch gezien ontoelaatbaar, aangezien er twee verschillende penningen zouden moeten worden uitgegeven en bovendien een vergunning als e-geldinstelling vereist zou zijn voor de penningen die e-geld vertegenwoordigen.

⁷⁶⁷ Wat hier bedoeld wordt, is dat een penning in een Token Offering in een eerste geval tegen fiatgeld of virtuele valuta's (beide worden geaccepteerd als tegenprestatie) kan worden verkregen, terwijl in een tweede geval het noodzakelijk is dat penningen alleen tegen fiatgeld en virtuele valuta's kunnen worden verkregen (bijv. tegen betaling van 50 % van de aankoopprijs in CHF en 50 % in FTK).

De monetaire waarde van e-geld is ofwel gebaseerd op software ofwel opgeslagen op een fysieke drager (bv. kaart/chip). Een belangrijk kenmerk van e-geld is dat er geen betaalrekening hoeft te worden geopend en dat er geen geïndividualiseerde elementen zoals een wachtwoord of PIN- of TAN-invoer en geen handtekening nodig zijn voor de betalingsautorisatie.⁷⁶⁸⁷⁶⁹ 412

De definitie van e-geld mag de technische innovatie niet in de weg staan.⁷⁷⁰ Tegen deze achtergrond rijst de vraag of de decentralisatie van de blokketen in strijd is met het e-geldregime, ondanks de intentie van technologische neutraliteit. Het e-geldregime maakt het mogelijk de e-geldwaarde te beheren op de server van een emittent (*specifieke rekening voor elektronisch geld*). Dit mag echter niet leiden tot de conclusie dat e-geld alleen op dergelijke specifieke rekeningen voor elektronisch geld mag worden aangehouden (die door de uitgevende instelling moeten worden aangehouden). 413

In plaats daarvan kan e-geld worden opgeslagen op de hierboven genoemde kaart- en softwaregebaseerde systemen naast deze servergebaseerde systemen. Met name bij softwarematige systemen is opslag op gegevensdragers zoals de harde schijf van een computer denkbaar. Dit geldt echter ook voor de blokketen of de portemonnee, die uiteindelijk op dezelfde manier op gegevensdragers worden opgeslagen, zij het op een gedecentraliseerde manier, d.w.z. op meerdere gegevensdragers. 414

⁷⁶⁸ In dit geval zou een gepersonaliseerd instrument, d.w.z. een betalingsinstrument overeenkomstig artikel 4, lid 1, punt 48, van de ZDG, beschikbaar zijn.

⁷⁶⁹ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaar op de E-Money Act 2010, Rz 1 ff (p 12 f).

⁷⁷⁰ Overweging 8 van de Richtlijn Elektronisch Geld 2009/110.

In de geest van technologische neutraliteit moet de formulering van overweging 8 van de E-geldrichtlijn, waarin wordt verwezen naar elektronisch geld "op een drager die in het bezit is van de houder van elektronisch geld", aldus worden uitgelegd dat onder "bezit" wordt verstaan de bevoegdheid om over de elektronische penningen te beschikken in de zin van een vordering in digitale munten of een elektronische portemonnee/portefeuille, Vooral omdat de nationale civielrechtelijke stelsels zullen verschillen in de rechtsgebieden die onder het recht van de Unie vallen en het zeker niet de bedoeling van de regelgeving is om het afhankelijk te maken van het respectieve nationale civielrechtelijke recht of er al dan niet elektronisch geld beschikbaar is of hoe dit moet worden uitgevoerd of overgemaakt met betrekking tot de opslag.⁷⁷¹ Een overdracht van dergelijk opgeslagen e-geld kan worden uitgevoerd door het overdragen van de vertegenwoordigde vordering. Het is niet nodig om het over te maken naar een e-geld-specifieke betaalrekening bij de nieuwe crediteur. In plaats daarvan moet de emittent van e-geld worden aangemeld als de debiteur van de nieuwe crediteur. Dit kan worden gedaan door het e-geld van de rechthebbende aan te bieden.

- 415 Rekening houdend met het bovenstaande en met de beginselen van het burgerlijk recht en indachtig het feit dat e-geld een vordering op de uitgevende instelling vertegenwoordigt, moet het mogelijk zijn om penningen die e-geld vertegenwoordigen op een portemonnee te houden en deze ook over te dragen aan een "peer-to-peer" keten. Volgens het zuiver burgerlijk recht hoeft een schuldenaar niet noodzakelijkerwijs

⁷⁷¹ Cf. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaar op de E-Money Act 2010, marge nr. 1 e.v. (blz. 12 e.v.) en overweging 8 van de E-Money Directive 2009/110.

op de hoogte te worden gesteld van een cessie tussen de cedent (voormalige schuldeiser) en de cessionaris (nieuwe schuldeiser). De cessionaris, d.w.z. een emittent van elektronisch geld, zou echter de betaling aan de vorige schuldeiser kunnen voortzetten als deze laatste (de cessionaris) niet op de hoogte was gesteld van de cessie. In de praktijk is dit echter waarschijnlijk minder problematisch met betrekking tot penningen, aangezien het recht op terugbetaling en dus de vordering die in het e-geld tot uiting komt, ook gekoppeld is aan het e-geld - in het geval van gemunt e-geld, aan de penning. De (nieuwe) schuldeiser onderscheidt zich van de schuldenaar door het e-geld te presenteren.⁷⁷² Er zij op gewezen dat een portemonnee voor gemunt elektronisch geld die door de uitgever van elektronisch geld of een andere aanbieder ter beschikking wordt gesteld, als betaalrekening moet worden aangemerkt, aangezien elektronisch geld een geldbedrag vormt overeenkomstig artikel 4, lid 1, nr. 18 ZDG en een betaalrekening overeenkomstig artikel 4, lid 1, nr. 51 ZDG een rekening op naam van betalingsdienstgebruikers is die kan worden gebruikt om betalingstransacties uit te voeren.⁷⁷³

⁷⁷² De houder van het e-geld - ook in de vorm van penningen - moet aan de uitgever bewijzen dat hij de rechtmatige houder is, d.w.z. dat hij het recht heeft om over het e-geld te beschikken; door de publiciteit en het permanente karakter van de blokketen zal dit bewijs regelmatig gemakkelijk te verkrijgen zijn en kan dus met technische middelen worden voorkomen dat er een probatio diabolica ontstaat. Er is echter geen whitelisting nodig, in die zin dat het gemerkte e-geld alleen kan worden overgemaakt naar geïdentificeerde portemonnees of portemonneehouders.

⁷⁷³ Opgemerkt moet worden dat de ZDG alleen van toepassing is op het professioneel aanbieden van dergelijke betalingsdiensten (artikel 2, lid 1 ZDG) met betrekking tot het uitvoeren van betalingstransacties via een portemonnee waarop elektronisch geld kan worden bewaard; particulieren worden hierdoor

Een dergelijke portemonnee, waarop e-geldmunten kunnen worden bewaard, zou daarom worden geclassificeerd als een betaalrekening. Het aanhouden van betaalrekeningen door betalingsdienstaanbieders is met name gekoppeld aan de deposito- en opnametransacties of andere betalingsdienstaanbieders die rekeningen aanhouden.⁷⁷⁴ Daarnaast moet het echter ook mogelijk zijn om e-geldmunten op privé-portemonnees te houden, mits het protocol van penningen en portemonnees technisch compatibel is; een dergelijke privé-portemonnee kan echter geen betaalrekening in de zin van de ZDG vormen.

2.7.4 Conclusie geldwaarde en beheer van e-geld op de portemonnee

416 Zoals al herhaaldelijk is gezegd vanwege het belang ervan, is het essentiële kenmerk van e-geld het bestaan van een geldvordering op een uitgevende instelling. Indien een penning als onafhankelijk penningtuig een intrinsieke waarde heeft en deze waarde dus moet worden gezien naar analogie van goederengeld of virtueel geld, maar niet als fiatgeld⁷⁷⁵, vertegenwoordigt het een goed in de vorm van software die

niet beïnvloed, tenzij zij zelfstandig, regelmatig en met het oogmerk om een economisch voordeel te behalen, d.w.z. op professionele basis, betalingsdiensten aanbieden. Er zij ook op gewezen dat de interne schaduwrekeningen van een emittent, die bijvoorbeeld het elektronisch geld van de emittent in omloop weerspiegelen, niet als betaalrekeningen worden beschouwd, aangezien zij niet bestemd zijn voor de uitvoering van betalingstransacties, cf. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 29.11.2017, P 2. a).

⁷⁷⁴ Zie artikel 4, lid 1, Z 5, 12 en 24 ZDG.

⁷⁷⁵ Zie overweging 8 van de vijfde witwasrichtlijn, waarin e-geld als fiatgeld wordt aangemerkt.

wordt verkocht door een dienstverlener op het gebied van softwareontwikkeling en bevat het geen geldvordering op een emittent; de waarde van een dergelijk penning wordt gevormd op basis van de markt volgens vraag en aanbod, vergelijkbaar met Bitcoin, Ether of het penning van het bekendste Liechtensteinse blokketenbedrijf, Aeternity. De waarde komt echter niet voort uit een contractuele vordering op een Emittent. Het e-geldbedrijf is in principe een depositobedrijf, dat vanwege juridische fictie anders wordt behandeld als aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. De relatie met het depositobedrijf betekent echter dat de monetaire waarde van de e-geldtransactie in de vorm van een vordering onder het e-geldconcept alleen gebaseerd is op onvoorwaardelijk terug te betalen gelden of geldbedragen, en vorderingen voor de aankoop van goederen en/of diensten zijn niet inbegrepen. Het recht om tegen nominale waarde in te kopen of - preciezer gezegd - het recht om het verstrekte geld in te kopen is dus een constitutief element van e-geld.

Elektronisch geld mag technische innovatie niet in de weg staan. Als 417
gevolg daarvan is zelfs de decentralisatie van de blokketen in overeenstemming met het e-geldregime. E-geld kan worden beheerd op de server van een uitgever (specifieke rekening voor elektronisch geld). Aan de andere kant kan e-geld ook worden opgeslagen op kaart- of softwaregebaseerde systemen. Volgens het zuiver burgerlijk recht gebeurt de overdracht van e-geld door de overdracht van de vordering die door het e-geld wordt vertegenwoordigd. Indien een dergelijke toewijzing van gefrankeerd e-geld in de blokketen plaatsvindt door het overmaken van het overeenkomstige penningstuk naar een portemonnee, hoeft een emittent van e-geld als debiteur niet noodzakelijkerwijs van deze procedure op de hoogte te worden gesteld. Op grond van

§ 1395 ABGB kan de emittent, als cessus of debiteur, de betaling aan de vorige schuldeiser met bevrijdende kracht voortzetten indien deze niet in kennis is gesteld van de cessie. De facto vormt dit echter geen probleem, aangezien de vordering - en dus de terugbetaalbaarheid of de terugbetaling ervan tegen de nominale waarde van het e-geld - gekoppeld is aan de penning. Iedereen die een emittent benadert als de partij die het recht heeft om over een e-geldmunt te beschikken, heeft het recht om de vordering te verzilveren en tegelijkertijd de emittent te informeren over de cessie; het recht om over een dergelijk e-geldmunt te beschikken kan precies worden gegarandeerd vanwege de technisch gegarandeerde traceerbaarheid van transacties in een blokketen.

- 418 Een portemonnee waarop elektronisch geld kan worden aangehouden en vervolgens kan worden overgemaakt, moet als betaalrekening worden aangemerkt indien deze door een uitgever van elektronisch geld zelf of door een externe dienstverlener wordt verstrekt. Los daarvan is het, zoals hierboven uiteengezet, ook mogelijk om e-geld op particuliere portemonnees te houden zonder dat daarvoor een vergunning als betalingsinstelling nodig is op basis van de civielrechtelijke regels voor het overmaken van e-geld.

2.7.5 E-geld en vrijstellingen

- 419 Een ander element van e-geld is de haalbaarheid van betalingstransacties in overeenstemming met de ZDG. Een betalingstransactie wordt gedefinieerd als een voorziening, opname of overdracht van geld geïnitieerd door de betaler of de begunstigde.⁷⁷⁶

⁷⁷⁶ Art 4 (1) Z 54 ZDG.

Ten slotte moet, om als e-geld te worden geclassificeerd, een monetaire waarde in de bovengenoemde zin ook door derden worden geaccepteerd. De ECA is niet van toepassing op een monetaire waarde die alleen door de eigen uitgevende instelling wordt aanvaard. Bovendien geldt een uitzondering voor e-geld waarvoor een vergunning vereist is, indien een monetaire waarde wordt uitgegeven op een voorafbetaald instrument dat slechts in zeer beperkte mate kan worden gebruikt. Hier gelden, analoog aan de ZDG, de uitzonderingen van het zeer beperkte productaanbod (aanbod van goederen of diensten) en het beperkte netwerk van dienstverleners (beperkte netwerken).⁷⁷⁷ Het netwerk moet als beperkt worden beschouwd indien een instrument uitsluitend wordt geaccepteerd voor de aankoop van goederen of diensten in een ontvangstkantoor of in een winkelketen (winkelketen; franchise of shop-in-shop-oplossing⁷⁷⁸) (verbinding van de partijen door middel van een commerciële overeenkomst).⁷⁷⁹ Het productaanbod wordt als zeer beperkt beschouwd als het doel van het betaalinstrument "*daadwerkelijk beperkt is tot een vast aantal functioneel gekoppelde goederen of*

⁷⁷⁷ Artikel 2, lid 2, van de ECG in samenhang met artikel 3, lid 1, onder g) en i), van de ZDG; zie hoofdstuk II.2.8.2.

⁷⁷⁸ De shop-in-shop-oplossing heeft betrekking op goederen en/of diensten die door een bepaalde detailhandelaar in overeenstemming met overweging 13 van de BDR II worden geleverd. Deze uitzondering kan relevant zijn als een Crypto-Exchange een intern betaalinstrument (in de vorm van penningen) wil uitgeven waarmee andere virtuele valutamunten kunnen worden verkregen (ook of vooral als de Crypto-Exchange multilateraal is).

⁷⁷⁹ Overweging 5 van de E-geldrichtlijn in samenhang met artikel 3, lid 1, onder k), van de PSD II-richtlijn.

diensten".⁷⁸⁰ In dit verband moet rekening worden gehouden met specifieke groepen van goederen of met goederen die met elkaar verband houden.⁷⁸¹ Praktische voorbeelden van dergelijke instrumenten - zonder aanspraak te maken op volledigheid - zijn klantenkaarten, reis- en parkeerkaarten, brandstofkaarten, lidmaatschapskaarten, enz.⁷⁸²

421 Krachtens de BDR II moet de nationale toezichthoudende autoriteit, d.w.z. de FMA in Liechtenstein, op de hoogte worden gebracht indien een dergelijke uitzondering op het beperkte netwerk wordt gebruikt en de totale waarde van de betalingstransacties in de voorafgaande twaalf maanden meer dan 1 miljoen EUR bedraagt. In dit verband moet ook aan de FMA worden meegedeeld van welke uitzondering gebruik wordt gemaakt.⁷⁸³

2.7.6 Handel in stalmunten en e-geld aan de hand van het voorbeeld van Tether

422 In dit hoofdstuk wordt ingegaan op penningen of stalmunten, die e-geld vertegenwoordigen. In tegenstelling tot Duitsland is de bilaterale handel tegen zijn eigen boekje met penningen die e-geld vertegenwoordigen, niet onderworpen aan enige toezichtproblematiek. Volgens

⁷⁸⁰ Overweging 13 PSD II.

⁷⁸¹ Bijvoorbeeld als een instrument uitsluitend kan worden gebruikt om geodata of bepaalde beleggingsproducten te verwerven. Met name de mogelijkheid om via een instrument afzonderlijke soorten producten of diensten te verkrijgen, zal deze uitzondering regelmatig rechtvaardigen. Zie hoofdstuk II.2.3.1a de algemene term.

⁷⁸² Overweging 5 van de E-geldrichtlijn in samenhang met overweging 14 van de PSD II-richtlijn.

⁷⁸³ Artikel 37, lid 2 PSD II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>; artikel 3, lid 3 ZDG. In de ZDG is de drempelwaarde in afwijking van de richtlijn vastgesteld op 1 miljoen CHF of het equivalent daarvan in euro.

Liechtenstein is e-geld (ook in de vorm van penningen) geen financieel instrument.⁷⁸⁴ De Duitse bankwet (KWG) bepaalt echter in § 1, lid 11, nr. 7 dat rekeneenheden, d.w.z. penningen in de zin van virtuele valuta's, ook financiële instrumenten zijn. Daarom zou er volgens het Duitse recht mogelijk sprake kunnen zijn van concurrentie tussen (geautoriseerd) e-geld en financiële instrumenten in het kader van de KWG. Maar zelfs als er een uitzondering is voor e-geld (waarvoor een vergunning vereist is), is het onwaarschijnlijk dat het concept van financiële instrumenten onder het Duitse recht tot leven komt, aangezien een dergelijke monetaire waarde in de vorm van een token (rekeeneheid) vanuit dogmatisch oogpunt nog steeds e-geld vertegenwoordigt, ook al is er geen vergunning als e-geldinstelling vereist.

Terugkomend op het Liechtensteinse recht, is de handel in elektronisch 423
geld voor eigen rekening geen uitgifte of distributie van elektronisch
geld, die onder de EGG of ZDG zou vallen. Dit vormt evenmin een af-
lossing van de vordering door de emittent of een aan hem toe te rekenen
entiteit.⁷⁸⁵ Volgens het burgerlijk recht zou dit een cessie van
schuldvorderingen zijn en, in het geval van commerciële aankoop van
schuldvorderingen, kan dit ook een echte factoringtransactie zijn, die
volgens het Liechtensteinse recht geen bancaire transactie is.⁷⁸⁶

Het is juist dat e-geld een geldvordering is. Deze vordering kan worden 424
vertegenwoordigd in een penning. Een ruiltransactie in de zin van een

⁷⁸⁴ Zie hoofdstuk II.2.2.2, toelichting 221.

⁷⁸⁵ Dit wordt in Duitsland anders beoordeeld, zie *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

⁷⁸⁶ Zie hoofdstuk II.2.2.4.

wisselkantooractiviteit overeenkomstig artikel 2, lid 1, onder l), van de DDA⁷⁸⁷ ten aanzien van de uitgever van e-geld met een penning die e-geld vertegenwoordigt, kan niet plaatsvinden. Als de vordering op de emittent wordt "geruild", wordt deze daadwerkelijk ingewisseld en vervalt deze. De opvatting dat het omwisselen van e-geld of e-geld dat wordt vertegenwoordigd door penningen voor wettig betaalmiddel of virtuele valuta⁷⁸⁸ een wisselkantooractiviteit is in de zin van de DDA weerspiegelt de heersende (toezichts)opvatting de lege ferenda (vanaf de implementatie van de 5e wijziging van de DDA). De⁷⁸⁹ indeling als fiatgeld door de wetgever van de Unie suggereert dat e-geld een vordering voor geld - en ook voor deposito's - vertegenwoordigt.⁷⁹⁰ In

⁷⁸⁷ IdF LGBI 2009.047; zie hoofdstuk II.2.9.

⁷⁸⁸ In overweging 8 van de vijfde witwasrichtlijn wordt e-geld als fiatgeld beschouwd. Aangezien de vijfde witwasrichtlijn in Liechtenstein nog niet ten uitvoer is gelegd, is alleen de verandering van wettig betaalmiddel tegen virtuele valuta's, d.w.z. niet de verandering van e-geld in virtuele valuta of wettig betaalmiddel, vooralsnog gedekt.

⁷⁸⁹ Zie overweging 8 van de vijfde witwasrichtlijn, 2018/843 (status: aangenomen besluit dat door de EER-EVA wordt onderzocht), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>; de vierde witwasrichtlijn, 2015/84, daarentegen, is sinds 1 augustus 2019 van kracht, hoewel deze al op voorhand is omgezet in de DDA met LGBI 2017.047 (BuA 2016/159), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>) de 6e Witwasrichtlijn 2018/1673, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, is echter vooralsnog niet relevant voor de EER; *Nägele/Bergt*, cryptocurrencies en block-chain-technologie in het Liechtensteinse toezichtsrecht - grijs gebied van regelgeving? LJZ 2/18, p. 63 (p. 66) - hier werd ten onrechte aangenomen dat e-geld een virtuele valuta is, hoewel e-geld en virtuele valuta's elkaar uitsluiten.

⁷⁹⁰ De criteria "monetaire waarde", "in de vorm van een vordering", "tegen betaling van een geldbedrag" en "om betalingstransacties met hem uit te voeren"

Liechtenstein is bij de invoering van de TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 en BuA 2019/93, de wettelijke verplichting om fiatgeld om te wisselen voor andere fiatgeld of virtuele valuta's voor het bestaan van wisselkantoren of VT-wisseldienstverleners niet ten uitvoer gelegd.⁷⁹¹ Los daarvan is het, volgens de woorden van overweging 8 van de vijfde witwasrichtlijn, duidelijk dat virtuele valuta's uit economisch oogpunt geen medium zijn om te wisselen zonder intrinsieke waarde, d.w.z. fiatgeld. De wetgever van de Unie gaat er dus ook van uit dat virtuele valuta's een intrinsieke waarde hebben die vergelijkbaar is met goederengeld.⁷⁹²

Een andere vraag is of matching (als risicovrije tussenpersoon of in de loop van de gematchte hoofdhandel) mogelijk is met betrekking tot e-geld (vooral in de vorm van penningen). Als het systeem is gemodelleerd naar een centrale tegenpartij⁷⁹³, dan is er uiteindelijk alleen sprake van een transactie tegen het eigen boek en dat kan, zoals al is uitgelegd, met betrekking tot e-geld. Dit kan worden tegengegaan door het feit dat elektronisch geld te allen tijde tegen nominale waarde moet kunnen worden afgelost, zonder dat er een minimumlimiet voor de terugbetaalbaarheid geldt.⁷⁹⁴ Dit doet de vraag rijzen naar het nut van multilaterale handelsplaatsen voor e-geld - e-geld, of de onderliggende vordering, moet door de emittent te allen tijde a pari kunnen worden

zijn dus allemaal nauw met elkaar verbonden en hebben betrekking op monetaire vorderingen op een emittent, die in zijn boeken aan de passiefzijde worden weergegeven - net als deposito's in de zin van deposito-activiteit.

⁷⁹¹ Zie in detail hoofdstuk II.2.9.

⁷⁹² Zie hoofdstuk II.2.7.8.

⁷⁹³ Zie hoofdstuk II.2.4.7.

⁷⁹⁴ Overweging 18 van de richtlijn betreffende elektronisch geld.

afgelost. Waarom zou iemand dan meer of minder dan de corresponderende nominale waarde voor e-geld betalen als e-geld altijd tegen nominale waarde moet worden afgelost en dus niet onderhevig is aan volatiliteit en ook niet geschikt is voor spaardoeleinden, maar in de eerste plaats dient om betalingstransacties uit te voeren?⁷⁹⁵ Minstens één reden zou kunnen liggen in bijvoorbeeld valutaspeculatietransacties. Aangezien de vordering echter tegen de emittent is en deze de nominale waarde moet terugbetalen, kan een schuldeiser van de vordering (e-geldhouder) deze ook naar believen verkopen. Dit doet geen afbreuk aan de verplichting van de emittent om de overeenkomstige nominale waarde te overhandigen aan de persoon die gerechtigd is om over het e-geld te beschikken in ruil voor de terugbetaling of aflossing van het e-geld.⁷⁹⁶

- 426 In het geval van een dergelijke fusie van convergerende belangen met betrekking tot e-geld of penningen die e-geld vertegenwoordigen, rijst ook de vraag of dit voldoet aan de definitie van de verdeling van e-

⁷⁹⁵ EVA-Hof van 30.05.2018 over E-9/17.

⁷⁹⁶ Zie artikel 11, leden 1 en 2, van de richtlijn betreffende elektronisch geld en artikel 44 van het EG-Verdrag betreffende de uitgifte en terugbetaling van elektronisch geld tegen nominale waarde. Zie ook het arrest van het EVA-Hof van Justitie van 30 mei 2018 in zaak E-9/17 tussen Edmund Falkenhahn AG en de Liechtensteinse autoriteit voor de financiële markt, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. In het specifieke geval moeten de rekeneenheden "Wereld" en "Geld" worden uitgegeven tegen wettelijke valuta's, waarbij de waarde van de rekeneenheden afhankelijk moet worden gemaakt van de marktwaarde van goud. De fondsen van de klant moeten worden veiliggesteld door te investeren in goud. Dit is dan ook in strijd met de E-geldrichtlijn, aangezien e-geld, zoals uitgelegd, op elk moment tegen nominale waarde kan worden terugbetaald en goud bovendien geen veilig, laag risico of veilig, liquide activum is.

geld. Behalve de uitgevers van elektronisch geld zelf mogen alleen hun agenten of personen uit hoofde van artikel 14, lid 1, van de ECG een dergelijke distributie⁷⁹⁷ uitvoeren.⁷⁹⁸ Terwijl de uitgifte van e-geld, d.w.z. de uitgifte van monetaire waarden in de vorm van elektronisch of magnetisch opgeslagen rekeneenheden tegen vooruitbetaling van monetaire bedragen, is voorbehouden aan een uitgevende instelling (de overeenkomstige vordering wordt geregistreerd in de boeken van de uitgevende instelling), is ook distributie via agenten mogelijk.⁷⁹⁹ Distributie daarentegen is gebaseerd op het verzilveren, doorverkopen aan het publiek, verzilveren op verzoek van een klant van elektronisch

⁷⁹⁷ Cf. de definitie in artikel 14, lid 2, ECG "*een uitgifte van elektronisch geld via agenten of personen als bedoeld in lid 1 is verboden*", hetgeen suggereert dat de personen in artikel 14, lid 1, ECG geen agenten zijn; agenten worden gekenmerkt door het feit dat zij namens een instelling voor elektronisch geld elektronisch geld en andere betalingsdiensten mogen distribueren en/of aflossen (artikel 3, lid 1, onder e), ECG). Daarnaast kunnen belangrijke operationele taken - waaronder de aflossing en/of distributie van e-geld - worden uitbesteed. De uitbesteding van belangrijke operationele taken van een uitgever van elektronisch geld mag niet zodanig worden uitgevoerd dat de kwaliteit van de interne controle en de toezichtactiviteiten van de FMA wezenlijk worden aangetast (artikel 13 van de ERK). Aanbevolen wordt om een duidelijke schriftelijke overeenkomst over rechten en plichten te sluiten tussen de betalingsinstelling en de dienstverlener. Het onderscheid tussen de activiteiten van agenten en de uitbesteding van belangrijke operationele taken is begrijpelijker geregeld in het Oostenrijkse artikel 15 van de inleidende wet op de Oostenrijkse bankwet in combinatie met de artikelen 21 en 22 van de Oostenrijkse wet op de financiële diensten (öZaDiG) dan in Liechtenstein, waar het onmiddellijk duidelijk is dat het om andere activiteiten gaat.

⁷⁹⁸ Artikel 14 en artikel 5, lid 2, onder a), van het EG-Verdrag, juncto artikel 7, leden 4 tot en met 6, en artikel 25 ZDG.

⁷⁹⁹ Muri, Distributie van e-geld via derden, outsourcing en agenten in *Vonkilch* (red.), Commentaar op de e-geldwet 2010, § 15 Rz 3 (blz. 213).

geld, of het aanvullen van elektronisch-geldproducten of het aanbieden van een distributiekanaal voor elektronisch geld.⁸⁰⁰ De loutere afstemming of bundeling van belangen met betrekking tot e-geld op een platform valt dus niet onder de enge definitie van distributie. Bovendien is het een kenmerkend kenmerk van agenten en andere personen die aan hen kunnen worden toegerekend (plaatsvervangende agenten) dat zij betalingsdiensten voor rekening van de emittent verrichten. Een emittent van elektronisch geld is ook aansprakelijk voor handelingen van zijn agenten en andere personen die hem kunnen worden toegerekend.⁸⁰¹ Het moet derden echter vrij staan om voor eigen rekening en op eigen risico de door hen verworven e-geld(-vorderingen) te verkopen. Er⁸⁰² zij echter op gewezen dat met de gedeeltelijke opneming van de vijfde witwasrichtlijn in het EER-acquis en met de nationale tenuitvoerlegging van deze wettekst in Liechtenstein een verandering van e-geld ten opzichte van ander fictief geld of een verandering van fictief

⁸⁰⁰ *Muri*, Distributie van e-geld via derden, outsourcing en agenten in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaar op de e-geldwet 2010, § 15 Rz 5 f (S 213 f.)

⁸⁰¹ Art. 15 EGG als *lex specialis* naar § 44 Slotdivisie PGR.

⁸⁰² In het burgerlijk recht gaat het om een synchrone verkrijging of overdracht van een vordering en niet om een voorziening, overdracht of opname van een geldbedrag door de betaler of de begunstigde. Een dergelijke transactie vormt geen betalingstransactie, aangezien het geldbedrag (de vordering) door de betaler of de begunstigde wordt verworven. Bij afwezigheid van een betalingstransactie wordt geen betalingsdienst (inclusief een betalingsinitiatiedienst) verleend; zie artikel 4, lid 1, nr. 54 en nr. 40, nr. 39, nr. 41 ZDG in samenhang met artikel 2, lid 2 ZDG. Zie ook de definitie van wisselkantoren in artikel 2, lid 1, onder l), van de DDA, zoals gewijzigd bij LGBl 2009.047, die grotendeels gebaseerd is op overweging 8 van de vijfde ARC-richtlijn. De bepaling met betrekking tot het omwisselen van e-geld voor ander fiatgeld of virtuele valuta's zou anders achterhaald zijn als dit toch een betalingstransactie en dus een betalingsdienst in de zin van de DDA zou zijn.

geld zoals e-geld ten opzichte van virtuele valuta's de activiteit van een wisselkantoor vormt.⁸⁰³

Evenzo moet het mogelijk zijn om de belangen met betrekking tot elektronisch geld samen te brengen zonder als agent of andere toerekenbare persoon te⁸⁰⁴ worden gekwalificeerd, vooral omdat dit, zoals hierboven uitgelegd, niet eens een verkoopactiviteit is die gericht is op de verkoop. Zelfs in het geval van een verkoop in een dergelijk scenario moet het aan de verkopende entiteit worden overgelaten om dit op eigen risico en in eigen naam te doen en niet in naam van de uitgevende instelling. 427

Hoewel de loutere samenvoeging van verwervings- en afstotingsbelangen met betrekking tot e-geld uit prudentieel oogpunt niet problematisch lijkt, is de feitelijke afwikkeling van dergelijke transacties een betalingsdienst. Bij een dergelijke verrekening worden de partijen enerzijds wettig betaalmiddel of virtueel betaalmiddel overgemaakt en anderzijds geld (e-geld).⁸⁰⁵ Sinds PSD II is de uitzondering voor han- 428

⁸⁰³ Zie toelichting 424 bij de marge en hoofdstuk II.2.9.

⁸⁰⁴ Deze personen moeten identificeerbaar zijn voor een instelling voor elektronisch geld en hun vertegenwoordiging aan derden bekendmaken.

⁸⁰⁵ Geldovermaking als betalingstransactie in de zin van artikel 4, lid 1, punt 54, van de ZDG. De overdracht van e-geld dat via een multilateraal systeem met behulp van penningen is verworven, vormt ook een betalingsdienst, aangezien dit een geldbedrag is in de zin van de ZDG.

delsagenten beperkt in die zin dat zij niet tegelijkertijd de koop- en verkoopkant mogen vertegenwoordigen, maar een handelsagent mag alleen namens de betaler of de begunstigde optreden, niet voor beide.⁸⁰⁶

429 Vervolgens zal op basis van de "Tether"-zaak, die door de media is aangevochten en van praktisch belang is, moeten worden geanalyseerd of de stabiele munt USD Tether (USDT) e-geld vertegenwoordigt, aangezien dit vaak wordt aangetroffen als de tegenhanger van handelsparen op handelsplatformen voor penningen.⁸⁰⁷ In het kader van deze analyse moet de juridische aard van de koppeling nader worden besproken. Tether is of wordt doorlopend uitgegeven door Tether Limited, Hong Kong.⁸⁰⁸ De voorwaarden van Tether Limited bepalen dat Tether voor 100% onder de Tether Reserve valt. Als bijvoorbeeld USDT door Tether Limited wordt overgenomen, is deze 1:1 aan de Amerikaanse dollar gebonden. Indien USDT 100,00 wordt gekocht, zal Tether Limited USD 100,00 aan reserves aanhouden om deze tether tokens zo stabiel mogelijk in waarde te houden of om de aflossing te garanderen.⁸⁰⁹ Het-

⁸⁰⁶ BuA 2019/11, blz. 36 f; overweging 11 PSD II. Wanneer een handelsagent optreedt namens een betaler en een begunstigde, kan de vrijstelling alleen worden gehandhaafd als de handelsagent op geen enkel moment de middelen van de klant controleert. Deze uitzondering zou denkbaar zijn voor een handelsagent en betalingsdienaarbieder op grond van artikel 4, lid 1, Z 40 en 39 in combinatie met artikel 2, lid 2, lit e ZDG.

⁸⁰⁷ Bijvoorbeeld op het platform <https://www.bitpanda.com/de> van de Oostenrijkse Bitpanda GmbH, dat op 15.09.2019, 18:11 uur werd opgeroepen.

⁸⁰⁸ <https://tether.to/contact-us/> toegang tot 29 juli 2019, 17.45 uur.

⁸⁰⁹ De waarde van Tether is niet de intrinsieke waarde van de token zelf (in de zin van een token of software als handelswaar), maar de eis om de token in te

zelfde is ook mogelijk met Euro, dus nieuw uitgegeven Euro Tether (E-URT) kan worden aangeschaft door Euro's toe te voegen in een verhouding van 1:1. Tether Limited verbindt zich er ook contractueel toe om de uitgegeven Tether in te kopen, waarbij Tether Limited zich het recht voorbehoudt om een "terugbetaling" van Tether te bevoorrechten en Tether Limited in het algemeen uitsluit van aansprakelijkheid voor eventuele nadelen in verband met de terugbetaling.⁸¹⁰

Op basis van dit gevormde uitgangspunt vertegenwoordigt tether een 430 elektronisch opgeslagen monetaire waarde. Deze waarde vloeit voort uit de contractuele vordering op Tether Limited (uitgever) om de tether terug te ruilen voor het corresponderende fictieve geldbedrag. Er kan dus gesteld worden dat de tether wordt uitgegeven in de vorm van een

ruilen voor de overeenkomstige equivalente waarde. Tether worden ook vernietigd "brandend" wanneer ze worden teruggenomen, zie *Valera*, Tether Burns Half Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, toegankelijk op 29.07.2019, 18:39.

⁸¹⁰ <https://tether.to/legal/> in der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am 29.07.2019, 17:46 - insb Klausel 3 "About Tether Tokens; General Restrictions" und Klausel 14.8 "Limitation of Liability & Release"; vgl auch <https://tether.to/> aufgerufen am 15.03.2019, wonach es heisst wie folgt: "Elke tether wordt altijd voor 100% gedekt door onze reserves, die de traditionele valuta en kasequivalenten omvatten en, van tijd tot tijd, andere activa en vorderingen op leningen van Tether aan derden, die gelieerde entiteiten kunnen omvatten (collectief, "reserves")", während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: "Elke tuier wordt altijd 1 op 1 gedekt door de traditionele valuta die in onze reserves wordt aangehouden. Dus 1 USD\$ is altijd gelijk aan 1 USD. "<https://web.archive.org/web/20190219054619/https://tether.to/> - vgl hierzu *Khatri*, 14.03.2019, 13:20, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

schuldvordering op de emittent (tether limited) voor verschillende geldbedragen, aangezien de emittent zich oorspronkelijk onbeperkt, en later met gedeeltelijke beperkingen, heeft verbonden tot het (onvoorwaardelijk) aflossen van tether limited. Door Tether te koppelen aan wettig betaalmiddel is het duidelijk dat Tether kan worden gebruikt om het betalingsverkeer af te wikkelen. Bovendien is er een aanvaarding van Tether voor de uitvoering van dergelijke betalingstransacties buiten de Emittent om.⁸¹¹

- 431 Concluderend kan worden gesteld dat Tether een model zou zijn voor het e-geldregime van de Unie. Zoals uit de overwegingen 13 en 18 van de richtlijn betreffende elektronisch geld blijkt,⁸¹² is het aanvaarden van geld geen aanvaarding van deposito's of andere terugbetaalbare gelden, op voorwaarde dat er rechtstreeks elektronisch geld voor wordt uitgegeven.⁸¹³ *Het is* dan ook een logisch gevolg van de wettelijke fictie van de afbakening van het depositobedrijf dat de feitelijke uitgifte van een geldswaarde in de vorm van een vordering gebaseerd is op het onvoorwaardelijke karakter van de terugbetalingsvordering of -vordering.⁸¹⁴ Als er een onvoorwaardelijke vordering tot terugbetaling van

⁸¹¹ Het laatste element van e-geld, de aanvaarding door andere personen dan de emittent, wordt verondersteld op basis van beruchtheid; zie ook het handelsplatform voor de in FN 807 opgenomen penningen, waarop de tuier wordt aanvaard.

⁸¹² Zie ook de afbakening in artikel 3, lid 3, van de BankG.

⁸¹³ *Lintner*, Federale wet op de uitgifte van elektronisch geld en de toegang tot, de uitoefening van en het toezicht op de activiteiten van instellingen voor elektronisch geld in *Vonkilch* (red.), Commentaar op de wet op het elektronisch geld 2010, § 1, toelichting bij de marge 11 (blz. 45).

⁸¹⁴ Zie artikel 44, leden 1 en 2, van de ECG, op grond waarvan e-geld op verzoek te allen tijde door de uitgevende instelling tegen nominale waarde moet worden terugbetaald.

geldbedragen bestaat, is het logisch dat er een overeenkomstige vordering tot nakoming is (met name een vordering tot terugbetaling). Als de depositotransactie echter kan worden geëlimineerd door een contractuele overeenkomst over een louter voorwaardelijke terugbetalingsclaim, moet dit des te meer gelden voor de e-geldtransactie. Er is ook geen ruimte voor het argument dat de geldwaarde in de vorm van een vordering in verband met het e-geldregime betrekking heeft op betalingstransacties en dat het niet in de eerste plaats gaat om een onvoorwaardelijke verplichting tot terugbetaling van de gegeven geldmiddelen, aangezien in dit geval de meeste (elektronische) vouchers ook als e-geld zouden moeten worden gekwalificeerd, tenzij er een uitzondering op het beperkte netwerk zou gelden. In dit geval zouden dergelijke vouchers ook inwisselbaar moeten zijn, aangezien zij het e-geldregime ten onrechte ten uitvoer zouden leggen - een dergelijke interpretatie is echter onhoudbaar; de vordering op een emittent voor de monetaire waarde (d.w.z. e-geld) kan daarom niet worden onttrokken aan de vordering tot terugbetaling van het ingeleverde geldbedrag (in ruil voor de monetaire waarde). Als er echter sprake is van e-geld, bepalen de toezichthoudende autoriteiten dat de terugbetaling van e-geld aan strikte voorwaarden moet worden onderworpen en niet mag worden beperkt - noch in de tijd, noch in het bedrag. Elke tuijer wordt gedekt door de betaalde nominale waarde⁸¹⁵ en er is geen voorwaardelijke terugbetalingsclaim.

Het is echter van essentieel belang dat de Elektronische-geldwet en de Elektronische-geldrichtlijn, op basis waarvan de Elektronische-geldwet

⁸¹⁵ Zie Rz 429.

in nationaal recht is omgezet, bedoeld zijn om de toegang tot, de uitoefening van en het toezicht op de activiteiten van instellingen voor elektronisch geld mogelijk te maken. Het toepassingsgebied van de Wet op het elektronisch geld strekt zich dus uitsluitend uit tot de commerciële uitgifte van elektronisch geld door uitgevers van elektronisch geld.⁸¹⁶ De emittenten van e-geld zijn voornamelijk e-geldinstellingen en banken.⁸¹⁷ Aangezien e-geld op basis van EU-wetgeving echter alleen legaal in de EU en de EER bestaat, vallen alleen emittenten van e-geld die e-geld uitgeven in de EER en de EU onder de richtlijn. Omgekeerd - en meer in het bijzonder - impliceert de beperking van de uitgifte van elektronisch geld, die in de eerste plaats door de E-geldrichtlijn wordt geregeld, tot CRR-kredietinstellingen en instellingen voor elektronisch geld impliciet het lokale toepassingsgebied van de E-geldrichtlijn, die betrekking heeft op het grondgebied van de EU/EER met betrekking tot de uitgifte van elektronisch geld, aangezien de bovengenoemde instellingen alleen op dit grondgebied over een vergunning kunnen beschikken.⁸¹⁸

433 Bijgevolg kan e-geld alleen in de EU en de EER worden uitgegeven. In het geval van een constellatie met verkooppunten in de EER of de EU die namens een (buitenlandse) emittent optreden, vindt de emissie niettemin plaats in de EU of de EER. In het geval van Tether wordt echter aangenomen dat Tether Limited of de entiteiten die eraan kunnen worden toegeschreven, geen invloed hebben op een probleem in de EU

⁸¹⁶ Artikel 1 en artikel 2, lid 1, van de E-geldrichtlijn; artikel 1, lid 1, van de E-geldrichtlijn; zie ook hoofdstuk II.2.7.1.

⁸¹⁷ Artikel 3, lid 1, onder c), van de ECG; artikel 1, lid 1, onder a) en b), van de Richtlijn Elektronisch Geld.

⁸¹⁸ Zie hoofdstuk II.2.7.1.

of de EER. Hoewel tether dus in principe voldoet aan alle elementen en kenmerken van elektronisch geld, opereert tether limited buiten dit geografische gebied en geeft tether uit in een rechtsgebied dat waarschijnlijk onbekend is met elektronisch geld.⁸¹⁹ Dit sluit bijgevolg ook het materiële toepassingsgebied uit, aangezien het gebaseerd is op een vordering op de emittent van elektronisch geld. Vanuit Liechtenstein gezien is de in Hongkong gevestigde Tether Limited echter geen emittent van elektronisch geld in de zin van de EU-wetgeving. Aangezien de e-geldrichtlijn, zoals hierboven uiteengezet, alleen betrekking heeft op de uitgifte van e-geld, valt de verdere distributie van een token, dat in principe e-geld zou zijn als het in de EU of de EER was uitgegeven, door een derde onderneming in de EU of de EER - die niet verbonden is met de emittent - niet onder het toezicht.⁸²⁰ Kortom, het gaat hier niet om (geautoriseerd) elektronisch geld in de zin van de REG of de REG (maar alleen als het in de EU of de EER is uitgegeven), en de handel in dergelijk ongeautoriseerd elektronisch geld (bilateraal en/of multilateraal) door een afzonderlijke, onafhankelijke onderneming in Liechtenstein leidt niet tot een vergunningsplicht.⁸²¹

⁸¹⁹ Indien e-geld echter wordt geweigerd, moet er in principe voor worden gezorgd dat een depositotransactie toch niet in overeenstemming met het respectieve buitenlandse rechtsgebied tot stand komt, aangezien deze, zoals hierboven uiteengezet, van soortgelijke aard zijn.

⁸²⁰ Tenminste als het niet anders geregeld is op nationaal niveau. Een distributie van tuiers in Liechtenstein moet om de genoemde redenen ongereguleerd zijn.

⁸²¹ Tenminste voor zover een dergelijke Stablecoin geen financieel instrument is. Zie hoofdstuk II.2.2.2 Duitse bankwet (KWG) voor dit en voor de handel in e-geld voor eigen rekening als financiële dienst.

2.7.7 Conclusie bilaterale en multilaterale actie inzake elektronisch geld

434 De handel in e-geld voor eigen rekening of in penningen die e-geld vertegenwoordigen is moeilijk te onderscheiden van de distributie van e-geld. Op grond van artikel 2, lid 1, nr. 3, onder g), van de vijfde antiwitwasrichtlijn is het omwisselen van fiatgeld (d.w.z. e-geld) in virtuele valuta een dienst van het wisselkantoor die onderworpen is aan een due diligence-onderzoek, maar niet noodzakelijkerwijs een betalingsdienst; de onderliggende vordering die e-geld vertegenwoordigt, wordt overgedragen door middel van cessie. Zelfs de verdeling van e-geld is soms moeilijk te onderscheiden van de uitgifte van e-geld, omdat de uitgifte van e-geld wordt bepaald door wie de vordering die voortvloeit uit de uitgifte van e-geld in de boeken verschijnt.⁸²² Wanneer een verkoopagent optreedt namens en voor risico van een uitgever van elektronisch geld, geeft de uitgever het elektronisch geld rechtstreeks uit; ook de uitbesteding van de uitgifte van elektronisch geld of de uitgifte door agenten is verboden.⁸²³ De distributie in de zin van de E-geldrichtlijn of de ECA, zoals de naam indirect impliceert, vindt echter altijd plaats voor rekening van een uitgever van elektronisch geld en is toegestaan door personen uit hoofde van artikel 14, lid 1, van de ECA of door agenten op wie de desbetreffende regelgeving van toepassing is. De handel in eigen naam in elektronisch geld (distributie in eigen naam) is echter geen activiteit waarvoor een vergunning als instelling voor elektronisch geld of als betalingsinstelling vereist

⁸²² Muri, Vertrieb von E-Money über Dritte, Auslagerung und und Agents in Vonkilch (Hrsg), Commentaar op de E-Money Act 2010, § 15 Rz 6 (blz. 214).

⁸²³ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentaar op de E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

is.⁸²⁴ Dit in tegenstelling tot Duitsland, waar de KWG⁸²⁵ bepaalt dat rekeneenheden als financiële instrumenten moeten worden beschouwd; deze indeling naar Duits recht lijkt te leiden tot tegenstrijdige concurrentie tussen e-geld en financiële instrumenten wanneer, bijvoorbeeld, gemunt e-geld wordt verkocht in de handel voor eigen rekening, waarvoor een vergunning als financiële instelling dus passend lijkt.⁸²⁶

Ook de handel in (gemunt) e-geld lijkt naar Liechtensteins recht geen 435 problemen op te leveren, omdat ook hier de contractant of exploitant van een dergelijk handelsplatform als centrale tegenpartij optreedt en dus in eigen naam voor eigen rekening handelt. Een handelsplatform voor (getoken) e-geld dat in feite multilateraal gestructureerd is, waarbij de exploitant als risicovrije tussenpersoon optreedt en slechts overname- en afstotingsbelangen met betrekking tot e-geld bij elkaar brengt, levert ook uit toezichtsoogpunt geen problemen op. Indien een dergelijke tussenpersoon echter ook de uitvoering van het contract (afwikkeling) uitvoert, vormt dit een betalingsdienst waarvoor toestemming moet worden verleend, aangezien bij een dergelijke transactie enerzijds wettig betaalmiddel en anderzijds soms geld (e-geld) wordt overgemaakt. Een dergelijke handel in e-geld is niet in strijd met het recht om e-geld tegen nominale waarde af te lossen, aangezien de vordering op de emittent ongewijzigd blijft; alleen de houder van de vordering verandert. Sinds de invoering van PSD II kan de uitzondering

⁸²⁴ *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 110 f.

⁸²⁵ Zie § 1 lid 11 nr. 7 KWG - "Rekeneenheden".

⁸²⁶ *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 111.

voor handelsagenten niet meer worden gebruikt als iemand als handelsagent of makelaar optreedt in het kader van de in Liechtenstein geldende ADHGB voor zowel de verkoper als de koper. In het geval van commerciële levering van de bovengenoemde transacties met betrekking tot e-geld kan er soms sprake zijn van echte factoring, maar hiervoor is in Liechtenstein geen vergunning op grond van de financiële wetgeving vereist (in tegenstelling tot Oostenrijk, waar zowel echte als niet-echte factoring als bankactiviteiten worden aangemerkt).

- 436 Het begrip e-geld omvat niet de monetaire instrumenten die, hoewel ze in principe e-geld vertegenwoordigen als ze in de EU/EER worden uitgegeven, worden uitgegeven in derde landen die niet vertrouwd zijn met het e-geldregime. Bijgevolg leidt het verhandelen of op de markt brengen van dergelijke penningen door derden, d.w.z. ondernemingen die niet met de uitgevende instelling verbonden zijn, niet tot een vergunningsplicht op grond van de wetgeving inzake de financiële markten in Liechtenstein.
- 437 Een voorbeeld van zo'n e-money token waarvoor geen toestemming nodig is, is de Stablecoin Tether. Dit voldoet in principe aan alle vereisten van e-geld, aangezien er te allen tijde een recht op terugbetaling tegen nominale waarde bestaat; als Tether in de EU of de EER zou worden uitgegeven, zou het specifieke ontwerp ervan slechts een onjuiste uitvoering van de e-geldregeling zijn.

2.7.8 Monetaire waarde - Herroeping van de beltoonclausule?

438

E-geld, met zijn monetaire waarde, wordt verplicht verrekend met een in geld uitgedrukte vordering. E-geld is dus ook fiatgeld, dat onvermijdelijk is afgeleid van overweging 8 van de vijfde witwasrichtlijn, waarin ook de status quo met betrekking tot de huidige regelgeving voor virtuele valuta's aan de orde komt: *"Dienstverleners die het wisselen tussen virtuele valuta's en fiatgeld vergemakkelijken (d.w.z. dat zij de uitwisseling tussen virtuele valuta's en fiatgeld vergemakkelijken)". munten en biljetten die als wettig betaalmiddel zijn gedeclareerd en elektronisch geld van een land dat in het land van uitgifte als ruilmiddel wordt aanvaard) en aanbieders van elektronische portemonnees zijn door de Unie niet verplicht om verdachte activiteiten te melden".*⁸²⁷ Een token, dat dus virtuele valuta's vertegenwoordigt die vergelijkbaar zijn met goederengeld, omdat het een intrinsieke waarde heeft door de getoonde gegevens of software en de functionaliteit ervan, kan geen fiatgeld vertegenwoordigen en dus ook geen e-geld. De wetgever van de Unie heeft duidelijk gemaakt dat virtuele valuta's geen objecten zonder intrinsieke waarde (d.w.z. fiatgeld) vertegenwoordigen die als ruilmiddel functioneren - in dit geval zou het voldoende zijn geweest om fiatgeld alleen te gebruiken. Munten, zelfs als ze geen rechten op zich vertegenwoordigen, zoals Bitcoin, vertegenwoordigen geen fiatgeld. Dit wordt ook uitdrukkelijk verduidelijkt door de EU-wetgever in overweging 10 van de vijfde GW-richtlijn: *"Virtuele valuta's mogen niet worden verward met elektronisch geld in de zin van [de richtlijn betreffende elektronisch geld], met het bredere begrip "geld" in de zin van [de BDR II], met diensten of betalingstransacties in overeenstemming met [de BDR II] of met spelvaluta's die alleen binnen een bepaalde spelomgeving kunnen worden gebruikt. Hoewel virtuele valuta's vaak*

⁸²⁷ Overweging 8 van de vijfde ARC-richtlijn 2018/843.

*worden gebruikt als betaalmiddel, kunnen ze worden gebruikt voor andere doeleinden en kunnen ze bredere toepassingen hebben, zoals een ruilmiddel, investering, producten voor waardebehoud of voor gebruik in online casino's".*⁸²⁸

Buiten de e-geldrichtlijn om stelt de Europese wetgever dus dat virtuele valuta en e-geld elkaar uitsluiten. Munten die in aanmerking komen als virtuele valuta kunnen geen e-geld vormen. Toch hoeven penningen niet noodzakelijkerwijs virtuele valuta's te vertegenwoordigen en kunnen ze wel degelijk e-geld vertegenwoordigen, mits dit de bedoeling is; de reikwijdte van het e-geldregime in verband met penningen zal daardoor waarschijnlijk zeer beperkt zijn.

- 439 Dies hat auch die EBA bereits vor langem erkannt: "VC's [Anm: Virtual Currencies] kunnen (i) worden overgedragen van de ene gebruiker naar de andere via elektronische middelen, (ii) worden opgeslagen op een elektronisch apparaat of server en (iii) elektronisch worden verhandeld. [...] Het doel van bovengenoemde definitie is een onderscheid te maken tussen VC's en (fiat)-valuta en, in het bijzonder, tussen e-geld als digitale representatie van FC [Anm: Fiat Currency]. In de economische theorie vervult geld drie verschillende functies: 1. een rekeneenheid, 2. een ruilmiddel en 3. een waardeopslag. In principe zouden VC's een of meer van de functies van geld kunnen vervullen. De bovenstaande definitie van risicokapitaalfondsen weerspiegelt echter het feit dat deze functies, althans op dit moment, niet vergelijkbaar zijn in ter-

⁸²⁸ Overweging 10 van de vijfde richtlijn van de Raad van 2018/843; volgens artikel 3 nr. 18 van de vijfde richtlijn van de Raad van 2018/843 worden virtuele valuta's gedefinieerd als: "een digitale weergave van een waarde die niet is uitgegeven of gegarandeerd door een centrale bank of een overheidsinstantie en die niet noodzakelijkerwijs gekoppeld is aan een bij wet gedefinieerde valuta en die niet de juridische status van een valuta of van geld heeft, maar door natuurlijke of rechtspersonen als ruilmiddel wordt geaccepteerd en die elektronisch kan worden verzonden, opgeslagen en verhandeld".

men van kwaliteit en niet altijd tegelijkertijd of in dezelfde mate worden vervuld. Bovendien is het opnemen van de term "valuta" in de benaming "durfkapitaalfonds" vanuit regelgevingsoogpunt misleidend, aangezien dit de hoogste liquiditeit van het activum impliceert, die binnen de geografische grenzen van het bedrijf breed of universeel wordt geaccepteerd, en ook de uitwisselbaarheid met andere (virtuele en fictieve) valuta's, wat niet noodzakelijkerwijs voor elk afzonderlijk durfkapitaalfonds het geval hoeft te zijn".⁸²⁹

Het begrip "monetaire waarde" is niet nader gedefinieerd in de richtlijn 440 betreffende e-geld. Dit element hangt echter nauw samen met de andere elementen "in de vorm van een vordering op de emittent", "uitgegeven tegen betaling van een geldbedrag" en "om betalingstransacties uit te voeren" en moet vanuit teleologisch oogpunt strikt worden geïnterpreteerd. Het is dan ook duidelijk dat een monetaire waarde uitsluitend gebaseerd is op geld in de zin van de economische theorie van de EBA als rekeneenheid, ruilmiddel en waardeopslag, zoals hierboven vermeld. Het kenmerk van de geldwaarde kan vervolgens ook worden gelijkgesteld met het element "in de vorm van een vordering op de emittent" dat ontstaat wanneer geldbedragen in de zin van de EBA worden geaccepteerd. Zo wordt een geldbedrag gegeven, wat resulteert in een vordering voor de teruggave van ditzelfde geldbedrag en dus de geldswaarde bepaalt in de vorm van een vordering, die elektronisch wordt opgeslagen. Bijgevolg kan deze geldwaarde ook worden gebruikt voor de verwerking van betalingstransacties, wat op zijn beurt vereist dat er

⁸²⁹ EBA-advies over "virtuele valuta's", EBA/Op/2014/08, 04.07.2014, S. 12, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

een geldbedrag wordt verstrekt, opgenomen of overgemaakt; de geldwaarde kan dus enkel gebaseerd zijn op een geldvordering.⁸³⁰ De opvatting van de BaFin en een deel van de Duitse doctrine, volgens welke een monetaire waarde elk soort ruilmiddel vertegenwoordigt, is derhalve dogmatisch onjuist en moet ook worden afgewezen op grond van de interpretatie van nationaal recht dat is gericht op de vereisten van het Europees recht (interpretatie in overeenstemming met richtlijnen of gemeenschapsrecht). Dit is met name het geval omdat de e-geldactiviteiten uiteindelijk een depositotransactie vormen die, indien gekoppeld aan bepaalde voorwaarden (in de zin van het EG-Verdrag), andere gevolgen heeft dan de depositotransactie op grond van de bankwet; de depositotransactie is gebaseerd op de aanvaarding van (onvoorwaardelijke) terugbetaalbare gelden.⁸³¹

441 Een elektronisch opgeslagen monetaire waarde heeft een bewijsfunctie en een dergelijke waarde registreert enerzijds de vordering op een uitgevende instelling en anderzijds het bedrag van de monetaire vordering.⁸³²

442 De opvatting dat penningen als digitale inhoud gegevens of software met een intrinsieke waarde vertegenwoordigen of, vanwege hun classificatie als virtuele valuta, geen fiat geld vertegenwoordigen, in samenhang met overweging 6 van de e-geldrichtlijn, spreekt in het algemeen tegen de subsumptie van penningen in het kader van het e-

⁸³⁰ Cf. artikel 1, lid 4, van de E-geldrichtlijn: "*Deze richtlijn is niet van toepassing op monetaire waarde die is opgeslagen op instrumenten die onder de derogatie van artikel 3, onder k), van de*" BDR I vallen. De geldwaarde kan dus alleen betrekking hebben op geldbedragen waarmee betalingsverrichtingen kunnen worden uitgevoerd.

⁸³¹ Zie in detail hoofdstuk II.2.7.3.

⁸³² *Gerhartinger*, de civielrechtelijke beoordeling van e-geld in *Vonkilch* (Hrsg.), Wet op het elektronisch geld 2010, blz. 11 (blz. 28; toelichting bij de marge 46).

geldregime. Volgens deze overweging staat het toepassingsgebied van de richtlijn betreffende elektronisch geld niet open voor monetaire activa die kunnen worden gebruikt om digitale goederen of diensten te verwerven indien een exploitant of emittent een extra intrinsieke waarde aan een monetair activum toevoegt, bijvoorbeeld *"in de vorm van toegangs-, zoek- of transmissiefaciliteiten"*.⁸³³ Dit veronderstelt verder dat het *"goed of de dienst alleen kan worden gebruikt met een digitaal apparaat, zoals een mobiele telefoon of computer, en dat de exploitant van het telecommunicatie-, digitale of IT-systeem of-netwerk niet louter als tussenpersoon tussen de gebruiker van de betalingsdienst en de leverancier van de goederen of diensten optreedt"*.⁸³⁴ Dit zou kunnen worden verondersteld als een betaling rechtstreeks aan de exploitant wordt gedaan en er geen debiteuren-crediteurrelatie tussen een gebruiker en een aanbieder van de goederen of diensten tot stand komt.

Deze uitzondering op het toepassingsgebied van het EG-Verdrag en de E-geldrichtlijn, in Duitsland ook bekend als de beltoonclausule,⁸³⁵ is van toepassing op digitale goederen of diensten die door de exploitant ter beschikking worden gesteld. *"Indien de marktdeelnemer ten minste betrokken is bij de waardecreatie van het product, is hij niet uitsluitend een tussenpersoon en is de uitzondering dus van toepassing"*.⁸³⁶ In dit verband is een exploitant betrokken bij het genereren van toegevoegde waarde als aan een product een onafhankelijke waarde wordt toegevoegd in de zin

⁸³³ Overweging 6 van de Richtlijn Elektronisch Geld 2009/110.

⁸³⁴ Overweging 6 van de Richtlijn Elektronisch Geld 2009/110.

⁸³⁵ Zie *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *Betalingsdienstenwet*, artikel 2 ZaDiG, blz. 38 (kantnotitie 51 mwN).

⁸³⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *Wet op de betalingsdiensten*, artikel 2 ZaDiG, blz. 38 f (kantnotitie 51).

van een extra functionaliteit zoals een toegangs-, zoek- of overdrachtsfaciliteit die in de E-geldrichtlijn wordt genoemd. *"De loutere beschikkingstelling van de communicatielijn waarmee het product wordt verzonden, kan dus ook zo'n toegevoegde waarde hebben."*⁸³⁷

- 444 Dit alles lijkt van toepassing te zijn op netwerkprotocollen op basis van een blokketen en een uitgever die een blokketen of een softwareplatform ontwikkelt, kan soms gebruik maken van deze uitzondering, vooral omdat de loutere levering of ontwikkeling van de technologie, die vervolgens de overdracht van penningen mogelijk maakt, tegen de achtergrond van de hierboven genoemde doctrine een toegevoegde waarde moet hebben. Munten hebben ook regelmatig extra functies die hen door hun uitgevende instelling worden toegekend, bijvoorbeeld toegang tot een platform; ook hier kan worden aangenomen dat er een toegevoegde waarde wordt gecreëerd, die door de uitgevende instelling aan een munteenheid wordt toegevoegd. Als gevolg daarvan lijkt de blokketentechnologie of aanverwante technologieën te hebben geleid tot een stille heropleving van de beltoonclausule, waardoor het e-geldregime niet langer van toepassing is op penningen of virtuele valuta.⁸³⁸ Het e-geldregime lijkt grotendeels ongeschikt om penningen te

⁸³⁷ Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann in Weinger (Hrsg), *Betalingsdienstenwet*, artikel 2 ZaDiG, blz. 39 (margestandaard 51).

⁸³⁸ Vgl auch EZB, *Virtual Currency Schemes*, Oktober 2012, S 16,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf><https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, wonach virtuelle Währungen von E-Geld zu differenzieren sind: "[...] er moet een duidelijk onderscheid worden gemaakt tussen virtuele valutasystemen en elektronisch geld [...]. Hoewel sommige van deze criteria [Anm: von E-Geld] ook door virtuele valuta's worden vervuld, is er één belangrijk verschil. Bij elektronisch-geldsystemen

reguleren, tenzij het ook de eigenlijke bedoeling van een emittent is om e-geld in de vorm van penningen uit te geven. Dit doet echter de vraag rijzen of de voordelen van de gedecentraliseerde technologie te verenigen zijn met de regulering van e-geld, of dat dit vanuit economisch oogpunt niet leidt tot "het ergste van twee werelden".

2.8 Betalingsdiensten en op penningen gebaseerde bedrijfsmodellen

De Wet Betalingsdiensten (ZDG), die⁸³⁹ op 1 oktober 2019 in werking is 445 getreden, is de nationale implementatie van de PSD II.⁸⁴⁰ De ZDG is van toepassing op het commercieel aanbieden van betalingsdiensten door betalingsdienstaanbieders.⁸⁴¹ Betalingsdienstaanbieders zijn banken of CRR-kredietinstellingen, e-geldinstellingen en betalingsinstellingen.⁸⁴²

blijft het verband tussen het elektronisch geld en het traditionele geldformaat behouden en heeft het een wettelijke basis, aangezien de opgeslagen gelden in dezelfde rekeneenheid worden uitgedrukt (bijv. US-dollars, euro's, enz.). In virtuele valutaschema's wordt de rekeneenheid veranderd in een virtuele (bijv. Linden Dollars, Bitcoins)". Token bzw. virtuelle Währungen können sohin einen spekulativen Kern bzw. Anlagecharakter aufweisen, welcher wie ausgeführt dem Vorliegen von E-Geld widerspricht, da E-Geld weder Spar- noch Anlagezwecken dienen darf.

⁸³⁹ LGBl 2019.213.

⁸⁴⁰ Richtlijn 2015/2236, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

⁸⁴¹ Art 2 (1) ZDG; Art 2 (1) PSD II.

⁸⁴² Art 2 (3) ZDG; Art 1 (1) PSD II. Dit is te wijten aan het cascade-achtige licentiesysteem. Banken en instellingen voor elektronisch geld kunnen dus ook betalingsdiensten verrichten; zie artikel 5, lid 2, onder b), van de EGG).

Betalingsdiensten omvatten betalingstransacties⁸⁴³, betalingstransacties⁸⁴⁴, transacties op betaalinstrumenten⁸⁴⁵, geldtransfertransacties⁸⁴⁶ en, sinds PSD II, ook betalingsinitiëringdiensten en rekeninginformatiediensten.⁸⁴⁷

⁸⁴³ Artikel 4 (1)(5) en (12) ZDG; diensten die het mogelijk maken om contant geld te storten of op te nemen van of naar een betaalrekening, alsook alle transacties die nodig zijn voor het aanhouden van een betaalrekening.

⁸⁴⁴ Art 4 lid 1 nr. 45 ZDG (Z 46 leg cit voor de uitvoering van een betalings-transactie waarbij het voor de betalingstransactie relevante bedrag door een creditering wordt gedekt); de uitvoering van betalingstransacties - d.w.z. overmaking, verstrekking of opneming van geldmiddelen door de betaler of de begunstigde (Art 4 lid 1 nr. 54 ZDG) - met inbegrip van de overmaking van geldmiddelen naar betaalrekeningen (Art 4 lid 1 nr. 51 ZDG). Dit omvat pull-betalingen (zoals incasso's) en push-betalingen (overschrijvingen, doorlopende opdrachten).

⁸⁴⁵ Uitgifte van betalingsinstrumenten of de verwerving van betalingsinstrumenten (aanvaarding en afwikkeling). Betaalinstrumenten worden gedefinieerd als gepersonaliseerde instrumenten of procedures die tussen de betalingsdienstgebruiker en de betalingsdienstaanbieder zijn overeengekomen voor het geven van betalingsopdrachten (artikel 4, lid 1, nr. 48 ZDG, artikel 4, nr. 14 PSD II). Er is geen fysiek element nodig en de PIN, handtekening of PIN en TAN kunnen ook een dergelijke gepersonaliseerde procedure en dus een betaalinstrument vormen.

⁸⁴⁶ Art 4, lid 1, nr. 17 ZDG; Art 4, nr. 22 PSD II. Een betaaldienst waarbij geen betaalrekening is ingericht. Het geldbedrag van een betaler wordt overgemaakt aan een betalingsdienstaanbieder die optreedt namens de begunstigde.

⁸⁴⁷ Artikel 2, lid 2, ZDG; artikel 4, lid 3, in samenhang met bijlage I PSD II.

447 De betalingsinitiatiedienst is een dienst waarbij de betalingsdienstgebruiker op verzoek een betalingsopdracht initieert op een betaalrekening bij een andere betalingsdienstaanbieder.⁸⁴⁸ Wat de penningen betreft, kan deze bepaling relevant zijn voor een exploitant van een handelsplatform voor penningen als hij zijn klanten via een in het bedrijfsmodel geïntegreerde bank in staat wil stellen deposito's aan te houden om bij hen op een handelsplatform penningen te verwerven. Indien de exploitant van het handelsplatform de corresponderende betalingsopdrachten namens de klanten doorstuurt, is er sprake van een betaaltriggerdienst.⁸⁴⁹ Als er geen betalingsopdracht wordt getriggerd, maar alleen informatie over het rekeningsaldo wordt weergegeven, bijvoorbeeld binnen het platform, is er geen betalingsinitiatiedienst, maar wel een rekeninginformatiedienst.⁸⁵⁰ Rekeninginformatiediensten zijn online diensten voor de communicatie van geaggregeerde of geconsolideerde informatie over de betaalrekeningen van een betalingsdienstgebruiker.

448 Opmerkelijk is de minimumkapitaalregeling voor betalingsinstellingen in de ZDG, die de PSD II implementeert. Door de veranderde

⁸⁴⁸ Art 4, lid 1 Z 39 ZDG; Art 4, nr. 15 PSD II. Aanbieders van betalingsinitiatiediensten (PISP) bieden de begunstigde de zekerheid dat de betaling is geïnitieerd, zodat de begunstigde de goederen onmiddellijk kan leveren of de dienst kan verlenen (zie overweging 29 van de PSD II).

⁸⁴⁹ De uitzondering voor handelsagenten kan in dit geval echter mogelijkterwijs worden gebruikt, zie overweging 11 van de PSD II-richtlijn.

⁸⁵⁰ Art 4 lid 1 nr. 25 ZDG; Art 4 nr. 16 PSD II (ook Account Information Service Provider; AISP). Deze dienstverleners stellen een gebruiker in staat om in real time een algemeen beeld te krijgen van zijn financiële situatie (overweging 28 van de PSD II-richtlijn).

CHF/EUR wisselkoers sinds PSD I zijn deze effectief gehalveerd. Terwijl het minimumkapitaal voor betalingsinstellingen⁸⁵¹ 250.000,00 CHF bedroeg en 40.000,00 CHF⁸⁵² voor betalingsinstellingen die geldtransferdiensten verlenen, is het minimumkapitaal de lege lata 125.000,00 CHF voor betalingsinstellingen die betalingsdiensten verlenen krachtens artikel 2, lid 2, onder a, b en f tot h ZDG⁸⁵³ en 20.000,00 CHF voor betalingsinstellingen die alleen geldtransferdiensten verlenen.⁸⁵⁴ De met PSD II geïntroduceerde betalingsopdrachtgevende dienstverleners eisen een minimumkapitaal van CHF 50.000,00.⁸⁵⁵ Accountinformatiedienstverleners daarentegen hebben geen vergunning nodig, maar zijn slechts onderworpen aan registratie bij de FMA en moeten een beroepsaansprakelijkheidsverzekering of een gelijkwaardige garantie overleggen.⁸⁵⁶

⁸⁵¹ De vergoeding voor het verlenen van een vergunning aan een betalingsinstelling bij de FMA bedraagt 30.000,00 CHF en de vergoeding voor het verlenen of weigeren van de registratie van een rekeninginformatiedienstverlener bedraagt 15.000,00 CHF (bijlage 1, afdeling A, nr. 1, i, en nr. 2b, a, van de FMA). Bovendien bedraagt de jaarlijkse basistoezichtvergoeding overeenkomstig bijlage 2, titel I, afdeling D, van de FMAA ten minste 20.000,00 CHF en ten hoogste 120.000,00 CHF (of 500.000,00 CHF voor betalingsinstellingen met vertegenwoordigende kantoren of bijkantoren die onderworpen zijn aan toezicht op geconsolideerde basis). Voor rekeninginformatiedienstverleners bedraagt de toezichtsheffing ook CHF 20.000,00 pa, maar maximaal CHF 80.000,00 voor buitenlandse filialen en vertegenwoordigingen die onder geconsolideerd toezicht staan.

⁸⁵² Art 11 ZDG zoals gewijzigd bij LGBl 2009.271.

⁸⁵³ Art 10 lid 2 lit. c ZDG (zoals gewijzigd bij LGBl 2019.213).

⁸⁵⁴ Art 10 (2) verlicht a in combinatie met Art 2 (2) verlicht c ZDG.

⁸⁵⁵ Artikel 10, lid 2, onder b), in samenhang met artikel 2, lid 2, onder e), ZDG.

⁸⁵⁶ Art 11 (1) en Art 12 (1) verlicht m ZDG.

2.8.1 Sterke klantverificatie

449 In overweging 107 van de BDR II wordt gesteld dat de Europese Commissie, om een geharmoniseerde toepassing van de BDR II te waarborgen, de EBA kan opdragen regelgevende technische normen⁸⁵⁷ voor een sterke cliëntauthenticatie te ontwikkelen om de veiligheid van betalingsdiensten te waarborgen. Een sterke klantauthenticatie is een authenticatie die rekening houdt met ten minste twee onafhankelijke elementen op het gebied van kennis, eigendom en inlevingsvermogen.⁸⁵⁸

450 Betalingsdianstaanbieders zijn verplicht om een sterke klantauthenticatie te bieden wanneer een betaler zijn betaalrekening online opent, een elektronische betalingstransactie initieert of via toegang op afstand handelt op een manier die een risico op fraude of ander misbruik creëert.⁸⁵⁹

451 Op basis van artikel 98 van de PSD II heeft de EBA, in samenwerking met de ECB, de technische reguleringsnormen voor sterke klantenauthenticatie ontwikkeld.⁸⁶⁰ Deze RTS of de Del-VO is op 14.03.2018 in

⁸⁵⁷ Regelgevende technische normen; RTS.

⁸⁵⁸ Art 4 No 30 PSD II; Art 4 (1) Z 34 ZDG. Een element van kennis kan bijvoorbeeld een wachtwoord of een PIN zijn. Het bezitselement is gebaseerd op de beschikkingsbevoegdheid van een gebruiker, bijvoorbeeld over een betaalinstrument of een apparaat dat een authenticatiecode genereert. Het element van eigendom is daarentegen gebaseerd op genetische overerving en omvat bijvoorbeeld een vingerafdruk of stemherkenning. Vgl. ook Titel I. Hoofdstuk I.1.2 de "two factor authentication" die gebruikelijk is voor transacties van penningen in de blokketen en die ook naar deze elementen verwijst.

⁸⁵⁹ Art 97, lid 1 PSD II.

⁸⁶⁰ RTS Del-VO 2018/389, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj.

werking getreden.⁸⁶¹ De PSD II zelf is sinds 13 januari 2018 van kracht; bij gebrek aan een eerder besluit van het Gemengd Comité van de EER werd zij in Liechtenstein reeds op grond van het nationale recht ten uitvoer gelegd vanaf 1 oktober 2019. Er⁸⁶² zij op gewezen dat de bepalingen inzake sterke cliëntauthenticatie pas 18 maanden na de inwerkingtreding van de RTS voor de PSD II, d.w.z. pas sinds 14 september 2019 voor de EU, van kracht worden.⁸⁶³

Betalingsdientaanbieders moeten over het algemeen een transactiecontrolemechanisme implementeren dat het mogelijk maakt om rekening te houden met risicogebaseerde aspecten zoals het bedrag van alle betalingstransacties, bekende fraudescenario's, de gebruikte toegangsssoftware, tekenen van malware-infectie en misbruikte of gestolen authenticatie-elementen.⁸⁶⁴ 452

Met het oog op een sterke klantauthenticatie moeten er beveiligingsmaatregelen worden genomen om ervoor te zorgen dat een authenticatiecode niet kan worden vervalst, dat elementen van kennis, bezit of 453

⁸⁶¹ Dit geldt alleen voor het EU-gebied. Wat de EER betreft, is de huidige status: "Goedgekeurd besluit dat door de EER-EVA wordt onderzocht".

⁸⁶² Art 115, lid 1 PSD II.

⁸⁶³ Artikel 97 van de BDR II in samenhang met de omzettingbepaling van artikel 115, lid 4, van de BDR II. Zie ook artikel 38, lid 2, van Verordening (EG) nr. 2018/389.

⁸⁶⁴ Artikel 2 van Del Verordening 2018/389.

inhechtenisneming niet kunnen worden afgeleid uit een authenticatiecode of dat er geen nieuwe authenticatiecode kan worden gegenereerd (reverse-engineering).⁸⁶⁵

2.8.2 Vrijstellingen van de vergunning volgens ZDG

454 De meest relevante uitzonderingen van de ZDG⁸⁶⁶ voor blokketenbedrijven worden hieronder behandeld. Dit zijn onvermijdelijk de twee belangrijkste toepassingen van de beperkte netwerkuitzondering (beperkt netwerk of shop-in-shop oplossing en zeer beperkte keuze), de handelsagent uitzondering, en de uitzondering met betrekking tot interbancaire betalingen in het algemeen.⁸⁶⁷

455 Een van de belangrijkste uitzonderingen van de ZDG is die van de beperkte netwerken (gesloten lus) volgens artikel 3, lid 1, onder g) (Z 1 tot Z 3) ZDG. Vooral in het geval van blokketenprojecten is de uitzondering voor geografische beperking tot één lidstaat in Z 3 leg cit minder relevant vanwege de alomtegenwoordige toepassing ervan, maar de andere twee alinea's zijn des te belangrijker. Het toepassingsgebied van het ZDG is uitgesloten in het geval van diensten op basis van betaalinstrumenten met beperkt gebruik, i) die de houder het recht geven om goederen of diensten uitsluitend te kopen van een beperkt netwerk van dienstverleners in het kader van een zakelijke overeenkomst met de

⁸⁶⁵ Bovendien kan de authenticatie volgens deze bepaling voor maximaal vijf minuten zonder activiteit worden verleend en kan zij worden onderworpen aan maximaal vijf opeenvolgende mislukte authenticatiepogingen; daarna moeten de mogelijkheden om actie te ondernemen op grond van artikel 97, lid 1, van de richtlijn inzake overheidsopdrachten voor dienstverlening (RBD II) tijdelijk of permanent worden geblokkeerd.

⁸⁶⁶ Art 3 (1) ZDG.

⁸⁶⁷ Art 3 (1) verlicht I ZDG.

emittent (detailhandelsketen; franchise)⁸⁶⁸, of ii) die alleen kunnen worden gebruikt om een zeer beperkte selectie van goederen of diensten te kopen (beperkt assortiment).⁸⁶⁹ Bij de tenuitvoerlegging van de PSD II in Liechtenstein moet de FMA in kennis worden gesteld van de bevestiging van deze uitzondering indien een drempelwaarde wordt overschreden bij de uitvoering van betalingstransacties met een totale waarde van meer dan 1 miljoen CHF in de voorafgaande twaalf maanden, en moeten de redenen daarvoor worden vermeld.⁸⁷⁰ De FMA legt dergelijke meldingen vast in het voor het publiek toegankelijke Payment Services Register en rapporteert aan de EBA.⁸⁷¹

Een andere belangrijke uitzondering op de ZDG is het aanbieden van 456
betalingstransacties tussen een betaler en een begunstigde door een handelsagent die de contractuele bevoegdheid heeft om namens de betaler of de begunstigde te onderhandelen over of een contract te sluiten

⁸⁶⁸ Indien een betalingsdienst op basis van een betaalinstrument de houder het recht geeft om alleen bij een specifieke retailer goederen of diensten te kopen (shop-in-shop-oplossing), vormt dit ook een uitzondering op het ZDG. Zie in dit verband overweging 13 van de PSD II. Zie ook de folder BaFin, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 29.11.2017, P 3. j), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html.

⁸⁶⁹ Art 3, lid 1, onder g) Z 2 ZDG; zie hoofdstuk 2.7.3 mwN en verdere details. Van PSD I naar PSD II is de beperking aangescherpt, wat ook tot uiting komt in de terminologie. De beperkte selectie van goederen of diensten werd dus verder beperkt tot een zeer beperkte selectie. Het effect van deze aanscherping in de praktijk blijft twijfelachtig; in het algemeen zal deze uitzondering echter gebaseerd moeten zijn op de civielrechtelijke generieke term of functioneel gerelateerde productcategorieën.

⁸⁷⁰ Art 3 (3) ZDG.

⁸⁷¹ Artikel 3, lid 5, in combinatie met artikel 16 ZDG en artikel 3, lid 6 ZDG.

voor de verkoop of aankoop van goederen of diensten.⁸⁷² Terwijl het onder de PSD I-regeling mogelijk was dat een handelsagent zowel de aankoop- als de verkoopzijde, d.w.z. de betaler en de begunstigde, vertegenwoordigde, werd een dergelijk gedrag gestopt met de invoering of de nationale tenuitvoerlegging van de PSD II.⁸⁷³ Een handelsagent kan nu slechts voor één kant van het contract optreden, dat wil zeggen ofwel de betaler ofwel de begunstigde, en kan van deze uitzondering in de ZDG gebruik maken.⁸⁷⁴

⁸⁷² Commerciële agenten of makelaars moeten ook een zekere mate van discretie hebben bij het onderhandelen over of het sluiten van een aankoop of verkoop van goederen of diensten. Terwijl het criterium van de sluiting verwijst naar een wilsovereenstemming voor het sluiten van een juridische transactie, heeft het kenmerk van de onderhandeling betrekking op de inhoud van de transactie, zoals met name de prijs, de voorwaarde, de plaats van verkrijging, de contractant, enz. Er is geen discretionaire bevoegdheid indien de sluiting en de voorwaarden van de transactie, evenals de tegenpartij, reeds zijn vastgesteld en de middelen slechts worden doorgestuurd; dit is de definitie van een betalingsdienst - cf. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, van 22.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 29.11.2017, P 3. b)

⁸⁷³ Bijgevolg kan de uitzondering voor handelsagenten niet langer worden gebruikt voor handelsplatformen, zie BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, d.d. 22.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 29.11.2017, P 3. b).

⁸⁷⁴ Artikel 3, lid 1, onder p), ZDG; zie overweging 11 PSD; zie ook BuA 2019/11, blz. 13 f); zie ook hoofdstuk II.2.7.6 marge nr. 428 Hoewel in voornoemd BuA 2019/11 apodictisch wordt gesteld dat een handelsagent die beide partijen vertegenwoordigt niet langer aanspraak kan maken op de voordelen van de vrijstelling, kan dit niet op een dergelijke absolutistische wijze uit de PSD II worden afgeleid. Overweging 11 aE PSD II bepaalt dat een handelsagent onder deze uitzondering voor zowel de betaler als de begunstigde mag blijven optreden indien hij nooit in het bezit komt van of zeggenschap heeft over gelden van klanten. Dit kan alleen betrekking hebben op een betalingsopdrachtgever die

Volgens de ADHGB die in Liechtenstein van kracht is, worden handelsagenten of handelsvertegenwoordigers gedefinieerd als onafhankelijke handelaren die voortdurend worden belast met de taak van tussenhandel voor ondernemers of het namens hen afsluiten van zaken.⁸⁷⁵ Het is dus denkbaar dat een handelsagent middelen aanneemt van een ondernemer voor wie hij een transactie heeft onderhandeld en deze middelen, na onderhandeling of sluiting van een overeenkomst, overmaakt aan een tweede ondernemer als tegenpartij in de loop van de uitvoering van de overeenkomst. Voor dit soort activiteiten kan een handelsagent - indien hij over discretionaire bevoegdheden beschikt bij het onderhandelen over of het sluiten van de overeenkomst - een beroep doen op de uitzondering op de ZDG en heeft hij dus geen vergunning als betalingsinstelling nodig.⁸⁷⁶ De term "handelsagent" die in de ZDG in het kader van het toezicht wordt gebruikt, moet ruim worden geïnterpreteerd en omvat vanwege zijn economische inhoud ook commerciële makelaars en senioren.⁸⁷⁷ Commerciële makelaars voeren in principe

voor beide partijen als handelsagent optreedt om over een verkoop van goederen of diensten te onderhandelen en deze af te sluiten (maar die dit voor de partijen niet doet); in het algemeen moet met betrekking tot de uitzonderingen worden opgemerkt dat het toepassingsgebied van het ZDG hier wel wordt opengesteld, maar niet het eigenlijke toepassingsgebied, zodat er geen vergunning nodig is.

⁸⁷⁵ Art 87 ADHGB.

⁸⁷⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *ZaDiG*, § 2, toelichting 20.

⁸⁷⁷ Zie *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *ZaDiG*, deel 2, toelichting 21.

dezelfde taken uit als handelsagenten, met het verschil dat zij niet belast zijn met de permanente bemiddeling van zaken, maar dat zij van geval tot geval handelen en ook voor particulieren optreden.⁸⁷⁸

2.8.3 Conclusie Uitzonderingen volgens ZDG onder PSD II

458

De ZDG voorziet in verschillende uitzonderingen waar geen vergunning als betalingsinstelling vereist is. Sommige van deze uitzonderingen zijn ook relevant voor de EGG. Afgezien van de uitzondering voor betalingsdiensten in verband met interbancaire transacties (bv. betalings- of effectenafwikkelingssystemen), is de meest relevante uitzondering die van beperkte netwerken. Op grond hiervan is de toepassing van de ZDG of EGG uitgesloten indien de diensten gebaseerd zijn op betaalinstrumenten met een beperkt gebruik, die alleen kunnen worden gebruikt voor de aankoop van goederen of diensten van een beperkt netwerk van dienstverleners die een zakelijke relatie met elkaar hebben (detailhandelsketen; franchise; beperkt netwerk). Diensten op basis van betaalinstrumenten die kunnen worden gebruikt voor de aankoop van goederen of diensten van een zeer beperkt aantal aanbieders (beperkt bereik) profiteren ook van de uitzondering van beperkte netwerken. Er zij op gewezen dat deze uitzondering sinds de tenuitvoerlegging van de BDR II aan de bevoegde toezichthoudende autoriteit in Liechtenstein aan de FMA moet worden gemeld indien betalingstransacties met een totale waarde van meer dan 1 miljoen EUR in 12 maanden (artikel 37, lid 2, BDR II) of 1 miljoen CHF in 12 maanden (artikel 3, lid 3, ZDG) worden overschreden. Er moeten redenen worden

⁸⁷⁸ Artikel 67 ADHGB.

gegeven om aan te geven van welke uitzondering daadwerkelijk gebruik wordt gemaakt. Deze uitzonderingen worden geregistreerd in het openbare nationale register van betalingsdiensten en gerapporteerd aan de EBA.

Een andere belangrijke uitzondering op de ZDG is die van handels- 459
agenten of vertegenwoordigers en commerciële makelaars. Indien iemand tijdens het onderhandelen of het bemiddelen van een transactie en het sluiten van een transactie slechts voor één betaler of begunstigde geld doorstuurt (uitvoering van een transactie), treedt deze persoon op als handelsagent of commerciële makelaar namens de betaler of begunstigde en kan hij gebruik maken van de handelsagent, met uitzondering van de ZDG, wat betekent dat voor dergelijke diensten geen vergunning als betalingsinstelling vereist is. Op grond van PSD II is het, in tegenstelling tot PSD I, voor een handelsagent niet langer mogelijk om zowel de betaler (de koper) als de begunstigde (de verkoper) in gelijke mate te vertegenwoordigen op grond van de vrijstelling. Volgens overweging 11 aE PSD II mag een handelsagent echter in het kader van de uitzondering voor handelsagenten zowel namens de betalers als de begunstigden blijven handelen, op voorwaarde dat hij nooit geldmiddelen van cliënten bezit of controleert; dit kan alleen relevant zijn voor betalingsdienstaanbieders die niet per se geldmiddelen van cliënten bezitten.

Het verschil tussen handelsagenten en commerciële makelaars is dat 460
eerstgenoemden voortdurend worden belast met het bemiddelen van ondernemers of het sluiten van transacties voor hen, terwijl commerciële makelaars of senioren in principe dezelfde taken uitvoeren, maar

van geval tot geval handelen en niet alleen voor ondernemers maar ook voor particulieren.

2.9 Ruilkantoren volgens SPG zoals gewijzigd door LGBl 2009.047 en 2019.302

461 Overeenkomstig artikel 3, lid 3, onder a), van de DDA, zoals gewijzigd bij LGBl 2009.047, zijn wisselkantoren⁸⁷⁹ zogenaamde "reporters", aangezien zij worden beschouwd als "due diligence officers" die de aanvang van hun bedrijfsactiviteiten onmiddellijk schriftelijk moeten melden aan de Liechtensteinse FMA. De wisselkantoren zijn toegewezen aan de interne afdeling Witwaspreventie van de FMA en aan andere financiële tussenpersonen. Een wisselkantoor wordt gedefinieerd als een persoon die een wettig betaalmiddel inwisselt of een wettig betaalmiddel inwisselt tegen virtuele valuta of vice versa.⁸⁸⁰

⁸⁷⁹ Dit hoofdstuk heeft voornamelijk betrekking op de DDA zoals gewijzigd bij LGBl 2009.047, d.w.z. op de juridische situatie met betrekking tot de DDA vóór de inwerkingtreding van de TVTG (DDA zoals gewijzigd bij BuA 2019/93), tenzij anders vermeld.

⁸⁸⁰ Art. 2 lid 1 l SPG; Met de invoering van de TVTG wordt een scheiding aangebracht tussen de wisselkantoren voor het inwisselen van wettig betaalmiddel enerzijds en de VT-wisseldienstverleners voor het inwisselen van penningen tegen andere penningen of tegen wettig betaalmiddel anderzijds (in het Staatsblad 2019/54, blz. 367 f, lag de nadruk nog steeds op betaalpenningen en virtuele valuta, in tegenstelling tot in het Staatsblad 2019/93). De nadruk op fiatgeld overeenkomstig de bepalingen van de vijfde witwasrichtlijn wordt in de TVTG dus niet gevolgd, althans niet door de wettelijke definitie, en dus lijkt het inwisselen van e-geld tegen wettig betaalmiddel of virtuele valuta in Liechtenstein niet onder de richtlijn te vallen; voor exploitanten van handelsplatforms voor virtuele valuta en penningen overeenkomstig artikel 2, lid 1, zter SPG, zoals gewijzigd in de federale begrotingswet van 2019/93, zie de opmerkingen in hoofdstuk II.2.5.4.

In overweging 8 van de vijfde witwasrichtlijn staat dat⁸⁸¹ e-geld in de toekomst door wisselkantoren moet worden gedekt. Deze richtlijn is echter nog niet ten uitvoer gelegd in Liechtenstein, waar het feitelijke gedrag van een wisselkantoor is veranderd in het wisselen van fiatgeld en virtuele valuta's, terwijl in Liechtenstein nog steeds wettig betaalmiddel wordt gebruikt in plaats van fiatgeld.⁸⁸² Uit de overweging blijkt duidelijk dat e-geld als fiatgeld wordt beschouwd.⁸⁸³ Tegen deze achtergrond rijst ook de vraag wat de betekenis is van het vasthouden aan het concept van virtuele valuta, aangezien fiatgeld een ruilmiddel is zonder intrinsieke waarde, dat in deze vorm, naast wettig betaalmiddel en e-geld, naar verluidt ook zou kunnen worden toegepast op Bit-

⁸⁸¹ Richtlijn 2018/843, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

⁸⁸² Ook aan de invoering van de TVTG is niet voldaan, hoewel in de uitleg van de regering daar zelfs staat dat de 5e Witwasrichtlijn in dit verband is geïmplementeerd - BuA 2019/54, blz. 302.

⁸⁸³ Fiat-geld wordt meestal gedefinieerd als een object dat geen intrinsieke waarde heeft, maar dient als ruilmiddel. Dit geldt voor wettig betaalmiddel. Zo wordt de Zwitserse frank bijvoorbeeld alleen op basis van de wet op de invoering van de Zwitserse frank (LGBI 1924.008) gedefinieerd als een Liechtensteinse frank als betaalmiddel. Een dergelijk betaalmiddel is echter pas als (fiat)geld te beschouwen wanneer het als algemene tegenprestatie is geaccepteerd en dus wordt gebruikt voor de afwikkeling van transacties. De waarde ervan wordt bijvoorbeeld gemeten aan de hand van factoren als de stabiliteit van de overheid en de kracht van de nationale economie. Fiat-geld verschilt van goederengeld, dat naast een ruilwaarde een intrinsieke of inherente waarde heeft (bijv. edelmetalen zoals goud, of zogenaamd primitief geld, zoals mineraal geld, schelpengeld, doekgeld, etc.). Elektronisch geld heeft geen intrinsieke waarde, omdat de geldwaarde altijd betrekking heeft op een geldvordering, waardoor de classificatie als fiatgeld economisch gezien juist is.

coin en consortia die anders onder virtuele valuta zouden vallen, aangezien een focus op een fysiek element van fiatgeld (in de zin van papiergeld) niet houdbaar zal zijn wanneer rekening wordt gehouden met boekgeld en e-geld. Het concept van virtuele valuta lijkt dus op het eerste gezicht overbodig, maar bij nader inzien kan het niet worden weggelaten. Virtuele valuta's zoals Bitcoin hebben een waarde die verder gaat dan de pure dataset, die wordt bepaald door de bruikbaarheid en functionaliteit in het Bitcoin-protocol; een Bitcoin mag geen speciale rechten vertegenwoordigen, maar dit betekent niet dat de Bitcoin niets of geen waarde vertegenwoordigt.⁸⁸⁴

- 463 De lege lata, de overgang van e-geld naar wettig betaalmiddel of virtuele valuta in Liechtenstein valt niet onder de wettelijke definitie van wisselkantoor of de activiteit van een VT-wisseldienstverlener. Virtuele valuta's zijn elektronisch op te slaan, overdraagbare en verhandelbare crypto-valuta's of penningen die een digitale weergave zijn van een

⁸⁸⁴ Cf. hoofdstuk II.2.7.6, marge nr. 424 Met de invoering van het TVTG valt het onderling wisselen van virtuele valuta's, dat vóór de inwerkingtreding van het TVTG niet onder het toepassingsgebied van de DDA, zoals gewijzigd bij de DDA 2019/93, als verstrekking van een VT-wisseldienst. Het concept van de VT-wisseldienstverlener gaat echter verder en omvat ook penningen die geen virtuele valuta's vertegenwoordigen (d.w.z. penningen die een waarde hebben vanwege de onderliggende software en technologie - d.w.z. digitale inhoud - of penningen die het zakelijk recht op een object vertegenwoordigen). Daarentegen valt de verandering van e-geld in Liechtenstein nog steeds niet onder de regeling, aangezien deze gebaseerd is op wettig betaalmiddel en niet op fiatgeld (zie artikel 2, lid 1, onder q), van de TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93 en artikel 2, lid 1, onder l), van de SPG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93).

waarde, op voorwaarde dat deze penningen worden gebruikt om goederen of diensten te verwerven (ruilmiddel) of om waarde op te slaan en dus een vergelijkbare functie van wettig betaalmiddel hebben (betaalmiddelfunctie zoals Bitcoin of ether), waarbij een virtuele valuta niet door een overheidsinstantie is uitgegeven en niet noodzakelijkerwijs aan wettig betaalmiddel hoeft te worden gekoppeld.⁸⁸⁵

Bovendien valt alleen de omwisseling van wettig betaalmiddel met ander wettig betaalmiddel of de omwisseling van wettig betaalmiddel in virtuele valuta en vice versa onder een wisselkantooractiviteit volgens het EPD, zoals gewijzigd bij LGBI 2009.047. De kloof met betrekking tot de niet-gereguleerde uitwisseling van penningen tegen andere penningen (of virtuele valuta's onderling) zal worden gedicht met de invoering van de VT-wisseldienstverlener in het TVTG en deze activiteit zal ook onder de toezichtswetgeving vallen.⁸⁸⁶ 464

⁸⁸⁵ BuA 2016/159, blz. 31 - virtuele valuta's zijn geen "digitale munteenheden" die slechts in zeer beperkte mate tegen wettig betaalmiddel kunnen worden ingewisseld of die helemaal niet geschikt zijn om te worden ingewisseld; zie de definitie in artikel 3, nr. 18 5, van de ARC-richtlijn of artikel 2, lid 1, z tot en met DDA, als gewijzigd bij BuA 2019/93.

⁸⁸⁶ Zie art. 2 lid 1 r TVTG zoals gewijzigd in 2019/54 - in dit verband was er zelfs sprake van zogenaamde betalingspenningen. Het plan om nog meer nieuwe termen in te voeren werd echter verworpen, wat zeker bevorderlijk is voor de begrijpelijkheid en de rechtszekerheid. De oplossing van dienstverleners die fiatgeld tegen de officiële wisselkoersen en virtuele valuta's of penningen voor andere penningen en/of fiatgeld omwisselen, lijkt echter uit de hand te lopen. Met betrekking tot de onderlinge uitwisseling van fiatgeld is er een wisselkantoor dat onderworpen is aan registratie krachtens artikel 2, lid 1, onder l), juncto artikel 3, lid 3, onder l), van de SPG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, waarvoor ook een handelsvergunning vereist is, terwijl er met betrekking tot de uitwisseling van penningen tegen penningen of fiatgeld een VT-wisseldienstverlener

465 Volgens het bovenstaande moet worden opgemerkt dat wisselkantoren worden aangewezen als contractpartijen voor ruiltransacties (bilaterale ruiltransacties tegen hun eigen boeken). Geen enkele activiteit van een beurskantoor vormt echter een multilaterale contractuele relatie, bijvoorbeeld in het geval van een handelsplatform voor penningen (niet wettelijk geregeld of "niet wettelijk geregeld", de zogenaamde crypto-beurzen of cryptobeurzen), waarbij de exploitant van een dergelijk handelsplatform slechts als risicoloze tussenpersoon optreedt en de koop- en verkoopbelangen van derden samenbrengt om een contract te sluiten.⁸⁸⁷

466 Ten slotte moet worden opgemerkt dat de aankoop van penningen bij een muntenverkoop of een muntenaanbod geen ruilactiviteit is in de zin van een ruilkantoor. Dit komt omdat een dergelijke transactie geen wissel is, maar een uitgifte in de loop van een primaire uitgifte of een verkoop als gevolg van het te koop aanbieden van digitale inhoud.

467

is die onderworpen is aan registratie krachtens artikel 2, lid 1, onder q), juncto artikel 12, lid 1, van de TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93. Dit wordt nog scherper wanneer men bedenkt dat voor de activiteit van een wisselkantoor volgens bijlage 2, titel IV, afdeling D, nr. 2, van de FMA-wet de extra toezichtsheffing 40 CHF bedraagt - maar alleen voor transacties die onderworpen zijn aan de zorgplicht - terwijl die voor de activiteit van een VT-wisselkantoor volgens bijlage 2, titel VIII, afdeling A, nr. 2, van de FMA-wet, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, 0,25 % van de bruto-inkomsten bedraagt en dus betrekking heeft op alle transacties.

⁸⁸⁷ Verrekening in fiatgeld (of, enger nog, in geldbedragen) leidt echter tot een betalingsdienst, tenzij er een uitzondering is, zie hoofdstuk II.2.7.6 en hoofdstuk II.2.8.

Wisselkantoren hebben geen vergunning nodig, maar zijn wel volledig aansprakelijk.⁸⁸⁸ Daarom moeten de wisselkantoren een toezichtsvergoeding betalen aan de FMA. Deze vergoeding bedraagt minimaal CHF 500,00 en maximaal CHF 100.000,00 per jaar, waarbij de extra vergoeding naast de basisvergoeding CHF 40,00 per due diligence-transactie bedraagt.⁸⁸⁹

Volgens Art. 5 lid 2 lit a en lit g DDA moeten wisselkantoren de due diligence-verplichtingen van Art. 5 DDA⁸⁹⁰ nakomen bij het aangaan van een zakelijke relatie en bij⁸⁹¹ het afhandelen van incidentele transacties ten bedrage van CHF 1.000,00 of meer. Art 5 lid 2 g DDA vertegenwoordigt een *lex specialis* voor lit a of lit b leg cit, aangezien in de meeste gevallen niet kan worden aangenomen dat er een permanente zakelijke relatie zal worden aangegaan in de wisselkantoren.⁸⁹² Due diligence-relevante wisseltransacties worden alleen geaccepteerd voor wissels in wettig betaalmiddel tegen de officiële wisselkoersen als de 468

⁸⁸⁸ Art 3 lid 1 f DDA.

⁸⁸⁹ Bijlage 2, titel IV, afdeling D, van de FMAG

⁸⁹⁰ In dit verband moeten de in artikel 6, lid 1, SPV (KYC) en artikel 20, lid 1, SPV (AML) genoemde gegevens worden verzameld. Voor identificatie bij toegang op afstand (identificatie op afstand, waaronder ook video-identificatie) moet artikel 14 SPV in combinatie met de FMA-richtlijnen 2019/7 van 11.06.2019, [https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmassnahmen.pdf](https://www.fma.li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmassnahmen.pdf), in acht worden genomen.

⁸⁹¹ Art 2 lid 1 lit. c DDA: *"elke zakelijke, professionele of commerciële relatie die wordt onderhouden in verband met de beroepsactiviteiten van de persoon die onderworpen is aan de zorgvuldigheidseisen en die naar verwachting een bepaalde duur zal hebben op het moment dat het contact wordt gelegd"*.

⁸⁹² BuA 2016/159, p. 57.

drempelwaarde hoger is dan 15.000,00 CHF. In het geval van een omwisseling van virtuele valuta's tegen wettig betaalmiddel en omgekeerd is de drempel echter vastgesteld op 1.000,00 CHF, waarbij de transacties die met elkaar in verband staan bij elkaar opgeteld moeten worden. De verwerking van incidentele transacties door een wisselkantoor leidt niet tot een toezichtvergoeding idH van CHF 40,00 bij gebrek aan due diligence.⁸⁹³

- 469 Zowel in het BuA 2019/54 als in het BuA 2019/93 voor de TVTG lijkt de invoering van een vergelijkbare drempel voor de aanbieder van VT-schakeldiensten in het SPG, zoals gewijzigd in het BuA 2019/93 (LGBI 2019.302), te zijn vergeten als gevolg van een redactionele fout.⁸⁹⁴ Anders lijkt het objectief gezien niet gerechtvaardigd waarom een vergelijkbare drempel niet leidt tot een vrijstelling van de due diligence-verplichtingen of de toezichtsheffing bij het veranderen van penningen in wettig betaalmiddel of bij het veranderen van penningen tegen penningen. Dit zou economisch gezien onaanvaardbaar zijn, vooral voor zakelijke projecten die gericht zijn op transacties met een lage waarde.⁸⁹⁵ VT-wisseldienstverleners mogen echter geen vaste aanvullende vergoeding opleggen voor transacties die aan een due diligence-onderzoek zijn onderworpen⁸⁹⁶, maar moeten een procentuele toezichtvergoeding betalen, die gebaseerd is op de uitgewisselde penningen en het wettig

⁸⁹³ Art 5 lid 2 g DDA; BuA 2016/159, p. 57; zie ook BuA 2019/54, p. 93.

⁸⁹⁴ BuA 2019/54, S 367 e.v. Artikel 5, lid 2, h DDA, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, voorziet echter in een drempelwaarde van CHF 1.000,00 voor VT-wisseldienstverleners die uitsluitend met fysieke machines werken.

⁸⁹⁵ Als de penningen worden ingeruild voor andere penningen, zou de berekening van de drempelwaarde gebaseerd zijn op de overeenkomstige tegenwaarde in wettig betaalmiddel.

⁸⁹⁶ Bijlage 2, titel IX, afdeling G nr. 2, van de FMAG.

betaalmiddel; desalniettemin moet elke transactie als een due diligence-onderzoek worden geregistreerd.⁸⁹⁷

In het geval van blokketenprojecten waarbij andere financiële tussen- 470
personen onder toezicht van de FMA betrokken zijn, moet naast het bestaan van een veranderingsbureau, indien aangegeven, met name

⁸⁹⁷ Overeenkomstig de formulering van het FMAG, zoals gewijzigd bij FMAG-buA 2019/54, bedroeg deze heffing 0,25 % van de bruto-inkomsten (factor 0,0025). Met bijlage 2, titel VIII, afdeling A, nr. 4, van de FMAG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, werd de maximale jaarlijkse totale toezichtsheffing van 5.000,00 CHF of 10.000,00 CHF voor alle VT-dienstverleners verhoogd tot 100.000,00 CHF. De belastinggerelateerde cijfers lijken buiten proportie te zijn, aangezien de VT-dienstverleners niet onderworpen zijn aan macroprudentieel toezicht door de FMA, maar belastingen worden geheven die vergelijkbaar zijn met die van financiële instellingen zoals elektronisch geld en betalingsinstellingen (zie bijlage 2, titel I, afdeling D, nr. 5 lit. a en bijlage 2, titel I, afdeling C, nr. 5 lit. a. van de FMA-wet). Bovendien bevat artikel 16 van het TVTG, zoals gewijzigd door het Bundesgesetzbuch 2019/93, minimumkapitaalvereisten voor VT-dienstverleners tot 250.000,00 CHF, die waarschijnlijk slechts door zeer weinig startende ondernemingen kunnen worden verhoogd, hoewel het TVTG juist bedoeld is om deze fintech-start-scene te bevorderen. Aangezien dit een minimumkapitaalvereiste is, mag het kapitaal nooit onder dit niveau zakken en kan het dus niet worden gebruikt als bedrijfskapitaal zoals anders gebruikelijk is voor ondernemingen die onder het PGR vallen. Volgens artikel 182e van het PGR kan tot de helft van het aandelenkapitaal anders worden gebruikt voor bedrijfsactiviteiten zonder herstructureringsmaatregelen of boekhoudkundige overmatige schuldenlast.

worden onderzocht of er een trust is opgericht⁸⁹⁸ of dat het toepassingsgebied van de wet op het witwassen van geld is geopend.⁸⁹⁹

⁸⁹⁸ Trustrecht of zalmwet volgens art. 879 e.v. PGR; in het geval van een trust kunnen ook trustcertificaten worden uitgegeven (en vervolgens gemunt) als zekerheid voor het eigendom van de trust volgens art. 928, lid 1, PGR. Deze effecten moeten worden overgedragen als aandelen op naam, overeenkomstig lid 3, onder c). Dergelijke effecten hoeven niet noodzakelijkerwijs effecten te vertegenwoordigen in de zin van financiële instrumenten in de zin van MiFID II; de standaardisatie of functionele gelijkwaardigheid met financiële instrumenten, alsmede de overdraagbaarheid of verhandelbaarheid in het algemeen, zijn belangrijk.

⁸⁹⁹ Hoewel de FMA verantwoordelijk is voor het toezicht op de casino's met betrekking tot de due diligence, moet worden opgemerkt dat de Dienst Economische Zaken (AVW) op grond van artikel 13 van de GSG verantwoordelijk is voor het verlenen van vergunningen in het kader van de Wet op de kansspelen. Wat de GSG betreft, moet worden opgemerkt dat de GSG zich in de eerste plaats richt op het begrip "geld", wat betekent dat het in het algemeen niet kan worden toegepast op bedrijfsmodellen op basis van penningen (zie de constante verwijzing naar een geldspel waarbij het begrip "deposito's" in artikel 3, lid 1, onder i), l), o) en v), wordt gebruikt in verband met f) en e) GSG; de strafbepaling in artikel 88, lid 1, onder a), van de GSG is echter zeer ruim gedefinieerd en omvat potentieel alle activiteiten in verband met gokspelen: "*De regionale rechtbank bestraft overtredingen met een gevangenisstraf van maximaal een jaar of met een boete van maximaal 360 dagtarieven, wie dan ook opzettelijk organiseert, opereert, bemiddelt, distribueert, ruimte geeft, adverteert, mensen samenbrengt, kansspelapparatuur met inbegrip van software voor dit doel aanschaft of anderszins commercieel promoot zonder de noodzakelijke vergunning voor het gokken of zonder dat het gokken wettelijk is vrijgesteld van een dergelijke vergunning.*""). Net als in het geval van de uitleg over handelsplatformen en een DEX onder hoofdstuk II.2.5, moet worden opgemerkt dat een blokketen, waarbij kansspelen en behendigheids spellen met behulp van penningen kunnen worden uitgevoerd, geen reglementair onderwerp heeft, vergelijkbaar met een DEX. Bovendien zijn dergelijke spellen volgens de GSG altijd gebaseerd op geld in de zin van wettig betaalmiddel en niet op penningen.

2.10 Conclusie over de preventie van het witwassen van geld en andere financiële tussenpersonen

In de huidige juridische situatie heeft het wisselkantoor op grond van de DDA (beide gewijzigd bij LGBI 2009.047 en gewijzigd bij BuA 2019/93) - althans wat de zuivere bewoordingen van de wet betreft - geen betrekking op het omwisselen van e-geld voor andere wettig betaalmiddelen of virtuele valuta. Hoewel het nog steeds begrijpelijk is dat e-geld geen virtuele valuta vormt, aangezien het slechts een vordering voor geld is tegen een uitgevende instelling naar burgerlijk recht, vallen de DDA en de VT-wisseldienstverlener op grond van de TVTG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93, in strijd met de 5e Witwasrichtlijn of een vermeende (gedeeltelijke) uitvoering daarvan, niet onder e-geld, aangezien de dictie en dus de telos van de 5e Witwasrichtlijn niet zijn uitgevoerd. De activiteiten van wisselkantoren en aanbieders van wisseldiensten zijn nog steeds gebaseerd op wettig betaalmiddel in plaats van fiatgeld. 471

Hoewel elektronisch geld fiatgeld⁹⁰⁰ is, is het geen wettig betaalmiddel. Virtuele valuta's zijn digitale munteenheden met een functie die het betaalmiddel vertegenwoordigt, zoals Bitcoin, Ether of vergelijkbare crypto-valuta's, die niet zijn uitgegeven door een officiële instantie en niet noodzakelijkerwijs gekoppeld hoeven te zijn aan een wettig betaalmiddel. Aangezien het de bedoeling van de Liechtensteinse wetgever was om ook wisseltransacties met betrekking tot e-geld te dekken, kon worden getracht deze onder te brengen in virtuele valuta. Vanuit een dogmatisch standpunt lijkt dit echter niet alleen onzuiver, maar ook 472

⁹⁰⁰ Fiat-geld is, in tegenstelling tot goederengeld (bijv. goud), gebaseerd op een object dat geen intrinsieke waarde heeft, maar toch functioneert als ruilmiddel.

ongerechtvaardigd, aangezien e-geld een civielrechtelijke geldvoording is en vanwege de relatie met depositotransacties ook fiatgeld is, terwijl Bitcoin bijvoorbeeld een penning met inherente waarde vertegenwoordigt in de zin van digitale inhoud die gegevens of software als koopwaar vertegenwoordigt en, omdat het wordt geaccepteerd als een ruilmiddel, wordt behandeld als een virtuele valuta onder het toezichtsrecht.

- 473 Wisselkantoren volgens SPG zoals gewijzigd door LGBl 2009.047 moeten voldoen aan de due diligence-verplichtingen bij het aangaan van een zakelijke relatie van een bepaalde duur en voor incidentele transacties met een waarde van CHF 1.000,00 (ten opzichte van virtuele valuta's) of meer (waarbij mechanismen moeten worden geïmplementeerd die gerelateerde transacties herkennen om deze op te tellen). Dit is relevant, aangezien de FMA slechts een toezichtvergoeding van 40,00 CHF per transactie in rekening brengt die onderworpen is aan een due diligence; anders zouden wisseltransacties met kleine bedragen economisch oninteressant en onrendabel zijn. Het lijkt erop dat door een redactionele fout een overeenkomstige drempelwaarde niet is verankerd in de wetgeving voor VT-wisselkantoren in zowel BuA 2019/54 als BuA 2019/93 op de TVTG. Volgens de nieuwe bijlage 2, titel IX, deel G, nr. 2, van de FMAG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzblatt 2019/54, en bijlage 2, titel VIII, deel A, nr. 2, van de FMAG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzblatt 2019/93 (LGBl 2019.303), mag echter geen vaste aanvullende toezichtvergoeding per transactie die relevant is voor de zorgplicht worden gehanteerd voor aanbieders van wisseldiensten, maar een procentuele vergoeding op basis van de uitgewisselde penningen en het wettig betaalmiddel voor elke transactie.

Uiteindelijk kan het onderzoek naar een voor de onderneming relevante levenssituatie vanuit het perspectief van de Wet op de kansspelen relevant zijn in verband met blokketen- of pseudo-gebaseerde bedrijfsmodellen op het gebied van de voorkoming van witwassen en andere financiële tussenpersonen die onder de FMA vallen. In dit verband moet worden opgemerkt dat een licentie voor casino's op grond van de GSG wordt verleend door het Bureau voor Economische Zaken; in dit verband ziet de FMA alleen toe op de naleving van de due diligence-verplichtingen. In het algemeen richt de GSG zich echter op het begrip geld of deposito's, waardoor het regelmatig niet relevant is voor uitsluitend op penningen gebaseerde bedrijfsmodellen (zie artikel 3, lid 1, onder i), l), o) en v), juncto artikel 3, lid 1, onder f) en e), van de GSG, waarbij de strafbepaling in artikel 88, lid 1, onder a), van de GSG ruim wordt gedefinieerd en alle activiteiten in verband met kansspelen omvat; in dit verband zou een teleologische reductie in het geding komen). Ongeacht dit, in verband met de weddenschappen op basis van penningen of kansspelen op een blokketen (vergelijkbaar met een DEX, maar dan gedecentraliseerd crypto-spel), moet worden opgemerkt dat er ook hier geen reglementair onderwerp is.

3. Overzicht van de regelgevende aspecten van de TVTG

475 Dit hoofdstuk is bedoeld om een overzicht te geven van het TVTG zoals⁹⁰¹ gewijzigd bij BuA 2019/54 en BuA 2019/93, die in de toekomst in werking zullen treden, en met name van de regelgevende bepalingen. De TVTG is verdeeld in vier delen. In het eerste deel wordt het onderwerp van de wet uiteengezet en worden essentiële definities van termen gegeven.⁹⁰² Het tweede deel regelt de civielrechtelijke aspecten en introduceert een eigen regeling voor de overdracht van penningen.⁹⁰³ Deel III. bevat bepalingen over de toezichtaspecten⁹⁰⁴ en het vierde en laatste deel regelt de slot- en overgangsbepalingen.⁹⁰⁵

476 De derde regelgevende afdeling is verder onderverdeeld in

- Titel A. Algemeen (toepassingsgebied in artikel 11 van het TVTG);
- Titel B. Registratie van VT-dienstverleners (artikelen 12 tot en met 38 TVTG);
 - Afdeling 1. registratieplicht en -eisen (art. 12 t/m 17 TVTG);
 - Afdeling 2 Registratieprocedure (artikel 18 tot 19 TVTG);
 - Sectie 3. verval en terugtrekking (art. 20 tot 22 TVTG);

⁹⁰¹ IdF BuA 2019/54 of het licht aangepaste BuA 2019/93 als er wordt verwezen naar het TVTG en niet anders wordt vermeld.

⁹⁰² Divisie I. Algemene bepalingen (artikel 1 en artikel 2 TVTG).

⁹⁰³ Afdeling II. Burgerrechtelijke stichtingen (art. 3 tot art. 10 van het TVTG).

⁹⁰⁴ Afdeling III Toezicht op VTG-dienstverleners (art. 11 tot en met art. 49 TVTG).

⁹⁰⁵ Afdeling IV Overgangs- en slotbepalingen (artikel 50 en artikel 51 TVTG)

- Sectie 4 VT dienstverlener register (art. 23 TVTG);
 - Afdeling 5. uitoefening van bedrijfsactiviteiten (artikel 24 tot en met 29 TVTG);
 - Afdeling 6 Basisinformatie voor de afgifte van penningen (artikel 30 tot en met 38 TVTG);
- Titel C. Toezicht⁹⁰⁶ (artikel 39 tot en met 44 TVTG);
 - Titel D. Procedures en beroepen (art. 45 tot 46 TVTG);
 - Titel E. Strafrechtelijke bepalingen (artikel 47 tot en met 49 TVTG).

Artikel 12 TVTG bepaalt dat de professionele verlening van VT-diensten moet worden geregistreerd vóór de feitelijke verlening van diensten door een VT-dienstverlener. Uitgevende instellingen van penningen die in Liechtenstein op eigen naam of niet beroepshalve penningen uitgeven voor derden met een totale tegenwaarde van minder dan 5 miljoen CHF - waarbij deze drempelwaarde over een periode van twaalf maanden moet worden berekend - hoeven zich niet bij de FMA te laten registreren (artikel 12, lid 2, TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93). 477

De derde afdeling van het TVTG regelt dus het toezicht op de verschillende VT-dienstverleners. De voorwaarden voor registratie zijn geregeld in artikel 13 van het TVTG en zijn met name gebaseerd op betrouwbaarheid en vakbekwaamheid volgens artikel 14 en 15 van het 478

⁹⁰⁶ Opnieuw ten onrechte aangeduid als titel B. Deze redactionele fout wordt herhaald in de volgende titels in BuA 2019/54, maar werd gecorrigeerd in BuA 2019/93.

TVTG. Ook relevant zijn de minimumkapitaalvereisten voor muntuitgevers, VT-sleutel- en muntbewaarders, fysieke validatoren⁹⁰⁷ en VT-wisseldienstverleners. Naast deze voorschriften zijn ook de voorschriften inzake basisinformatie voor penningkwesties van essentieel belang (artikel 30 tot en met artikel 38 TVTG). De basisinformatie moet met name gegevens bevatten over de uit te reiken penningen en de daaraan verbonden rechten, het gebruikte VTsysteem, het doel van de uitgifte van de penningen, de voorwaarden voor de overdracht van de penningen en de risico's die aan de uitgifte verbonden zijn (uitgiftevoorwaarden).⁹⁰⁸

- 479 Volgens artikel 3, lid 1, onder r), SPG, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/54, zijn VT-dienstverleners die zich moeten laten registreren, onderworpen aan een due diligence-onderzoek, met uitzondering van de muntuitgevers, de VT-inspectiedienstverleners, de VT-prijzdienstverleners en de VT-identiteitsdienstverleners. Ongeacht de classificatie als due diligence-agent houdt de FMA toezicht op alle VT-

⁹⁰⁷ Volgens artikel 2 lid 1 p TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, is een fysieke validator een persoon die garant staat voor de contractuele handhaving van de rechten op eigendom die in penningen in de zin van het eigendomsrecht op VT-systemen zijn vertegenwoordigd. Een overeenkomstige tegenhanger voor immateriële rechten werd niet gecreëerd - bijvoorbeeld een noetachtige bewaarder, uit de Griekse νοητική of het begrip "notic" als de doctrine van de erkenning van intellectuele objecten, die immateriële rechten kon afstempelen en registreren om te voorkomen dat dezelfde rechten herhaaldelijk worden gebrandmerkt.

⁹⁰⁸ Art 33 TVTG; cf. *Nägele/Xander*, *Token Offerings*, met name Initial Coin Offerings (ICO) en Security Token Offerings (STO), alsook *Token in Liechtensteinse wetgeving: Regulatory Environment and Outlook*, marge nr. 18.58, in *Piska/Völkel* (ed.), *Blockchain Rules*.

dienstverleners.⁹⁰⁹ Dit is belangrijk, want het sluit de eis van een 180a persoon⁹¹⁰ of een commercieel directeur uit.⁹¹¹ In dit verband is de bepaling in de GewG zoals gewijzigd bij BuA 2019/93 (LGBI 2019.305), volgens welke de handelsvergunningenwet niet van toepassing is op de activiteiten van VT-dienstverleners, slechts verhelderend van aard.⁹¹² Door VT-dienstverleners onder toezicht van de FMA te plaatsen, is de vergunningsplicht uit hoofde van het handelsrecht, op grond

⁹⁰⁹ Art 39 DVTG:

⁹¹⁰ De verplichte aanstelling van een persoon die in het bezit is van een vergunning op grond van de Wet op het toezicht op personen overeenkomstig artikel 180a van de Wet op de personen en vennootschappen (LGBI nr. 2013.426) of als trustee voor ondernemingen die geen actieve commerciële activiteit uitoefenen, maar die zijn opgezet als een passieve vennootschap of holdingstructuur, is een bijzonderheid die is voorbehouden aan het Liechtensteinse recht - zie *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, Rz 116 e.v. In dit verband moet volgens artikel 3 van de verordening inzake personen- en vennootschapsrecht van 19.12.2000, LGBI 2000.281, "*uit het doel van rechtspersonen en trustbedrijven uitdrukkelijk blijken of er al dan niet op commerciële basis wordt gehandeld*". De financiering van een toekomstige economische activiteit door de uitgifte van niet-gereguleerde penningen is geen commerciële activiteit in de zin van de wet op de handelsvergunningen, en daarom moest een zogenaamde 180a persoon of een gevolmachtigde worden aangesteld om de onderneming te beheren en te vertegenwoordigen tot de inwerkingtreding van de TVTG. Het is belangrijk op te merken dat, hoewel de handelsvergunningenwet alleen van toepassing is op professionele activiteiten - gericht op derden - in Zwitserland en professionele activiteiten in het buitenland niet onder de handelsvergunningenwet vallen, de handelsvergunningenwet niet kan worden omzeild door uitsluitend een activiteit in buitenlandse rechtsgebieden te ontwikkelen, aangezien de onderneming in dit geval officieel wordt ontbonden en geliquideerd bij gebrek aan voldoende personeel overeenkomstig artikel 971, lid 1, regels 1 en 3, van het PGR.

⁹¹¹ Art 180a (1) en (3) PGR.

⁹¹² Art 3 lit s GewG zoals gewijzigd door BuA 2019/93.

waarvan een handelsvergunning alleen wordt verleend als de aanvrager onderdaan is van een EU- of EER-lidstaat of van Zwitserland of, als onderdaan van een derde land, gedurende ten minste twaalf jaar ononderbroken in Liechtenstein heeft verbleven en dit verblijf permanent heeft gehandhaafd (artikel 8, lid 1, onder c), van de GewG, zoals gewijzigd bij LGBI 2006.184), niet langer van toepassing. Dit is onvermijdelijk een overblijfsel uit de tijd van het protectionisme van de gilden in het kader van het handelsrecht, maar in een steeds meer geglobaliseerde wereld, met name in de blokketen, is het een enorm obstakel voor de uitvoering van bedrijfsplannen voor onderdanen van derde landen.

480 Met betrekking tot de exploitanten van handelsplatformen voor virtuele valuta's overeenkomstig artikel 2, lid 1, zquater SPG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/54 (of artikel 2, lid 1, zter, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, aangezien de aanbieders van elektronische portemonnees weer zijn verwijderd), wordt verwezen naar de hoofdstukken 2.5.4 en 2.9 en (FN 880). Voor aanbieders van VT-uitwisselingsdiensten wordt verwezen naar de hoofdstukken 2.2.2, marge nr. 222 aE, 2.5.4 en 2.9 om herhaling te voorkomen.

481 Daarnaast moet de fysieke validator worden benadrukt, die volgens artikel 2, lid 1, onder p TVTG wordt gedefinieerd als een persoon die *de contractuele handhaving van de in penningen vertegenwoordigde eigendomsrechten in de zin van het eigendomsrecht op VT-systemen garandeert*. Indien de eigendomsrechten op een onroerend goed aldus in een penning worden weergegeven, is de functie van een fysieke validator om de uitoefening van de werkelijke vorderingen van de persoon die bevoegd is om over de penning te beschikken (d.w.z. de eigenaar van het gemerkte voorwerp) op het gemerkte voorwerp te garanderen. In de

praktijk kan dit worden gedaan door het in bewaring nemen van het geponeerde object of door het afsluiten van een verzekering via de fysieke ⁹¹³validator. In overeenstemming met de juridische materialen kan uit het idee van een zogenaamde "token economy" worden afgeleid dat een uitgebreide tokenisatie van goederen, zoals *"edelmetalen, edelstenen en grondstoffen [...] kunstwerken, grond en onroerend goed tot rechten op goederen zoals auto's, horloges of jachten"* kan worden verwacht⁹¹⁴. Hoewel de rol van de fysieke validator fundamenteel duidelijk is, rijst de vraag hoe relevant het toepassingsgebied ervan is of dat de activiteit van deze dienstverlener concurreert met de EU-fondsregeling. Een abi wordt namelijk gedefinieerd als een instelling voor collectieve belegging die kapitaal van beleggers verzamelt om het volgens een bepaalde beleggingsstrategie te beleggen. Zoals reeds uiteengezet in punt 119, is de definitie van "kapitaal" zeer ruim: *"Activa kunnen bijvoorbeeld traditionele activa (eigen vermogen, aandelen, schulden enz.), private equity, onroerend goed en andere niet-traditionele activaklassen zoals schepen, bossen, wijn enz. omvatten, en elke combinatie daarvan"*.⁹¹⁵ Tegen deze achtergrond rijst de vraag of bijvoorbeeld een waardevol schilderij dat in penningen wordt tentoongesteld om meerdere personen in staat te stellen "deel te nemen" aan het schilderij, geen fonds vormt; de gedefinieerde beleggingsstrategie zou kunnen worden gezien in het vermogensbeheer (tentoonstelling in bepaalde kunstgalerieën en musea tegen betaling). Dit zal regelmatig worden bevestigd, en zouden dergelijke penningen uiteindelijk fondsdeelcertificaten zijn. Naast de financieringsregeling

⁹¹³ Zie BuA 2019/54, p. 237.

⁹¹⁴ Zie BuA 2019/54, p. 24.

⁹¹⁵ Discussiedocument 2012/117 van de ESMA, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.2.2012, Rz 12.

zou het TVTG in dit geval ook van toepassing zijn. De wettelijke behoefte aan een fysieke validator in een dergelijk geval, evenals de exacte verdeling van de verantwoordelijkheden tussen de fysieke validator en de bewaarder, blijft onduidelijk.

482 Tot slot moet art. 7 lid 1 liter TVTV (LGBI 2019.349) worden uitgekozen. Volgens deze verordening moet bij de aanmelding van een pseudo-uitgifte ook informatie over de doelmarkt worden verstrekt. De juridische definitie van "doelmarkten" wordt niet toegelicht en uiteindelijk blijft het onzeker of dit een onafhankelijke juridische terminologie is of dat de terminologie gebaseerd is op die van IDD 2016/97 of de VersVertG.

4. Centrale resultaten

483 Dit afsluitende hoofdstuk geeft een samenvatting van de centrale bevindingen en resultaten van deze werkzaamheden in verband met het aanbieden van penningen en gedecentraliseerde handelsplaatsen (DEX) enerzijds en het onderscheid tussen depositohandel, e-geldactiviteiten, financiële instrumenten of beleggingsdiensten en virtuele valuta's anderzijds.

4.1 Banktransacties, e-geld, financiële instrumenten en virtuele valuta's

484 Het is inherent aan zowel het in ontvangst nemen van deposito's als e-geldactiviteiten dat er een vereiste is voor onvoorwaardelijke terugbetaling van middelen. Dit kan dogmatisch worden gerechtvaardigd door het feit dat de e-geldactiviteit ook een deposito-activiteit is waaraan echter, door de juridische fictie van de Europese wetgever, onder bepaalde voorwaarden bijzondere gevolgen worden verbonden. De twee transacties vormen twee zijden van dezelfde medaille en e-geld is

in principe een geprivilegieerde vorm van deposito's, waarbij de betalingsdiensten het belangrijkste aandachtspunt vormen: Stortingen hebben een spaardoel, terwijl e-geld een betalingsdoel heeft. Aangezien e-geld een variant is op het depositobedrijf, is het niet meer dan logisch dat onvoorwaardelijke terugbetaalbaarheid inderdaad het model voor e-geld is. E-geld kan dus alleen worden gecreëerd door fiatgeld of geldbedragen te geven. De monetaire waarde is dus altijd gebaseerd op een monetaire waarde. Deze monetaire waarde moet worden uitgegeven in de vorm van een vordering, waarbij deze vordering dus noodzakelijkerwijs in geld moet luiden; het feit dat de vordering in geld luidt, leidt ook tot terugbetaalbaarheid tegen nominale waarde als bestanddeel.

Er moet rekening worden gehouden met het feit dat als er een uitzondering wordt gemaakt voor elektronisch geld, het toepassingsgebied van de wet op het elektronisch geld en de richtlijn inzake elektronisch geld nog steeds open is, maar dat er wel een geldwaarde aanwezig is waarvoor geen vergunning nodig is. Als zodanig kan het depositohandelsbedrijf in het geval van een uitzondering niet meer tot leven worden gewekt, aangezien elektronisch geld tegelijkertijd wordt uitgegeven, zelfs als er geen vergunning voor nodig is. Er moet ook worden opgemerkt dat betalingsinstrumenten geen financiële instrumenten in de zin van MiFID II of de bankwet kunnen zijn. Uit de overwegingen 8 en 10 van de vijfde GW-richtlijn blijkt ook duidelijk dat het de bedoeling van de wetgever van de Unie was om in de wetgeving vast te leggen dat virtuele valuta's geen e-geld vertegenwoordigen. Hoewel e-geld kan worden uitgegeven in de vorm van penningen, zijn penningen die een intrinsieke waarde hebben in de zin van digitale inhoud, vertegenwoordigd door de gegevens of software van een penning, en

daarom worden behandeld als koopwaar en soms virtuele valuta vertegenwoordigen, niet te beschouwen als e-geld. Virtuele valuta's kunnen betalingsfuncties hebben zoals e-geld, maar kunnen ook dienen voor spaardoeleinden zoals deposito's, of kunnen worden gebruikt voor beleggingsdoeleinden, zoals het geval is met financiële instrumenten. In het licht van het bovenstaande is het duidelijk dat, hoewel penningen zowel e-geld als financiële instrumenten kunnen vertegenwoordigen als ze goed zijn ontworpen, virtuele valuta's noch e-geld, noch financiële instrumenten vertegenwoordigen, aangezien ze een verscheidenheid aan verschillende functies vervullen, waarvan sommige vergelijkbaar zijn met die van traditionele financiële marktinstrumenten.

- 486 Dit houdt nauw verband met de zogenaamde beltoonclausule in overweging 6 van de E-geldrichtlijn. Volgens deze overweging staat het toepassingsgebied van de richtlijn betreffende elektronisch geld niet open voor monetaire activa die kunnen worden gebruikt om digitale goederen of diensten te verwerven, op voorwaarde dat een exploitant of emitent een extra intrinsieke waarde aan een monetair actief toekent, bijvoorbeeld in de vorm van toegangs- of transmissiefaciliteiten. Het is ook belangrijk dat een goed of dienst alleen kan worden gebruikt met behulp van digitale apparaten en dat een exploitant van een dergelijk IT-systeem niet slechts als tussenpersoon tussen gebruiker en dienstverlener optreedt. Een operator voegt al waarde toe als er een extra functie aan een product wordt toegevoegd; het aanbieden van communicatie- of transmissiekanalen is voldoende. In het geval van blokketpenningen wordt regelmatig een extra functie in de zin van een toegangsfunctie aan deze penningen toegevoegd, of wordt meestal ook de

software ontwikkeld waarmee het penningstuk uiteindelijk kan worden overgedragen. Bijgevolg lijkt het toepassingsgebied van de e-geld-regeling voor penningen marginaal te zijn.

Anders dan in Duitsland kunnen rekeneenheden zoals penningen in Liechtenstein niet als financiële instrumenten worden behandeld. In tegenstelling tot Liechtenstein is de multilaterale handel in penningen zoals Bitcoin of Ether, die volgens Liechtenstein gegevens of software in de zin van koopwaar vertegenwoordigen, op een handelsplatform in Duitsland een beleggingsdienst zoals de exploitatie van een MTF, aangezien de Duitse bankwet strenger is dan MiFID II en ook rekeneenheden als financiële instrumenten omvat.⁹¹⁶ Dit kan leiden tot de paradoxale concurrentie tussen e-geld en financiële instrumenten naar Duits recht als e-geld is gemunt - bijvoorbeeld de handel in e-geld voor eigen rekening valt daar niet onder de EGG of ZDG, maar in tegenstelling tot in Liechtenstein wordt dit als een financiële dienst beschouwd. 487

Dit kan ook relevant zijn in verband met penningen, met name stabiele munten, die stabiel moeten worden gehouden. Een penning kan ook een vordering op een uitgevende instelling vertegenwoordigen. Als aan de andere criteria wordt voldaan, kan zo'n penning e-geld vertegenwoordigen. E-geld is echter uitgesloten als een token geen claim vertegenwoordigt, maar een onafhankelijk token in de zin van software 488

⁹¹⁶ § 1, lid 11, nr. 7 KWG; hiermee moet met name rekening worden gehouden op het gebied van grensoverschrijdende activiteiten (bijvoorbeeld bij de exploitatie van een crypto-uitwisseling uit Liechtenstein, die niet is gereguleerd in het toezichtsrecht) en die een essentiële rol speelt in verband met de passieve vrijheid van dienstverrichting en marketing. Met betrekking tot beleggingsdiensten moet met name rekening worden gehouden met overweging 85 van MiFID II.

als grondstof (zoals Bitcoin). Een indicatie dat een penning een vordering vertegenwoordigt, kan worden gezien in het feit dat wanneer een penning wordt teruggenomen, deze wordt vernietigd - een vordering wordt dus ingewisseld, aangezien het voor een emittent niet mogelijk is om een vordering tegen zichzelf te houden.

489 De uitsluiting van een onvoorwaardelijke terugbetalingsverplichting om een depositotransactie te vermijden, zou kunnen worden bereikt door een ontbindende voorwaarde met ex nunc-effect. In een dergelijk geval zou de contractuele basis ophouden te bestaan bij het plaatsvinden van een bepaalde gebeurtenis en vervolgens worden afgewikkeld volgens het verrijktingsrecht - maar niet volgens het verbintenissenrecht; met andere woorden, er zou slechts sprake zijn van een voorwaardelijke terugbetalingsverplichting die in de wetgeving is verankerd. Bijgevolg is er geen contractuele onvoorwaardelijke terugbetalingsverplichting. Indien een specifieke aflossing of terugkoop gewenst is, zou de uitvoering ook denkbaar zijn door middel van een consumentvriendelijk aflossingsrecht; dit veronderstelt echter dat een token staat voor digitale inhoud en geen vordering op geld (d.w.z. e-geld) of lidmaatschaps- of andere vorderingsrechten (d.w.z. financieel instrument) vertegenwoordigt.

490 Indien een penning of een stabiele munt echter een onafhankelijke penning is, kan een consumentvriendelijk en onbeperkt herroepingsrecht worden toegekend. Dit kan worden teruggedraaid onder *condictio causa finita* (*condictio causa finita*) recht en geeft zo'n penning ook een stabiele waarde. Een dergelijke interne stabiele munt zou interessant kunnen zijn voor een handelsplatform voor penningen.

491

Naast de deposito- en e-geldactiviteiten kan het uitleenbedrijf ook een rol spelen bij de op token gebaseerde bedrijfsmodellen. Met name factoring kan relevant zijn, bijvoorbeeld als een ondernemer extra verkoopkanalen wil creëren en zijn goederen of diensten in ruil voor penningen wil aanbieden, maar deze niet noodzakelijkerwijs wil accepteren. Deze ondernemer kan zijn vordering in wettig betaalmiddel, betaalbaar in penningen, overdragen aan een factor die de del credere overneemt en de cessieprijs in wettig betaalmiddel aan de cessiegever betaalt. Dit is echte factoring, die in Liechtenstein - in tegenstelling tot Oostenrijk - geen bankactiviteiten zijn. De situatie is echter anders in het geval van fictieve factoring, waarbij de factor niet het risico van wanbetaling op zich neemt en dus, vanuit juridisch oogpunt, bijdraagt of liquiditeit crediteert. De fictieve factoring staat dus voor een krediet- of uitleen-transactie.

Zoals reeds vermeld in verband met het onderscheid tussen e-geld- en 492
depositotransacties, moeten penningen worden beschouwd als technische containers en kunnen zij in principe alle rechten vertegenwoordigen, d.w.z. alle financiële instrumenten waarin MiFID II voorziet. Het zal echter niet mogelijk zijn om met een penning de deposito's te vertegenwoordigen, aangezien de penning in dit geval al waarde vertegenwoordigt en dus e-geld vertegenwoordigt; de depositohandel is echter direct gericht op het boeken van geld en contant geld, dat niet op een andere manier kan worden vertegenwoordigd.

Het materiële toepassingsgebied van de regeling voor elektronisch geld 493
omvat de commerciële uitgifte van elektronisch geld. Het persoonlijke toepassingsgebied strekt zich ook uit tot emittenten van e-geld die e-

geld uitgeven. Emittenten van elektronisch geld zijn voornamelijk CRR-kredietinstellingen en instellingen voor elektronisch geld. Hieruit kan een lokaal toepassingsgebied - afgestemd op het EU-gebied en de EER - worden afgeleid. De uitgifte van monetaire instrumenten in derde landen kan het toepassingsgebied van het e-geldregime niet openen, aangezien deze rechtsgebieden niet vertrouwd zijn met e-geld. Het moet worden beoordeeld volgens het respectieve rechtsgebied waar deze monetaire activa zijn uitgegeven, of het om een depositotransactie gaat of om een financieel instrument, indien een penning geen betaling-instrument is. Dergelijke penningen, die e-geld zouden vormen indien zij in de EU of de EER waren uitgegeven, zijn niet onderworpen aan een vergunning indien een van de uitgevende instelling onafhankelijke derde partij dergelijke penningen vervolgens in Liechtenstein verspreidt, aangezien het materiële toepassingsgebied alleen de uitgifte van e-geld omvat (de penningen zouden bijvoorbeeld e-geld vormen indien zij in de EU of de EER waren uitgegeven). Indien een verkoop-punt echter namens een emittent in de EU of de EER zou optreden, zou dit worden beschouwd als een rechtstreekse emissie door de emittent in de EER of de EU, die bijgevolg moet worden goedgekeurd.

- 494 Volgens de overwegingen van de e-geldrichtlijn mag e-geld geen belemmering vormen voor technische innovatie. Ook de gedecentraliseerde blokketen vormt geen obstakel voor het e-geldregime. Enerzijds kan e-geld worden beheerd op de server van een uitgever (specifieke rekening voor elektronisch geld), anderzijds kan e-geld ook worden opgeslagen op kaartsystemen. Volgens het burgerlijk recht wordt e-geld overgedragen door cessie van de vertegenwoordigde vordering op de emittent. Als een portemonnee voor gemunt e-geld beschikbaar wordt

gesteld door een emittent of een derde aanbieder, vormt dit een betaalrekening, aangezien e-geld wettelijk is gedefinieerd als een geldbedrag ondanks de feitelijke vertegenwoordiging van een vordering. In het kader van de civielrechtelijke overdracht kan e-geld echter ook op particuliere portemonnees worden aangehouden zonder dat daarvoor toestemming van de toezichthouder nodig is.

In deze context is de handel voor eigen rekening en vervolgens ook de handel in e-geld in Liechtenstein veilig vanuit het oogpunt van het toezicht, aangezien alleen vorderingen worden gecedeerd. In het beste geval kan er sprake zijn van een echte factoringtransactie, maar zoals hierboven is uitgelegd, is dit in Liechtenstein vanuit regelgevingsoogpunt ongevaarlijk. Het matchen van belangen in verband met de aankoop of verkoop van (geautoriseerd) e-geld is ook onproblematisch, maar als de afwikkeling (uitvoering van het contract) buiten de matching om plaatsvindt, zal er een betalingsdienst aanwezig zijn waarvoor autorisatie nodig is. Er zij op gewezen dat de uitzondering voor handelsagenten voor betalingsdiensten op grond van PSD II beperkt is en dat een handelsagent of handelsagent of een handelsagent of een verkoopagent op grond van de ADHGB niet langer beide overeenkomstsluitende partijen (koop- en verkoopsagent) kan vertegenwoordigen bij de onderhandelingen over of het sluiten van het contract, terwijl hij zich tegelijkertijd kan beroepen op de uitzondering van de ZDG. 495

Ook moet worden opgemerkt dat het wisselkantoor in de Liechtensteinse SPG, zoals gewijzigd bij LGBl 2009.047, of de aanbieder van VT-uitwisselingsdiensten op grond van TVTG, zoals gewijzigd bij BuA 2019/93, de vijfde witwasrichtlijn in dit opzicht niet volledig ten uitvoer legt, in tegenstelling tot de bedoelingen van de regering. Dit komt 496

omdat de EU-richtlijn gericht is op het omwisselen van fiatgeld voor ander fiatgeld of in virtuele valuta. E-geld, dat dogmatisch gezien gebaseerd is op een geldvordering, wordt opgenomen onder fiatgeld. In Liechtenstein verwijst deze bepaling echter nog steeds naar wettig betaalmiddel, wat strikt genomen de reden is waarom e-geld uit wisseltransacties in Liechtenstein momenteel niet onder de regeling valt. De VT wisseldienstverlener de lege ferenda registreert ook alleen de inwisseling van penningen tegen wettig betaalmiddel of andere penningen.

4.2 Centrale en gedecentraliseerde handelscentra

497 Essentieel voor het bestaan van een handelsplatform zoals een MTF of een OTF zijn de volgende elementen, die cumulatief moeten zijn:

- Een systeem voor de handel in financiële instrumenten, waarbij "systeem" op een technologie neutrale manier moet worden geïnterpreteerd en alle regels omvat (bv. ook de handel met stem);
- Het is absoluut noodzakelijk dat het systeem multilateraal is (d.w.z. geen Matched Principal Trading, alleen Agency Trading, mag op een MTF worden uitgevoerd). Dit is ook het geval met een OTF);
- Het systeem moet de belangen van de handelspartners dienen;
- Als gevolg van de bundeling van belangen is het niet mogelijk om individuele transacties uit te voeren met individueel geselecteerde contractpartijen;
- Het contract wordt binnen het systeem of platform gesloten en niet daarbuiten. Als het contract buiten het systeem om wordt

gesloten, is er mogelijk sprake van een zuiver informatiesysteem of prikbord (in termen van penningen, een zogenaamd DEX);

- Uiteindelijk moet het systeem zo worden opgezet dat het de belangen van een groot aantal deelnemers aan de handel samenbrengt en moet het een individuele transactiemakelaardij uitvoeren (minimaal drie deelnemers vereist).

Voor een betere traceerbaarheid wordt hieronder een typisch handelsproces via een MTF geschetst om vervolgens de activiteit op een de- 498
centrale beurs (DEX) af te bakenen:

1. Tussen twee als financiële tussenpersoon erkende handelsleden wordt een handelstransactie gesloten via het handelsplatform van de MTF die door een beleggingsonderneming wordt geëxploiteerd; indien van toepassing, met het oog op de uitvoering van een onderliggende order van een eindcliënt (economische koper of verkoper);
2. Een afgeronde "transactie" of, nauwkeuriger gezegd, de gecombineerde belangen met betrekking tot de aankoop of verkoop van financiële instrumenten worden door de MTF aan de clearinginstelling (centrale tegenpartij; CCP) doorgegeven;
3. De vereffening vindt plaats tussen het vereffeningshuis en de vereffeningssleden;
4. Er vindt een afstemming plaats tussen clearingleden en handelsleden (vaststelling van wederzijdse vorderingen);
5. De clearinginstelling (ctp) geeft instructies aan de afwikkelingsinstantie (centrale effectenbewaarinstelling; csd) voor de uitvoering van de afwikkeling;

6. Het afwikkelingsplatform (CSD) verricht vervolgens de feitelijke overdracht van de betreffende financiële instrumenten en zorgt tevens voor de feitelijke overdracht van de corresponderende fondsen; de afwikkeling vindt plaats in de boeken (financiële instrumenten die in de effectengiro worden aangehouden);
7. Uiteindelijk vindt de verzoening tussen de leden van de csd en de clearingleden plaats.

499 Naast financiële instrumenten of penningen die deze vertegenwoordigen, kan het model ook worden gesimuleerd in verband met een centrale tegenpartij (CCP) voor penningen die noch e-geld, noch financiële instrumenten (virtuele valuta's) vertegenwoordigen. Hieronder zal concreet worden aangegeven hoe een dergelijke gematchte hoofdhandel kan worden uitgevoerd:

1. Gebruikers A en B registreren zich op een handelsplatform voor penningen die noch financiële instrumenten, noch e-geld vertegenwoordigen;
2. Gebruiker A wenst BTC te verwerven met zijn ETH;
3. Gebruiker B wil BTC verkopen (tegen ETH);
4. In de volgende twee stappen worden uitgevoerd:
 - Gebruiker A draagt ETH over aan de exploitant van het handelsplatform voor tokens, waarbij de wettelijke reden voor de overdracht de verwerving van BTC van de exploitant van het handelsplatform als centrale tegenpartij is in overeenstemming met de contractuele overeenkomst (bv. met uitstel van betaling voor één wettelijke seconde);

- Gebruiker B draagt BTC over aan de exploitant van het handelsplatform voor penningen. In dit geval is de wettelijke reden voor de overdracht de verkoop van BTC aan de exploitant van het handelsplatform als centrale tegenpartij in overeenstemming met een contractuele overeenkomst.
5. De exploitant van het handelsplatform voor penningen heeft vervolgens ETH van gebruiker A verworven voor minstens één wettelijke seconde en is gebruiker A BTC hiervoor verschuldigd. Tegelijkertijd heeft de exploitant van het handelsplatform BTC voor minstens één wettelijke seconde van gebruiker B overgenomen en is hij als tegenprestatie ETH aan gebruiker A verschuldigd;
 6. De exploitant van het handelsplatform voor penningen voldoet aan zijn verplichting tegenover Gebruiker A met de door Gebruiker B verworven FTK's. Tegelijkertijd vervult de exploitant van het handelsplatform voor penningen zijn aansprakelijkheid jegens Gebruiker B met de door Gebruiker A gekochte ETH.

De elegantie van dit voorbeeld is te danken aan de blokketentechnologie. Een dergelijke transactie wordt automatisch en quasi in real time uitgevoerd via een Smart Contract. Het debiteurenrisico van de tegenpartij wordt in feite door een technisch geval op nul gezet. Met de komst van de blokketentechnologie op de financiële markt kunnen zelfs sterk gereguleerde markten, zoals multilaterale handelscentra, efficiënter worden gestructureerd. De blokketentechnologie maakt dus een vermindering van de dichtheid van de regelgeving mo-

gelijk, terwijl ten minste hetzelfde niveau van efficiëntie in de strijd tegen marktfalen wordt gehandhaafd en maakt dus een convergentie met de Pareto-efficiëntie mogelijk.

- 501 Met behulp van blokketentechnologie kunnen ook zogenaamde decentrale uitwisselingen (DEX) worden geïmplementeerd. Op een DEX kunnen orders met betrekking tot penningen, soms ook die welke financiële instrumenten vertegenwoordigen, peer-to-peer worden afgewikkeld. Meestal worden het orderboek, de matching en de afrekening op ketenbasis bijgehouden (uitvoering via Smart Contracts). Een DEX kan echter niet worden geclassificeerd als een georganiseerd handelsplatform zoals een MTF of OTF, aangezien er geen juridische entiteit is die in staat is om te reguleren vanwege het decentrale karakter van een dergelijk handelsplatform. Daarnaast is er meestal alleen sprake van bilaterale en niet van multilaterale handel op een DEX. De rol van de risicovrije tussenpersoon, die de koop- en verkoopbelangen samenbrengt, wordt vertegenwoordigd door een technologische entiteit. Financiële marktpartijen zoals beleggingsondernemingen - (OTC-)marktmakers of beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling - kunnen ook op een DEX verschijnen.
- 502 Zo'n DEX vertegenwoordigt technisch gezien de backend en de softwarematige interfaces (frontend) zijn ook voorzien, die toegang hebben tot een DEX om informatie over penningen en bestellingen die daar worden bewaard, weer te geven. Een dergelijke frontend is vergelijkbaar met een browser die toegang heeft tot de hypertextoverdracht of het HTTPS-protocol (centrale server of database), behalve dat decentrale knooppunten in plaats daarvan via een blokketenprotocol worden benaderd. Dergelijke interfaces worden vaak bulletinboards genoemd en

kunnen worden ontworpen als een zuiver informatiesysteem, op voorwaarde dat alleen openbaar toegankelijke informatie grafisch wordt weergegeven, wat een ongereguleerde technische dienst zou zijn. Het is van essentieel belang dat de sluiting en de uitvoering van het contract rechtstreeks op het DEX worden gedaan en niet op de interface. Er is ook geen sprake van contractbemiddeling zolang een dergelijke interface of de exploitant ervan geen *conditio sine qua non* is voor de beschikbaarheid van concrete bedrijfsgegevens en dus voor het sluiten van een contract. Dit is normaal gesproken niet het geval als alleen openbaar toegankelijke informatie wordt weergegeven door een blokketen.

In BuA 2019/54 op de TVTG heeft de regering verklaard dat de exploitanten van dergelijke informatiesystemen geaggregeerde prijsinformatie verstrekken over aanbiedingen om penningen te kopen en te verkopen. Hoewel dit het geval kan zijn, is het niet verplicht en daarom kan de lege ferenda een informatiesysteem niet altijd worden gekwalificeerd als een VT prijsdienstverlener. 503

In het kader van het effectenprospectusrecht moet in verband met een DEX worden opgemerkt dat een prospectus moet worden opgesteld en goedgekeurd voor openbare aanbiedingen van penningen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, tenzij een uitzondering van toepassing is. Problemen kunnen ook ontstaan door het feit dat een DEX kan leiden tot een wereldwijde aanbieding van financiële instrumenten, maar er bestaat geen uniforme wereldwijde regelgeving voor prospectusvereisten; dit probleem bestaat in feite al sinds het bestaan van het internet. 504

Op een DEX waarop security tokens worden verhandeld, kunnen (OTC) marketmakers en systematische internalisatoren in principe optreden als financiële marktpartijen. Het is belangrijk op te merken dat informatie- en koersberichten in handels- en ordersystemen, gegevens in informatiesystemen of de activiteit van een market maker niet worden beschouwd als berichten die nodig zouden zijn voor een openbare aanbieding. De activiteit van dergelijke financiëlemarktdeelnemers (op een DEX) vormt geen openbare aanbieding en leidt derhalve niet tot een prospectusplicht. Beide actoren zijn primair verantwoordelijk voor het verhogen van de liquiditeit op de kapitaalmarkt door voortdurend of systematisch en in aanzienlijke mate voor eigen rekening in financiële instrumenten te handelen. In dit verband moet worden opgemerkt dat beleggingsondernemingen op grond van artikel 23 en artikel 28 van de MiFIR bepaalde handelsverplichtingen hebben met betrekking tot aandelen en bepaalde derivaten.

- 506 De SPG zoals gewijzigd door de SPG BuA 2019/93 heeft ook betrekking op de zogenaamde exploitanten van handelsplatformen voor virtuele valuta's of penningen als personen die aan een due diligence-onderzoek moeten worden onderworpen. Ook al is dit bedoeld als een 'catch-all', het blijft onduidelijk wat hiermee geregeld moet worden. Zoals de regering zelf aangeeft, vallen symbolische wissels tegen wettig betaalmiddel onder de VT-wisseldienstverlener. Als een acteur namens de overheid optreedt, houdt hij de penning of de privésleutel van de opdrachtgever ten minste één wettelijke seconde vast en wordt hij vervolgens als VT-sleutelbewaarder of VT-sleutelbewaarder geregistreerd. De praktische betekenis van deze bepaling in de DDA zal dus eerst moeten worden vastgesteld.

Bibliografie

Amstutz Marc / Breitschmid Peter / Furrer Andreas / Girsberger Daniel / Huguenin Claire / Müller-Chen Markus / Roberto Vito / Rumo-Jungo Alexandra / Schnyder Anton K. (Hrsg), *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, 3e editie, Zürich, 2016.

Andreas Vonkilch (Ed.), *Commentaar op de E-Money Act 2010*, Wenen 2015.

Assmann Heinz-Dieter / Tailor Uwe H. / Mülbart Peter O. *Securities Trading Law*, 7e editie, Keulen, 2019.

Athanassiou Phoebus / Mas-Guix Natalia, *ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects*, nr. 7 / juli 2008.

Auffenberg Lutz, *elektronisch geld op blokketenbasis*, BKR 7/2019, p. 341.

Barnes Tom, *Banking Regulation Review*, Tiende editie, Londen, 2019.

Beck Heinz / Sann Carl-Theodor / Kokemoor Axel, *KWG met CRR*, Heidelberg, 2017.

Bergt, J., Esneault, A., Feldkircher, T., & Nägele, T. (2019). National legal & regulatory frameworks in select European countries. Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, 117-128.

Bergt, J. (2019). Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft (Doctoral dissertation, dissertation, Private Universität im Fürstentum Liechtenstein (UFL), Triesen).

*also released as

Bergt, J., (2020). Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft: unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts. Schulthess Juristische Medien.

Binder Andreas/Vetter Meinrad, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in Lorandi Franco/Staehelin Daniel (Hrsg), Innovative Law, FS for Ivo Schwander, S 275, Zurich/St. Gallen, 2011.

Brandl Ernst / Saria Gerhard, WAG 2018, 2e editie, Wenen, 2018.

BuA 2012/69 van 29.05.2012.

BuA 2012/150 van 27.11.2012.

BuA 2013/33 van 11.06.2013.

BuA 2014/69 van 08.07.2014.

BuA 2015/37 van 14.04.2015.

BuA 2015/89 van 01.09.2015.

BuA 2016/159 van 28.10.2016.

BuA 2017/14 van 04.04.2017.

BuA 2017/72 van 26.09.2017.

BuA 2018/98 van 30.10.2018.

BuA 2019/13 van 29.01.2019.

BuA 2019/54 van 07.05.2019.

BuA 2019/93 van 03.09.2019.

Boek van Mark, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (uitgave 2), p 55.

Casper Matthias / Terlau Matthias (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, München, 2014.

Dornseifer Frank / Jesch Thomas / Klebeck Ulf / Tollmann Claus, AIFM-richtlijn, München, 2013.

ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectussen 23e bijgewerkte versie - 15 december 2015.

Forstmoser Peter / Meier-Hayoz Arthur / Nobel Peter, Zwitsers vennootschapsrecht, Bern, 1996.

Frick Marie-Theres in Festschrift voor *Delle Karth Gert*, 90 jaar Hoge Raad, De recente ontwikkeling van het Liechtensteinse vennootschapsrecht in het licht van het EER-lidmaatschap, S 193, 2013.

Frick Mario, Erkenning en tenuitvoerlegging van buitenlandse beslissingen in Liechtenstein - Een overzicht, LJ-nummer 4/2010, blz. 106.

Frick Rony, De soorten aandelen onder het Liechtensteinse vennootschapsrecht, dissertatie Universiteit van Bern, 1977.

Gruber Michael, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, uitgave 2, 15.02.2005, blz. 53.

Handschin Lukas, Zürcher Kommentar, 2e druk, Algemene Bepalingen, Art. 620-659b OR Die Aktiengesellschaft, 2e druk, Zürich, 2016.

Helbock Hein, Special Aspects of the Segmented Classified Person (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, blz. 22.

Höhlein Thomas / Weiß Hagen, Crypto-Assets, ICO en Blockchain: Prospectusrechtelijk perspectief en toezichtspraktijk, RDF 2019, p 116.

Honsell Heinrich, Traditie en Cessie - causaal of abstract?, in FS *Wiegand Wolfgang*, S 349, Bern, 2005.

Jensen Michael C. / Meckling H. William, Theory of the Firm: Managementgedrag, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, oktober 1976, Volume 3, Issue 4 pp 305-360, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

Kalss Susanne / Oppitz Martin / Zollner Johannes, Capital Market Law, 2e editie, Wenen, 2015.

Keiler Stephan / Klausner Alexander, Oostenrijks en Europees consumentenrecht, 4e Lfg, Wenen, 2018.

Kletečka Andreas / Schauer Martin, ABGB-ON, 1.02, 1.04 en 1.06, sinusloc, 2016, 2017 en 2019.

Krimphove Dieter, Fintechs, Juridische grondslagen van moderne financiële technologieën, sinds loco, 2019.

Kümpel Siegfried / Wittig Arne (Hrsg), Bank- en Kapitaalmarktrecht, 4e editie, Keulen, 2011.

Laurer René / Borns Rainer / Strobl Johann / Schütz Melitta / Schütz Oliver, BWG, 3e editie, Wenen, 2010.

Laurer René / Schütz Melitta / Kammel Armin / Ratka Thomas (red.), BWG, 4e editie, Wenen, 2019.

Layr Angelika / Marxer Matthias, Legal nature and transfer of "tokens" from a Liechtenstein perspective, LJZ 1/19, p 11.

LTP van 26.10.2000, wijziging van het PGR (nr. 153/1988, verslag van de Commissie en gewijzigd wetsontwerp van 18 september 2000), tweede lezing.

Marxer Florian, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der Vinkulierung und der Aktionärbindungsverträge, SSHW Band-Nr 263, Zürich, 2007.

Micheler Eva, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, engels und russischem Recht, Habilitationsschrift WU Wien, 2003.

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

* also cited as

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein Supervisory Law. Regulatory Grey Zone, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

Öhri Uwe, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007 (nummer 4), blz. 100.

*Opilio Antonius*⁹¹⁷, Werkbericht over het Liechtensteinse eigendomsrecht, deel I, Dornbirn, 2009.

Patz Anika, handelsplatformen voor crypto valuta en cryptoassets, BKR 9/2019, S 435.

Piska Christian / Völkl Oliver, Blockchain Rules, Wenen, 2019.

Rummel Peter / Lukas Meinhard, ABGB, 4e editie, Wenen, 2018.

Rummel Peter, ABGB, 3e editie, Wenen, 2007.

Schopper Alexander / Raschner Patrick, The regulatory classification of crypto stock exchanges in Austria, ÖBA 4/2019, p. 249.

Schopper Alexander / Walch Mathias, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (uitgave 1), blz. 1.

Schwimann Michael / Kodek Georg E., ABGB Praxiskommentar, 4 editie, Wenen, 2011.

Schwimann Michael / Neumayr Matthias (red.), ABGB Taschenkommentar, 4 editie, Wenen, 2017.

Seeger Norbert, De verantwoordelijkheid volgens art. 218 tot 228 van het Liechtensteinse personen- en vennootschapsrecht, Bern, 1987.

Stadler Arthur / Pfeil Andreas, cryptocurrencies als vluchtige goederen volgens § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, mei 2018, S 101 (S 103).

Stark Emil W. / Lindenmann Barbara, in Berner Kommentar, Der Besitz Art 641-977 ZGB, 4e editie, Bern, 2016.

⁹¹⁷ Deze naam wordt door de auteur gebruikt als traductionym (pseudoniem) voor *herder Anton*.

Terlau Matthias in Schimansky Herbert / Bunte Hermann-Josef / Lwowski Hans-Jürgen (Hrsg), Bankwetboek, 5e editie, München, 2017.

Triffterer Otto / Rosbaud Christian / Hinterhofer Hubert (red.), Salzburg Commentaar op de StGB, 40e Lfg, Wenen, 2019.

Overleg met de regering over de invoering van een wet inzake transactiesystemen op basis van betrouwbare technologieën (VT) (blokketenwet; VT-wet; VTG) en de wijziging van andere wetten van 28.08.2018.

Weilinger Arthur (Ed.), ZaDiG, Wenen, 2017.

Weitnauer Wolfgang / Boxberger Lutz / Anders Dietmar, KAGB, 2e editie, München, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), MiFID II, Recht, Praktijk, Vooruitzichten, Frankfurt, 2018.

Zivny Thomas, KMG (Kapitalmarktgesetz), kort commentaar, 2e editie, Wenen 2016.

*this work was also published under:

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Japanese): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token as value rights & Token offerings and decentralized trading venues (English): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751937962.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Russian): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751935968.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Chinese simplified): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Derechos de Valor & Ofertas de Token y Centros de Comercio Descentralizados: Un análisis del derecho civil de valores y la legislación de supervisión de valores desde la perspectiva de Liechtenstein, con especial referencia a los actos pertinentes de la Unión* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Tokenowe Prawa do Wartości & Oferty Tokenowe i Zdecentralizowane Centra Handlowe: Analiza prawa cywilnego w zakresie papierów wartościowych i prawa nadzoru nad papierami wartościowymi z perspektywy Liechtensteinu, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiednich aktów Unii* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Wertrechte und Token Offerings und dezentrale Handelsplätze: Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtsrechtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Direitos de Valor & Token Offerings e Centros Comerciais Descentralizados: Uma análise do direito civil e do direito de supervisão dos valores mobiliários na perspectiva do Liechtenstein, com especial referência aos actos relevantes da União* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Les Tokens comme Droits de Valeur & Offres de Tokens et Centres Commerciaux Décentralisés: Une analyse du droit civil des valeurs mobilières et du droit de la surveillance des valeurs mobilières du point de vue du Liechtenstein, avec une référence particulière aux actes pertinents de l'Union* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token come Diritti di Valore & Offerte a Token e Centri Commerciali Decentralizzati: Un'analisi del diritto civile dei titoli e del diritto di vigilanza sui titoli dal punto di vista del Liechtenstein, con particolare riferimento ai pertinenti atti dell'Unione europea* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Gerechtig register

BGH VIII ZR 249/14 van 17.06.2015

BVGer B-4772/2017 van 19.12.2017.

EVA E-9/17 van 30 mei 2018, Edmund Falkenhahn AG / Financial Market Authority Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>

EHJ C-191/15 van 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612

OGH op 09 C 271/98-201 van 03.03.2005, LES 2006, 161.

öOGH tot 2 Ob 155/16g vanaf 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

RIS Justice RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 van 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Wenen van 5 mei 2004 op 06/42/9144/2003.

Digitale bronnen

Alexandra Petruş, Hoe haal ik gegevens uit een 2FA iCloud account, 12 augustus 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019.

BaFin-technisch artikel, tokenization, 15.04.2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html.

BaFin-informatie over de feiten van de handel voor eigen rekening en eigen rekening van 22.03.2011, laatstelijk gewijzigd op 15.05.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html.

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html.

BaFin Leaflet multilaterale handelsfaciliteit van 07.12.2009, laatstelijk gewijzigd op 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

BaFin Leaflet Review van effectenprospectussen voor begrijpelijkheid, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?blob=publicationFile=8.

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) van 22.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 29.11.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

BaFin, Interpretatieve Brief over het Toepassingsgebied van de KAGB en over de Termijn "Investeringsfonds", 14.06.2013, laatstelijk gewijzigd op 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html.

BaFin, Crowdlending, d.d. 4 januari 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html.

BaFin, Toelichting op financiële instrumenten overeenkomstig § 1 (11) zinnen 1 tot en met 3 van de KWG, 20.12.2011, laatstelijk gewijzigd op 26.07.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

BaFin, folder over beleggingsmakelaardij van 17 mei 2011, laatstelijk gewijzigd op 13 juli 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

BaFin, leaflet on custodian business, 06.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 17.02.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html

BaFin, informatieblad over de kredietverlening, d.d. 08.01.2009, laatstelijk gewijzigd op 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html.

BaFin, infobladplaatsing, 10.12.2009, laatstelijk gewijzigd op 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html.

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten in Zusammenhang der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 en IF 1-AZB 1505-2019/0003, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf? blob=publicationFile=1](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1).

BaFin, verplichting tot publicatie van een prospectus, 01.11.2013, laatstelijk gewijzigd op 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html.

BaFin, Circulaire 08/2017 (VA) - Afgeleide financiële instrumenten en gestructureerde producten van 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

Bont Patrick, Kryptowährungen - en wat doen de toezichthouders?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>

Buterin Vitalik, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, opgeroepen op 30.09.2019.

Buterin Vitalik, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463>/<https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aangerufen am 15.09.2019.

Ontwerpverslag over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende aanbieders van Europese crowdfundingdiensten (ECSP) voor ondernemingen (COM(2018)0113 - C8-

0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf.

DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/>, aufgerufen am 15.09.2019.

EBA-rapport met advies voor de Europese Commissie over crypto-assets, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+op+crypto+assets.pdf>.

EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

ESMA Advies, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 januari 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

ESMA Bijlage 1 Juridische kwalificatie van crypto-assets - onderzoek naar NCA's, januari 2019, ESMA50-157-1384, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

Discussiedocument 2012/117 van de ESMA, Sleutelbegrippen van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en soorten BAB's, 23.2.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

ESMA-richtsnoeren 2013/611 inzake de sleutelbegrippen van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD), gecorrigeerde versie van 30.01.2014 van de richtsnoeren in-

zake de sleutelbegrippen van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, gepubliceerd op 13.08.2013 (ESMA/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor_revised_for_publication.pdf

Vragen en antwoorden ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf.

ESMA-verslag 50-164-2430 vom 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf.

ECB, Verslag over elektronisch geld, augustus 1998, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Virtual Currency Schemes, oktober 2012, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 september 2019), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

FINMA Circulaire 2008/3, Retaildeposits bij niet-banken, 20.11.2008, laatstelijk gewijzigd op 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>.

FINMA Guidelines for subordination inquiries regarding Initial Coin Offerings (ICO's) of 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

Eerste Blockchain Security Token Exchange - Gebouwd op Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, aufgerufen am 15.09.2019.

FMA Mededeling 2019/1 - Aanvullende verplichtingen met betrekking tot de uitgifte en inkoop van fonds aandelenmunten en het bijhouden van het aandelenregister voor fonds aandelenmunten van 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>

FMA-Richtlijn 2019/7 van 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmassnahmen.pdf>.

FMA, Innovatie als uitdaging - en als kans, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, opgeroepen op 15.09.2019.

Griffin John M. / Shams Amin, is Bitcoin echt ongebonden?, 13.06.2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

Hacker Philipp / Thomale Chris, Crypto-Securities Regulation: ICO's, Token Sales en Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, laatst herzien op 17 april 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820.

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, toegankelijk op 29 oktober 2019.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&ackurl=auto>.

<https://0x.org/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supplyhttps://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, gebeld op 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, gebeld op 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, gebeld op 15.09.2019.

https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, gebeld op 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, gebeld op 15.09.2019.

<https://etherdelta.com/>, toegankelijk op 15 september 2019.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>.

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>, gebeld op 15.09.2019.

<https://idex.market/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, gebeld op 15.09.2019.

https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, gebeld op 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://tether.to/>, gebeld op 7 oktober 2019.

<https://tether.to/contact-us/>, gebeld op 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, in de versie van 26.02.2019, toegankelijk op 29.07.2019.

<https://token.store/>, toegankelijk op 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, toegankelijk op 15 september 2019.

<https://www.airswap.io/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, geopend op 4 augustus 2019.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, gebeld op 15.09.2019.

https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, gebeld op 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, gebeld op 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, opgeroepen op 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, gebeld op 15.09.2019.

Khatri Yogita, Tether zegt dat zijn USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019.

Liechtensteinse Vereniging van Banken, informatiebrochure over de soorten en risico's van financiële instrumenten, 3e editie, elektronische editie nr. B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>.

Mersch Yves, Toespraak tijdens de juridische conferentie van de ECB, Frankfurt am Main, 2 september 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, opgeroepen op 04.10.2019.

Miller Mark S. / Drexler K. Eric, The Agoric Papers in The Ecology of Computation, *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: voor Computational Resource Management, Comparative Ecology: A Computational Perspective, Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html><https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Nakamoto Satoshi*⁹¹⁸, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, belde op 15.09.2019.

Verslag over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende aanbieders van Europese crowdfundingdiensten (ECSP) voor ondernemingen (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html

Seth Rosenblatt/Jason Cipriani, Twee-factor authenticatie: Wat u moet weten (FAQ), 15 juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Sritanshu Sinha, IEO's, ICO's, STO's en Now IDO's - Hoe fondsen te werven voor Crypto in 2019?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019><https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019.

Szabo Nick, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (alleen nog een archief link beschikbaar).

Valera Valeria, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/><https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019.

⁹¹⁸ Pseudoniem van de persoon of personen die het Bitcoin-protocol hebben ontwikkeld.

Gerechtsdeurwaarder *Hans-Ueli,* Ondernemingsrecht,
<https://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>

WKO, Wet op de beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>

Wozke Martin, Slimme contracten: Bij het sluiten van contracten tussen computers, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, opgeroepen op 01.10.2019.

Abstract

Deze academische paper behandelt zowel civielrechtelijke (effecten) als regulatoire (effecten) juridische aspecten. Zo wordt een samenvatting van het vermogensrecht gegeven, die betrekking heeft op de indeling van de penningen naar Liechtensteins recht.

Voorts zullen gedematerialiseerde effecten, die al bijna 100 jaar bekend zijn in het Liechtensteinse rechtssysteem, worden besproken. De juridische situatie met betrekking tot effecten en giraal overdraagbare effecten vóór de inwerkingtreding van de "Blokkeringswet" (TVTG) wordt geschetst en de giraal overdraagbare effecten in het kader van het TVTG (abstractiebeginsel) en de giraal overdraagbare effecten in het kader van het PGR, zoals gewijzigd bij het Bundesgesetzbuch 2019/93 (oorzakelijkheidsbeginsel), worden hieronder in detail besproken.

De nadruk op het burgerlijk recht en het vennootschapsrecht ligt op Liechtenstein, terwijl ook rekening wordt gehouden met de Zwitserse vennootschapsrechtelijke basis van de ontvangst en de algemene civielrechtelijke ontvangst van het Oostenrijkse recht.

Het toezichthoudende deel van de werkzaamheden staat duidelijk in het middelpunt van het recht van de Unie, maar houdt ook rekening met de specifieke nationale kenmerken van Liechtenstein, Oostenrijk en Duitsland, naast de Europese rechtshandelingen.

Zo worden penningen en op penningen gebaseerde bedrijfsmodellen ook onderzocht in het licht van rechtshandelingen van de Unie zoals MiFIR, MiFID II, CRR, CRD IV, CSDR, EMIR, AIFMD, UCITSD, E-money Directive II, PSD II, MAD/MAR, Prospectusverordening, 5e AML-

richtlijn en andere verordeningen, richtlijnen, alsook uitvoeringsverordeningen en gedelegeerde verordeningen. Er wordt speciale aandacht besteed aan cryptobeurzen en gedecentraliseerde handelsplaatsen (DEX). Daarnaast zal de nadruk worden gelegd op het consumentenrecht op het gebied van penningen en overeenkomsten voor verkoop op afstand, waarbij rekening wordt gehouden met het VRRL en de Clausulerichtlijn. In deze context worden penningen als data of software en dus als digitale inhoud en dus als koopwaar ook nader behandeld en worden de parallellen naar penningen als penningen met intrinsieke waarde of virtuele valuta in tegenstelling tot fiatgeld getoond.

Bovendien wil de auteur de depositohandel, e-geldtransacties en financiële instrumenten in tegenstelling tot virtuele valuta's uitleggen als communicerende vaten. Hoewel dit vooral een juridisch geschil is, worden technische aspecten van Distributed Ledger Technologies, zoals de blokketen als decentrale database, tokens & coins, smart contracts, agoric computing, self-sovereign identity, etc. - voor zover dit nodig is voor de juridische beoordeling - nader toegelicht; daarnaast worden ook economische achtergronden en excursies voor een betere begrijpelijkheid in de stellingen opgenomen en worden mogelijke toepassingen van de blokketentechnologie getoond.

Op deze manier moet e-geld ook begrijpelijk worden ontcijferd met betrekking tot cryptografische valuta op basis van het relevante praktische geval van USD-Tether en moet een mogelijke heropleving van de "beltoonclausule" in e-geld worden besproken.

De huidige discussie moet worden opgevat als wetenschappelijk werk met praktische relevantie voor advies in verband met blokkades, vertegenwoordiging bij toezichthoudende autoriteiten, alsmede algemeen nuttig advies over hoe valkuilen in de uitvoering van ondernemingsprojecten vanuit een juridisch perspectief kunnen worden vermeden. Tegen deze achtergrond richt dit boek zich op juristen, bedrijfsjuristen, overheden, rechtbanken, wetenschappers en andere geïnteresseerden op het gebied van het financiële marktrecht en de blokkadetechnologie.

curriculum vitae

Dr. iur. Josef Bergt

Geboortedatum: 19.11.1991

Geboorteplaats: AT-6179 Ranggen, Tirol

Josef Bergt is gespecialiseerd op het gebied van het Liechtensteinse en Europese bank- en financiële-marktrecht, het vennootschaps- en kapitaalmarktrecht en het informaticarecht en heeft een uitgebreide expertise in het regelgevingskader van de financiële markten, in het bijzonder met betrekking tot Distributed Ledger Technology (DLT) en de verschillende varianten daarvan, zoals blockchain, Directed Acyclic Graphs (DAG), hashgraph, holochain, etc., met inbegrip van de verkoop van penningen en aanbiedingen zoals de eerste muntaanbiedingen, het genereren van penningen en het aanbieden van veiligheidsmunten (ICO/TGE/STO). Daarnaast heeft Josef Bergt ervaring met de oprichting van gereguleerde financiële instellingen en financiële intermediairs, het verlenen van vergunningen aan dergelijke instellingen en het opstellen van effectenprospectussen en de goedkeuring daarvan door de desbetreffende toezichthoudende autoriteit. Daarnaast heeft hij ervaring in het voeren van rechtszaken op het gebied van het burgerlijk en handelsrecht. Bovendien heeft hij een grondige kennis van gegevensbescherming.

Josef Bergt maakte deel uit van het team dat het eerste prospectus van de Liechtensteinse autoriteit voor de financiële markt (FMA), dat in augustus 2018 werd goedgekeurd, steunde. Josef Bergt is ook een voorstander van de Liechtensteinse "Blokketenwet" (Token and VT Service Provider Act; TVTG) en de Liechtensteinse blokketenscene. Daarnaast maakte hij ook deel uit van het team dat via thinkBLOCKtank asbl het

wettelijk kader voor een EU-munterregelgevingsdocument heeft voorgesteld. Ten slotte heeft Josef Bergt in het kader van zijn juridische activiteiten meer dan 250 startende ondernemingen en financiële tussenpersonen, waarvan sommige in de vorm van een blokketen, juridisch advies en bijstand verleend en in dit verband deskundige adviezen en contractuele voorwaarden in het kader van het recht van de financiële markten opgesteld, alsmede de nodige juridische verduidelijkingen aangebracht en de onderneming voor de autoriteiten vertegenwoordigd.

Naast zijn wetenschappelijke auteursactiviteiten is Josef Bergt ook spreker op internationale evenementen en op universiteiten, waar hij inzicht geeft in de interactie van nieuwe technologieën met het bestaande recht.

Opleiding

2019 – 2020	Boekhoudkundige Intensieve Cursus, Beroeps- en Bijscholingscentrum (bzb) Buchs, Kanton St.Gallen
2018 – 2020	Studeerde Executive Master of Laws (Bedrijfs-, Stichtings- en Trustrecht), Universiteit van Liechtenstein.
2018 – 2020	Studeerde Executive Master of Laws (Banking and Financial Market Law), Universiteit van Liechtenstein.

2017 – 2019	Doctoraatsstudie rechten onder de minimale studieduur, UFL Privé Universiteit in het Vorstendom Liechtenstein, Triesen.
05/2018	Intensieve cursus "Corporate Data Protection Officer", Universiteit van Liechtenstein.
2015 – 2016	Cambridge International Legal English (ILEC, Level C1), WIFI Innsbruck.
2015	Diploma rechten in de minimale studieduur, Leopold-Franzens Universiteit Innsbruck.

Publicaties

Verantwoordelijkheid van de bestuurs- en controleorganen van de Liechtensteinse vennootschap op aandelen - met het oog op het Zwitserse en Oostenrijkse recht, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (herdruk van het proefschrift, particuliere universiteit in het Vorstendom Liechtenstein, 2019).

Bergt / Esneault / Feldkircher / Nägele, National legal & regulatory frameworks in select European countries, Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, thinkBLOCKtank asbl, S 117, Juni 2019.

Cryptokringen en blokkadetechnologie in het Liechtensteinse toezichtsrecht, *Regulatory Grey Zone?*, Nägele / Bergt in *Liechtensteinische Juristen-Zeitung*, Issue 2, (LJZ 2/18), blz. 63, juni 2018.

Retrocessies en de daaruit voortvloeiende vorderingen op Zwitserse vermogensbeheerders - De aansprakelijkheid van de organen van

Liechtensteinse verenigingen voor het niet doen gelden van vorderingen, Schwärzler / Bergt / Vollrath in Liechtenstein Journal (LJ), 33e editie 1/2017, blz. 2, maart 2017.

Fusie tot de Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10: 3639886607, ISBN 13: 978-3639886603), april 2016.

Praktische activiteiten

- | | |
|---------------|--|
| 01/18 – 03/20 | Stagiair bij NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/18 – 12/19 | Gegevensbeschermingsfunctionaris van NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/17 – 12/17 | Stagiair bij Schwärzler Advocaten, Schaan. |
| 05/16 – 10/16 | Rechtbankstage bij de Princely District Court van Vaduz. |
| 01/16 – 03/16 | Rechtbankstage bij de rechtbank van Telfs. |
| 04/12 – 12/12 | Juridisch medewerker, advocatenkantoor Dr. Peter Bergt. |

Josef's Vanity Card #1:

"Josef, waar ben je?"

*"Ergens wacht er iets ongelooflijks om bekend te worden."*⁹¹⁹

⁹¹⁹ *Carl Sagan.*

