

TOKEN ALS WERTRECHTE UND TOKEN OFFERINGS UND DE- ZENTRALE HANDELSPLÄTZE:

Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtsrechtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte

Josef Bergt

Impressum

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind
im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2019 Josef Bergt

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

Herstellung und Verlag: BoD – Books on Demand, Norderstedt

ISBN: 978-3-7504-2737-2

2. Auflage Mai 2020

“Imagination will often carry us to worlds that never were.

But without it we go nowhere.”¹

¹ *Carl Sagan* (1934 - 1996), Astronom, Kosmologe, Astrophysiker, Astrobiologe, Fernsehmoderator, Sachbuchautor, Schriftsteller.

Vorwort / Danksagung

« *Keine Schuld ist dringender als die, Dank zu sagen* »²

Daher gilt mein erster Dank meinen Betreuern, Kommilitonen, Kollegen und Mitarbeitern, die mich in den vergangenen Jahren mit bereichernden Tipps und Diskussionsbeiträgen wiederholt in neue wissenschaftlich fruchtbringende thematische Bahnen gelenkt haben.

Meinen fleissigen und geduldigen Korrekturlesern und allen Personen, die hier nicht explizit angeführt wurden, sei an dieser Stelle ebenfalls gedankt.

Eine herausragende Stellung in jeglicher Hinsicht nehmen meine Eltern, Geschwister und meine Kollegen ein. Ihnen gilt mein besonderer Dank.

Gams / Vaduz / Ranggen, im November 2019
Josef Bergt

PS: Doch mit etwas Stolz blicke ich auf die vorliegende Arbeit und hoffe einerseits, dass ich der wissenschaftlichen Auseinandersetzung nie überdrüssig werde und fordere weiters jeden dazu auf bzw lade herzlich dazu ein, die hierin vertretenen Thesen empirisch zu falsifizieren oder verifizieren; nur so kann eine Validation im Sinne der wissenschaftlichen Methode erreicht werden und freue ich mich auf jeden weiteren wissenschaftlichen Diskurs.

² Dieses Zitat wird zwar teilweise dem römischen Redner und Staatsmann *Marcus Tullius Cicero* (106 - 43 v Chr) zugeschrieben, dürfte dabei aber mangels nachvollziehbarer Quellenangabe unbekanntem Ursprungs sein.

Redaktionelle Hinweise

Es wird darauf hingewiesen, dass in vorliegender Arbeit aus Gründen der Leserlichkeit das generische Maskulinum genutzt wird. Die Verwendung der männlichen Form eines Wortes schliesst aber immer auch die weibliche Form mit ein.

Zudem wird in gegenständlicher Abhandlung auf die Verwendung des Eszett (nach der Fraktur-Schriftart - „sz“; „ß“) gänzlich verzichtet und wird dieses jeweils durch ein „Doppel-s“ ersetzt. Hievon unberührt bleiben jedoch Zitate, da eine Verfälschung jeglicher Art vermieden werden soll.

Soweit eine Umsetzung in den jeweiligen Jurisdiktionen bereits erfolgt ist, wird für die Zitierung von Gerichtsentscheidungen der European Case Law Identifier (ECLI) herangezogen. Gleichermassen wird unionsrechtliches Sekundärrecht mithilfe des European Legislation Identifier (ELI) zitiert.

Ferner ist darauf hinzuweisen, dass bezüglich Zitationsweise überwiegend den Abkürzungs- und Zitierregeln (AZR), 8. Auflage, Wien, 2019, von *Peter Dax* und *Gerhard Hopf*, gefolgt wird.

Weiters ist noch darauf hinzuweisen, dass sich zeitliche Angaben ohne weitere Präzisierung, wie insbesondere bei Temporaladverbia (bspw: aktuell/derzeit/gegenwärtig wird eine Novellierung eines bestimmten Gesetzesbereichs angestrebt) im Zweifel auf das Publikationsdatum gegenständlicher wissenschaftlicher Abhandlung beziehen.

Letztlich ist noch darauf hinzuweisen, dass Angaben von Gesetzesstellen ohne Länderzusatz sich im Zweifel auf die liechtensteinischen Gesetze beziehen, sofern eine Zuordnung nicht ohnehin eindeutig ist, wie dies bspw beim deutschen KWG oder dem schweizerischen OR der Fall ist. Wird das ABGB zitiert, so ist das liechtensteinische ABGB gemeint; die österreichische Rezeptionsgrundlage wird mit öABGB angeführt, sofern sich aus dem Kontext nicht ergibt, welches Gesetz gemeint ist.

Darüber hinaus ist darauf hinzuweisen, dass sich vorliegende Arbeit in zwei Titel untergliedert. Dies deshalb, da die einzelnen Arbeiten der Universität Liechtenstein als Masterthesen im Rahmen des LL.M. im Gesellschafts-, Stiftungs- und Trustrecht („Token als Wertrechte“), sowie im LL.M. Banking und Finance („Token Offerings und dezentrale Handelsplätze“) vorgelegt wurden. Verweise (Kapitelangaben, Randziffern, Fussnoten) sind grundsätzlich eigenständig zu sehen und beziehen sich auf die jeweilige Arbeit (den jeweiligen Titel), sofern nicht eine übergreifende Verweisung vermerkt ist. Das vorliegende Werk ist ein Abdruck der der Universität Liechtenstein vorgelegten Masterthesen.

Nachtrag zur 2. Auflage – Mai 2020

In dieser leicht überarbeiteten 2. Auflage meines Werkes wurden geringfügige inhaltliche Konkretisierungen vorgenommen, sowie diverse orthographische Fehler ausgebessert. Der Wesensgehalt des Werkes bleibt dabei unverändert und ist weiterhin aus Sichtweise per Stand November/Dezember 2019 abgefasst. Formulierungen, die auf Gesetze „de lege lata“ verweisen, beziehen sich sohin auf den Stand per Ende 2019. Die Änderungen, die das zwischenzeitlich in Kraft getretene liechtensteinische Blockchaingesetz (TVTG) mit sich bringt, wurden in diesem Werk aber ohnehin (mit dem Vermerk „de lege ferenda“) berücksichtigt.

Eine weitergreifende Auseinandersetzung und Aktualisierung wird in Zukunft sicherlich notwendig sein. Da sich das vorliegende Werk als Teil einer (zukünftigen) Reihe zum liechtensteinischen Bank- und Finanzmarktrecht verstehen soll, sind auch andere Autoren herzlich dazu eingeladen mit mir den Kontakt aufzunehmen und allenfalls (Gast-)Beiträge zum angeführten Thema zu verfassen, ihre Gedanken auf sonstige Art und Weise einzubringen, oder bei der Übersetzung in anderen Sprachen unterstützend tätig zu werden, um dieses Kühne unterfangen langfristig auch tatsächlich zu realisieren und das Werk gleichzeitig einem breiten Publikum zugänglich zu machen.

Ganz besonders danken möchte ich an dieser Stelle Kollegen Wolfgang Fürnschuss sowie der Advocatur Seeger, Frick & Partner AG, Schaan, welche die illegitimen Immaterialgüterrechtsansprüche meines ehemaligen Arbeitgebers an vorliegendem Werk erfolgreich vor den liechtensteinischen Gerichten abwehrten (rechtskräftiges Sicherungsverfahren zu 04 CG.2019.409 vom 12.05.2020), was massgeblich dazu beigetragen hat, dass mein Werk wieder veröffentlicht werden kann.

„Die Zensur ist die jüngere von zwei schändlichen Schwestern, die ältere heißt Inquisition.“³

„Ein Censor ist ein Menschgewordener Bleysteifen oder ein Bleistiftgewordener Mensch; ein fleischgewordener Strich über die Erzeugnisse des Geistes, ein Krokodil was an den Ufern des Ideenstromes lagert, und den darin schwimmenden Dichtern die Köpfe abbeißt.“⁴

Wissen ist frei! Der fleischgewordene Bleistift und der bleistiftgewordene Mensch bzw die am Ideenstrom auflauernden Krokodile wurden durch das Richtschwert Justitias erschlagen!

Gams, Mai 2020
Josef Bergt

PS: Dieses Werk ist auch in anderen Sprachen erschienen. Übersetzungen aus dem Original, welches in deutscher Sprache verfasst wurde, erfolgten mittels Deep-Learning- bzw Machine-Learning-Methoden basierend auf künstlichen neuronalen Netzwerken (künstliche Intelligenz).

³ Johann Nepomuk Nestroy, Freiheit in Krähwinkel I, 14.

⁴ Nestroy, Freiheit in Krähwinkel, Stücke 26/I, 26 f.

Inhaltsübersicht

Vorwort / Danksagung	XI
Redaktionelle Hinweise.....	XII
Nachtrag zur 2. Auflage – Mai 2020.....	XIII
Inhaltsübersicht	XVII
Inhaltsverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
I. Token als Wertrechte	1
II. Token Offerings und dezentrale Handelsplätze.....	129
Literaturverzeichnis	i
Judikaturverzeichnis.....	x
Digitale Quellen	xi
Abstract.....	xxi
Lebenslauf.....	xxiv

Inhaltsverzeichnis

Vorwort / Danksagung	XI
Redaktionelle Hinweise.....	XII
Nachtrag zur 2. Auflage – Mai 2020.....	XIII
Inhaltsübersicht.....	XVII
Inhaltsverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
I. Token als Wertrechte.....	1
1. Einleitung, Forschungsfrage & sachenrechtliche Grundfragen zu Token	1
1.1 Blockchain & Smart Contracts	6
1.2 Token, Coins und Standardisierung trotz depositum regulare	12
1.3 Fazit tokenisiertes Eigentumsrecht.....	20
2. Wertpapiere gem PGR und deren Funktionen.....	21
2.1 Indiz- und Beweisfunktion	24
2.2 Liberations- und Legitimationsfunktion	26
2.3 Präsentations- bzw Verkehrsschutzfunktion	30
2.4 Transportfunktion	31
2.5 Fazit wertpapierrechtliche Funktionen und deren Anwendung auf Wertrechte gemäss TVTG und PGR neu.....	32
3. Token als entmaterialisierte Wertpapiere de lege lata?	34
3.1 Übertragung von Wertrechten	48
3.2 Führung des Aktienbuches bzw -registers auf einer Blockchain	53
3.3 Fazit Aktienbuch auf der Blockchain.....	58
3.4 Wertpapiere vs übertragbare Wertpapiere gem MiFID- Kanon	59
3.5 Indossament und reine Namenpapiere in Form von Token 62	
4. Zivilrechtliche Einordnung von Token unter dem liechtensteinischen "Blockchain-Gesetz" (TVTG).....	67

4.1 Wertrechte nach TVTG (Abstraktionsprinzip) und PGR (Kausalitätsprinzip)	72
4.2 Fazit Abstraktions- und Kausalitätsprinzip nach Einführung des TVTG	84
5. Tokenisierung iZm individuellen und kollektiven Veranlagungen	89
5.1 Abgrenzungsfragen der kollektiven Anlage (Fondsstrukturen).....	90
5.2 Tokenisierte Anteile an SPVs und Fondsanteilsscheine	94
5.3 Segmentierte Verbandspersonen (PCC) in Abgrenzung zum Fonds	102
5.4 Fazit Tokenisierung von Finanzinstrumenten und Collective Investment Schemes	106
6. Token und Verbraucherrecht.....	109
7. Wesentliche Ergebnisse	117
7.1 Die Abbildung des Vollrechtes Eigentum in einem Token	119
7.2 Wertrechte nach TVTG und Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 (LGBl 2019.304)	121
7.3 Tokenisierung iZm kollektiven Veranlagungsstrukturen und segmentierten Verbandspersonen	122
7.4 Verbrauchergeschäfte iZm Token.....	124
II. Token Offerings und dezentrale Handelsplätze.....	129
1. Einleitung und Untersuchungsgegenstand	129
1.1 Finanzmarktrechtliche Würdigung von DLT-basierten Geschäftsmodellen	136
1.2 Amtspraxis der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein	139
2. Finanzmarktrechtliche Analyse von Token	143
2.1 Charakteristika und Anwendungsbereich des BankG	144
2.2 Token Offerings und Bankgeschäfte.....	149
2.2.1 Bankgeschäfte (Passivgeschäft)	149
2.2.2 Abgrenzungsfragen zum Einlagen- und E-Geldgeschäft und Finanzinstrumentenbegriff.....	156
2.2.3 Fazit Abgrenzung Einlagen- und E-Geldgeschäft	173
2.2.4 Bankgeschäfte (Aktivgeschäft)	178
2.2.5 Fazit Aktiv- und Factoringgeschäft	183
2.3 Token als Finanzinstrumente	183

2.3.1 Übertragbare Wertpapiere	187
a. Standardisierung.....	193
b. Handelbarkeit am Kapitalmarkt	195
c. Übertragbarkeit	197
2.3.2 Equity, equity-like und non-equity transferable securities 198	
2.3.3 Derivatgeschäfte.....	202
a. Warenderivate	206
b. Unterschied zu Traditions- bzw Warenpapieren (Zivilrecht).....	207
2.3.4 Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen.....	209
2.3.5 Fazit aufsichtsrechtliche Perspektive der Tokenisierung 213	
2.4 Geregelte Märkte, MTF & OTF, SI	215
2.4.1 Multilaterale Handelssysteme (MTF)	222
2.4.2 Fazit MTF	228
2.4.3 Organisierte Handelssysteme (OTF)	229
2.4.4 Systematische Internalisierer (SI).....	233
2.4.5 Organisierte Handelsplätze im Überblick	238
2.4.6 Fazit organisierte Handelsplätze.....	240
2.4.7 Nachbildung einer CCP für Utility Token und Vorteile der Blockchain.....	242
2.5 DEX als Handelsplatz und weitere Wertpapierdienstleistungen	246
2.5.1 Abschlussvermittlung.....	254
2.5.2 Portfolioverwaltung, Anlageberatung und Finanzanalyse 257	
2.5.3 Fazit Frontend und Backend einer DEX, Market Making und SI	261
2.5.4 TVTG und DEX	263
2.5.5 Fazit Bulletin Board und DEX als VT-Preisdienstleister? 266	
2.5.6 Datenbereitstellungsdienste und Bulletin Boards	268
2.6 Prospektrechtliche Erwägungen.....	271
2.6.1 Wertpapierbegriff und öffentliches Angebot	272
2.6.2 Ausnahmen der Prospektpflicht	278
2.6.3 Fazit Akteure an einer DEX und Prospektpflicht	280

2.7 Stablecoins und E-Geld	282
2.7.1 E-Geld-Gesetz - Anwendungsbereich	284
2.7.2 Fazit örtlicher Geltungsbereich des E-Geld-Regimes ...	287
2.7.3 Token als E-Geld, Wallets und bestimmte Zahlungskonten für E-Geld.....	288
2.7.4 Fazit monetärer Wert und Führung von E-Geld auf Wallets.....	309
2.7.5 E-Geld und Ausnahmetatbestände.....	311
2.7.6 Trading von Stablecoins und E-Geld am Beispiel Tether 313	
2.7.7 Fazit bilaterales und multilaterales Handeln von E-Geld 326	
2.7.8 Monetärer Wert - Revival der Klingeltonklausel?	329
2.8 Zahlungsdienste und tokenbasierte Geschäftsmodelle	336
2.8.1 Starke Kundenauthentifizierung.....	340
2.8.2 Ausnahmen von der Bewilligung gemäss ZDG.....	342
2.8.3 Fazit Ausnahmen gemäss ZDG unter PSD II	346
2.9 Wechselstuben gem SPG idF LGBl 2009.047 und 2019.302347	
2.10 Fazit Bereich Geldwäschereiprävention und andere Finanzintermediäre	356
3. Aufsichtsrechtliche Aspekte des TVTG im Überblick	360
4. Zentrale Ergebnisse	366
4.1 Bankgeschäfte, E-Geld, Finanzinstrumente und virtuelle Währungen	366
4.2 Zentrale und dezentrale Handelsplätze	374
Literaturverzeichnis	i
Judikaturverzeichnis	x
Digitale Quellen	xi
Abstract	xxi
Lebenslauf	xxiv

Abkürzungsverzeichnis

aA	anderer Ansicht
aaO	am angeführten/angegebenen Ort
ABl C	Amtsblatt der Europäischen Union (Mitteilungen und Bekanntmachungen)
ABl L	Amtsblatt der Europäischen Union (Rechtsvorschriften)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aF	alte Fassung
AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive 2011/61/EU
Anm	Anmerkung
API	Application Programming Interface; Programmierschnittstelle
ATS	Alternative Trading System
BankG	Bankengesetz (Liechtenstein)
BTC	Bitcoin
BuA	Bericht und Antrag der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein
BWG	Bankwesengesetz (Österreich)

CCP	Central Counterparty / zentrale Gegenpartei (Clearingstelle)
CFD	Contract for Difference
CRD	Capital Requirements Directive (CRD IV, 2013/36/EU; CRD III, 2006/48/EG)
CRR	Capital Requirements Regulation EU/575/2013
CSDR	Central Securities Depositories Regulation EU/909/2014
DAO	Dezentralisierte autonome Organi- sation
Del-VO	Delegierte Verordnung
DEX	Decentralized Exchange
DGSD	Deposit Guarantee Schemes Di- rective 2014/49/EU
DLT	Distributed Ledger Technology
DVO	Durchführungsverordnung
DvP	Delivery versus Payment
EAG	Einlagensicherungs- und Anleg- erentschädigungsgesetz (Liechten- stein)
EBA	European Banking Authority

eg	exempli gratia
EGG	E-Geld-Gesetz (Liechtenstein)
ELI	European Legislation Identifier
EMD / E-Geld-RL	E-Money-Directive / E-Geld-Richtlinie (E-Geld-RL II, 2009/110/EG; E-Geld-RL I, 2000/46/EG)
EMIR	European Market Infrastructure Regulation EU/648/2012
ESMA	European Securities and Markets Authority
etc pp	et cetera perge, perge
ETH	Ether
EZB	Europäische Zentralbank
FAGG	Fern- und Auswärtsgeschäfte-Gesetz (Liechtenstein)
FCA	Financial Conduct Authority (UK)
FernFinG	Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz (Liechtenstein)
ff / et seqq	Fortfolgend / et sequentes
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (CH)
BaFin	Bundesanstalt für

	Finanzdienstleistungsaufsicht
FMA	Finanzmarktaufsicht (Liechtenstein oder Österreich)
FMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz (Liechtenstein; idF BuA 2019/93 bzw LGBl 2019.303)
FN	Fussnote
GewG	Gewerbegesetz (Liechtenstein; idF BuA 2019/93 bzw LGBl 2019.305)
GRC	Grundrechtecharta
GW-RL	Geldwäscherei-Richtlinie (5. GW-RL, 2018/843; 4. GW-RL, 2015/849)
Ibid / ebd	Ibidem / ebenda
IDD	Insurance Distribution Directive EU/2016/97
Idem / ders	derselbe
idF	in der Fassung
idS	in dem/diesem Sinne
ie	id est
iSd	im Sinne der/des
ITS	Implementing Technical Standards

IUG	Investmentunternehmensgesetz (Liechtenstein)
iVm	in Verbindung mit
JCD (EEA)	Joint Committee Decision (Be- schluss des gemeinsamen EWR- Ausschusses)
Klausel-RL	Klausel-Richtlinie 93/13/EWG
KMG	Kapitalmarktgesetz (Österreich)
KSchG	Konsumentenschutzgesetz (Liech- tenstein)
KWG	Kreditwesengesetz (Deutschland)
leg cit	legis citatae
LES	Liechtensteinische Entscheidungs- sammlung
LGBl	Landesgesetzblatt (Liechtenstein)
LJZ	Liechtensteinische Juristen-Zei- tung
MAD	Market Abuse Directive 2014/57/EU
MAR / MMVO	Market Abuse Regulation EU/596/2014

MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II, 2014/65/EU; MiFID I, 2004/39/EG)
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation EU/600/2014
MTF	Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem)
mwN	mit weiteren Nachweisen
NCA / NSA	National Competent Authority / National Supervisory Authority
nF	neue Fassung
NFC	Non-financial counterparty
OR	Obligationenrecht (CH)
OSI	Open Systems Interconnection Model
OTC	Over the counter (ausserbörslich)
OTF	Organised Trading Facility (Organisiertes Handelssystem)
PERG	The Perimeter Guidance manual
PGR	Personen- und Gesellschaftsrecht (Liechtenstein; (idF BuA 2019/93 bzw LGBI 2019.304)
PoS/PoW	Proof-of-Work / Proof-of-Stake

Prospekt-VO	Prospekt-Verordnung EU/2017/1129
PSD	Payment Service Directive (PSD II, EU/2015/2366; PSD I, 2007/64/EG)
RTS	Regulatory Technical Standards
Rz	Randzahl/Randziffer
s	siehe
sa	siehe auch
SI	Systematischer Internalisierer
sl	sine loco (ohne Ort)
Solvency II	Solvabilität II Richtlinie 2009/138/EG
SPG	Sorgfaltspflichtgesetz (Liechten- stein; (idF BuA 2019/93 bzw LGBI 2019.302)
SPV / SSPV	Special Purpose Vehicle Securitiza- tion Special Purpose Vehicle
SR	Sachenrecht (Liechtenstein)
SSI	Self-Sovereign-Identity
SSM-VO	Single Supervisory Mechanism Verordnung EU/1024/2013
SteG	Steuergesetz (Liechtenstein)

Abkürzungsverzeichnis

StGH	Staatsgerichtshof (Liechtenstein)
STSR	Simple, Transparent and Standardized Regulation bzw Securitisation Regulation bzw Verbriefungs-VO EEU/2017/2402
TVTG	Gesetz über Token und Vertrauenswürdige-Technologie-Dienstleister (Liechtenstein; idF BuA 2019/93 bzw LGBl 2019.301, sofern nicht anders vermerkt)
u dgl	und dergleichen
UCITSD	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities Directive 2014/91/EU
USDT	US-Dollar Tether
UVS	Unabhängiger Verwaltungssenat (Österreich)
VersAG	Versicherungsaufsichtsgesetz (Liechtenstein)
VersVertG	Versicherungsvertriebsgesetz (Liechtenstein)
VnB	Vernehmlassungsbericht (Liechtenstein)

VRRL	Verbraucherrechtlichrichtlinie 2011/83/EU
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz (Öster- reich)
ZDG	Zahlungsdienstegesetz (Liechten- stein)

I. Token als Wertrechte

Da sich vorliegende Thesen insbesondere mit dem liechtensteinischen Recht beschäftigen, soll dieses Werk mit nachfolgendem Zitat über das „Crypto Country“ Liechtenstein eingeleitet werden: *„In the past, transaction banking, and especially the field of fintech, has grown more important for the Liechtenstein market.“*⁵

1

1. Einleitung, Forschungsfrage & sachenrechtliche Grundfragen zu Token

In diesem I. Teil der Arbeit – „Token als Wertrechte“ – soll anders als im II. Teil – „Token Offerings und dezentrale Handelsplätze“ – der Fokus auf die zivilrechtliche Einordnung und Übertragungsordnung von Kryptowährungen bzw Token nach liechtensteinischem Recht gesetzt werden. Ziel der Arbeit des I. Teils ist es zu untersuchen, ob Token analog zu Wertpapieren oder generell als entmaterialisierte Wertpapiere – sohin Wertrechte – behandelt werden können, oder zumindest als solche ausgestaltet werden können. Es ist diesbezüglich die Möglichkeit der Repräsentation von Rechten – am Vermögen und an der Person⁶ – zu untersuchen.

2

Ziel soll es sein, die Repräsentation von Rechten in Token sowohl de lege lata, im Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Arbeit und sohin

3

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

⁶ Vgl diesbezüglich die vermeintliche Trias an Vermögensrechten aus dem Schadenersatzrecht in § 1293 ABGB, welcher einen Schaden als einen Nachteil am Vermögen, Rechten oder der Person definiert. Rechte am Vermögen und an der Person stellen jedoch bereits auf alle erdenklichen Rechte ab, vgl Reischauer in Rummel, ABGB, 3. Auflage, § 1293 ABGB, Rz 1.

vor Inkrafttreten des TVTG⁷, als auch *de lege ferenda*, nach Umsetzung und Inkrafttreten des TVTG mit 01.01.2020 zu untersuchen. Mangels eines Elements der Körperlichkeit⁸ von Token scheint es dabei unzutreffend zu sein, von der Verbriefung von Rechten zu sprechen, wie dies bei Wertpapieren⁹ der Fall ist. Vielmehr scheint der Begriff der Vermögensrechte oder Wertrechte zutreffender. Es soll untersucht werden,

⁷ Bericht und Antrag 2019/54 (bzw BuA 2019/93) der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und die Abänderung weiterer Gesetze; in der Praxis wird das TVTG auch häufig als „Blockchain-Gesetz“ bezeichnet, vgl *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (64); *Nägele/Xander*, Token Offerings, insbesondere Initial Coin Offerings (ICO) und Security Token Offerings (STO) sowie Token im liechtensteinischen Recht: Regulatorisches Umfeld und Ausblick, Rz 18.53 in *Piska/Völkel* (Hrsg), Blockchain Rules; auch die Regierung bezeichnete mit ihrem Vernehmlassungsbericht betreffend die Schaffung eines Gesetzes über auf vertrauenswürdigen Technologien (VT) beruhende Transaktionssysteme (Blockchain-Gesetz; VT-Gesetz; VTG) und die Abänderung weiterer Gesetze, welcher am 28.08.2018 von der Regierung verabschiedet wurde, das dazumal in Vernehmlassung befindliche VTG als „Blockchain-Gesetz“.

⁸ BuA 2019/54, S 62; das Sachenrecht definiert dabei den Begriff der Sache nicht, verweist jedoch auf das Grund- und das Fahrniseigentum in Art 20 SR iVm Art 34 und Art 171 SR – vgl *Arnet* in *CHK* – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 641 ZGB, N 6; idem, N 10: „Nur materielle Gegenstände mit räumlicher Ausdehnung können Sachqualität aufweisen. Rechte und Energien sind keine Sachen, werden aber in einigen Fällen wie Sachen behandelt“ – demnach sind Token, als digitale Repräsentation elektronisch oder magnetisch gespeicherter Daten und sohin letztlich als elektromagnetische Energie, keine Sachen nach diesem engen Sachenrechtsbegriff. Gleichwohl können Token als Software digitale Inhalte bzw Handelsware darstellen, vgl hierfür Titel II. Kapitel II.2.2.2, FN 398.

⁹ An Forderung kann kein Eigentumsanspruch begründet werden. Wird eine solche jedoch in einer Urkunde verbrieft, können an dieser Urkunde, welche

wie das PGR¹⁰ vor Abänderung der wertpapierzivilrechtlichen Bestimmungen im Schlussteil zum PGR im Rahmen der Umsetzung des TVTG solche entmaterialisierten bzw dematerialisierten Wertpapiere behandelt und mit Sachverhalten, welche solche entmaterialisierten Wertpapiere im Geschäftsmodell vorsehen, umgeht; gleichwohl sollen auch die diesbezüglichen positivierten Bestimmungen *de lege ferenda*, welche das TVTG selbst, aber insbesondere auch die Abänderung der Schlussabteilung zum PGR mit sich bringen, untersucht werden.

eine Körperlichkeit in Form von Papier aufweist, dingliche Rechte bestellt werden, *Arnet* in *CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 641 ZGB, N 10; der liechtensteinische Sachenrechtsbegriff wurde von der Schweiz rezipiert und stellt ähnlich dem deutschen BGB (§ 90 BGB) auf unpersönliche, körperliche und räumlich abgegrenzte Gegenstände, welche der menschlichen Herrschaft unterworfen werden können, ab. Der naturrechtlich geprägte Sachenbegriff des österreichischen ABGB ist hingegen viel umfassender und unterscheidet zwischen körperlichen und unkörperlichen Sachen (§ 285 iVm § 292 öABGB), *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Band I, Art 20 SR, Rz 7 (S 32). Im österreichischen Strafrecht wurde Energie ursprünglich mittels authentischer Interpretation als Sache behandelt. Später wurde dieser Ansatz wieder verworfen und der Sachbegriff wiederum auf körperliche Dinge eingeschränkt, *Wach* in *Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer* (Hrsg), *Salzburger Kommentar zum StGB*, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN. Während elektrische Energie in Österreich nach herrschender zivilrechtlicher Lehre als körperliche Sache behandelt wird, ist auch hier weiterhin umstritten, ob Software eine körperliche Sache darstellt, oder nur wenn diese auf einem physischen Datenträger gespeichert wird. Daten können jedoch unkörperliche Sachen darstellen, *Hofmann* in *Schwimann/Kodek*, *ABGB Praxiskommentar*, § 292 ABGB, Rz 3 und 5 (S 15 f). Dieser weite Sachenrechtsbegriff des österreichischen ABGB ist dabei lediglich programmatischer Natur und wird auch nicht konsequent durchgezogen. So ist auch der Gutgläubenserwerb (§ 367 öABGB) lediglich an körperlichen Sachen viabel, *Kodek* in *Schwimann/Neumayr* (Hrsg), *ABGB Taschenkommentar*, § 285 ABGB, Rz 3 (S 448).

¹⁰ LGBl-Nr 2019.118.

- 4 In der Folge ist es auch erforderlich, den zivilrechtlichen Wertpapierbegriff von den aufsichtsrechtlichen übertragbaren Wertpapieren bzw. Finanzinstrumenten abzugrenzen. Es soll diesbezüglich nicht nur untersucht werden, ob Token Wertrechte darstellen können, sondern auch, ob Token im Effekten giro geführte Finanzinstrumente¹¹, sohin buchmässig geführte Finanzinstrumente, darstellen können. In diesem Zusammenhang soll von der Repräsentation von Wertrechten mittels Token über die Abbildung von Finanzinstrumenten durch einen Token hin zu kollektiven Veranlagungen in Zusammenhang mit Token der Bogen von der zivilrechtlichen hin zur aufsichtsrechtlichen Behandlung von Token gespannt werden, deren Auseinandersetzung vertieft im II. Teil dieser Arbeit erfolgt.
- 5 So sollen in Einklang mit dem vorher Gesagten auch die Unterschiede der individuellen und der kollektiven Vermögensveranlagung in Zusammenhang mit der Tokenisierung von Finanzinstrumenten und Portfolios differenzierend herausgearbeitet werden und soll in der Folge auf die gesellschaftsrechtlichen Aspekte von Fonds in Zusammenhang mit einer Investmentgesellschaft¹² in Abgrenzung zu einer

¹¹ Nicht zu verwechseln mit im Effekten giro übertragbaren Wertpapieren nach Art 392 ff SR, welche Finanzsicherheiten darstellen.

¹² AGmVK gemäss Art 361 PGR (Aktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital als Pendant zur in Luxemburg vorherrschenden SICAV – Société d'Investissement à Capital Variable; nicht zu verwechseln mit den ähnlich lautenden Gegenpart SICAF – Société d'Investissement à Capital Fixe).

Aktiengesellschaft in der Gestaltungsform einer segmentierten Verbandsperson¹³, welche Segmentaktien¹⁴ ausgibt, wiederum in Abgrenzung zu sogenannten Verbriefungszweckgesellschaften¹⁵, eingegangen werden.

Die konkrete Forschungsfrage der vorliegenden Arbeit lautet sohin: *Können Token entmaterialisierte Wertpapiere – sohin Wertrechte – nach liechtensteinischem Recht darstellen und welche Unterschiede ergeben sich in der Beurteilung vor und nach Inkrafttreten des TVTG?* Die Unterforschungsfrage lautet dabei: *Können Token neben zivilrechtlichen Wertrechten aus Perspektive des Aufsichtsrechtes auch im Effektenmarkt geführte Finanzinstrumente repräsentieren und wie verhalten sich neue technische Möglichkeiten zu klassisch regulierten Institutionen wie Fondsstrukturen?* 6

Während sich die Arbeit unter Titel I. auf das liechtensteinische Recht fokussiert, müssen gerade für die Sub-Forschungsfrage neben nationalen Bestimmungen auch europäische Rechtsakte in Zusammenhang mit der Fondsregulierung herangezogen werden. 7

Bevor eine vertiefte inhaltliche Auseinandersetzung mit den angeführten Thematiken erfolgt, soll nachfolgend noch ein Überblick über die Blockchaintechologie, Smart Contracts, Token und Coins gegeben werden. Dabei ist zu beachten, dass technische Aspekte vereinfacht dargestellt werden, um einen groben Überblick über die genannten Technologien zu schaffen und in der Folge die durchwegs juristische 8

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

¹⁴ Vgl BuA 2014/69, S 49 (Art 243e Abs 5 PGR).

¹⁵ Auch Special Purpose Vehicle (SPV) genannt.

Argumentation bei Behandlung von juristischen Fragestellungen, welche sich in Zusammenschau mit technischen Aspekten dieser Technologien ergeben, nachvollziehbar zu machen. Weiters zu beachten ist dabei, dass die Bezeichnung „Blockchain“ oder „Blockchaintechnologie“ in den vorliegenden Arbeiten als pars pro toto für die sogenannten distributed ledger technologies und verwandte Technologien verwendet wird, deren prominentester Anwendungsfall schliesslich die Blockchaintechnologie ist.

1.1 Blockchain & Smart Contracts

- 9 Eine Blockchain stellt eine technische Ausgestaltung der Distributed-Ledger-Technologie (Technologie der verteilten Bücher) dar und zeichnet sich als ein öffentliches und dezentrales Register bzw Datenhaltungssystem aus, welches Transaktionsdaten permanent aufzeichnet. Die Öffentlichkeit¹⁶ hat zur Folge, dass jede Transaktion auf einer

¹⁶ Nicht alle Blockchains sind per se öffentlich. Es wird unterschieden zwischen „permissioned“ bzw „private“ und „unpermissioned“ bzw „permissionless“ oder „public blockchains“. „Public“ und „private“ beziehen sich dabei auf die „write permission“, während „open“ und „closed“ auf die „read permission“ abstellen. Bitcoin und Ethereum sind hiernach „public“ und „open“ Blockchains – es hat sohin jeder Schreib- und Lesezugriff. Eine public closed Blockchain könnte hingegen für die Ausübung des anonymen Wahlrechtes genutzt werden. Ist Transparenz von bestimmten Entitäten gefragt, ergibt eine private open Blockchain Sinn. Für behördlichen Verkehr wäre hingegen eine private closed Blockchain am geeignetsten. Ein möglicher Use Case einer permissionless bzw public Blockchain liegt beispielsweise in der Realisierung der sogenannten Self-Sovereign-Identity (SSI) als Ergänzung und achte Ebene des Open Systems Interconnection Model (OSI), welches das Referenzmodell für Netzwerkprotokolle darstellt (Physical Layer, Data Link Layer, Network Layer, Transport Layer, Session Layer, Presentation Layer und Application Layer).

Blockchain, welche gespeichert wurde, öffentlich eingesehen werden kann.¹⁷ Die Permanenz ergibt sich dabei aus den kryptographischen Streuwert- bzw Hashfunktionen (eine Streuwertfunktion, welche kollisionsresistent ist, was bedeutet, dass es nicht möglich ist, unterschiedliche Eingabewerte, welche denselben Hashwert ergeben, zu finden), auf welchen die Technologie aufbaut, welche gewährleisten, dass die Transaktionshistorie mit heutiger herkömmlicher Technologie nicht korrumpiert oder kompromittiert werden kann und steht diese Stabilität bzw technische Redundanz in engem Zusammenhang mit der Dezentralität. Dezentralität bedeutet, dass es keine zentrale Instanz gibt, die für die Datenbank zuständig ist. Stattdessen synchronisieren¹⁸ eine Vielzahl von „Nodes“ (Netzwerkteilnehmer) in einem Peer-To-Peer-Netzwerk (dezentrales Netzwerk; dezentrale autonome Organisation) ständig die Transaktionsdaten. Fällt ein Netzwerkteilnehmer weg, gefährdet dies dabei nicht die Stabilität bzw Funktionalität des Netzwerkes an sich.¹⁹

Dies kann insbesondere in Zusammenhang mit Datenportabilität von verifizierten Daten eine essentielle Rolle spielen (Identifizierung, Altersverifizierung, etc pp).

¹⁷ Lesefunktion bzw „read permission“; die Schreibfunktion („write permission“) – wie bspw durch Übermittlung eines Zustandes („state“) mittels Transaktion von Token – ist zwar im Regelfall auch öffentlich zugänglich, verursacht jedoch einen Aufwand, weshalb für eine „write permission“ Transaktionsgebühren anfallen. Auf dem Ethereum-Protokoll fallen Transaktionsgebühren in Form von Gas an. Gas entspricht dabei den benötigten Wei (Untereinheit von Ether) für die Ausführung der Codezeilen.

¹⁸ Auch „broadcasting of states“ genannt.

¹⁹ Vgl weiterführend *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, S 55 (S 55 f); vgl auch *Nägele/Xander*, Token Offerings, insbesondere Initial Coin Offerings

- 10 Auch Torrent-Netzwerke sind dezentral ausgestaltet. Diese unterscheiden sich dadurch zur Blockchain, dass Zustände nicht einmalig transferiert werden (Verhinderung von Double Spending auf der Blockchain), sondern Inhalte vervielfacht werden können – bspw in Zusammenhang mit Filesharing-Protokollen.
- 11 Eine Transaktion auf einer Blockchain zeigt in ihrer grundlegendsten Form die Quelle, die Destination bzw Destinationen und einen spezifischen Wert²⁰, der übertragen werden soll, an. Die Quelle und Destination bzw das Ziel bezeichnet man auf einer Blockchain auch als Adressen²¹, wobei es jedem frei steht, neue Adressen anzulegen. Wird eine solche Adresse bzw ein Public Key angelegt, wird automatisch eine zusätzliche einzigartige („unique“) alphanumerische Zeichenkette generiert und dem Public Key zugeordnet (der "Private Key"; „privater

(ICO) und Security Token Offerings (STO) sowie Token im liechtensteinischen Recht: Regulatorisches Umfeld und Ausblick, Rz 18.4 in *Piska/Völkel* (Hrsg), *Blockchain Rules*; vgl ferner den Prospekt der Hydrominer IT-Services GmbH vom 26.11.2018, S 87 und 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, aufgerufen am 04.08.2019, 00:58.

²⁰ „Source“, „target“ und „value“.

²¹ Eine alphanumerische Zeichenkette („string“), die nach mathematischen Regeln erzeugt wird (die Adresse bzw „public key“; auch als öffentlicher Schlüssel in Art 5 Abs 1 Z 2 VTG in der Fassung des Vernehmlassungsberichtes bezeichnet – bzw später abgeändert zum technologieneutralen VT-Identifikator in Art 2 Abs 1 lit e TVTG idF BuA 2019/54). Ein VT-Identifikator ermöglicht dabei die eindeutige Zuordnung von Token und dient insofern als Kennung (BuA 2019/54, S 145). Unter einer „Kennung“ versteht sich gemäss Duden ein *„charakteristisches Merkmal, Zeichen oder Gesamtheit charakteristischer Merkmale, Zeichen zur eindeutigen Identifizierung von etwas.“*, vgl die Definition im Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, aufgerufen am 04.08.2019, 00:46.

Schlüssel“).²² Jedem Public Key ist in der Regel nur ein Private Key zugeordnet, wobei es auch sogenannte „Multi-Sig-Verfahren“ („Multi-Signature“) gibt, bei denen einem öffentlichen Schlüssel mehrere private Schlüssel zugeordnet sind und zur Durchführung einer Transaktion auch mehrere Private Keys benötigt werden.²³

Abseits der auf Dauer ausgelegten Speicherung von Transaktionsdaten gewährleistet eine Blockchain, dass jede Transaktionsanforderung mit dem Inhalt einer Anweisung, einen Wert von einer Adresse zu einer anderen Adresse zu übertragen, verifiziert und bestätigt wird. Bestätigte Transaktionsanforderungen werden in der Folge auf der Blockchain gespeichert und erzeugen hierdurch die namensgebende und sinnbildliche Datenkette einer Blockchain. Jeder Block einer Blockchain verfügt über eine Hash- bzw Streuwertfunktion (Algorithmus oder mathematische Funktion), welcher aus dem vorhergehenden bereits veri-

²² Bei der asymmetrischen bzw Public-Key Verschlüsselung ist es nicht erforderlich, dass miteinander kommunizierende Parteien einen gemeinsamen geheimen Schlüssel kennen, da jeder Nutzer ein eigenständiges Schlüsselpaar generiert. Mit dem Public Key können Daten verschlüsselt werden, welche mit dem korrespondierenden Private Key wiederum entschlüsselt werden können.

²³ Dies wird auch als „m-of-n transaction“ bezeichnet, da einem Public Key N Private Keys zugeordnet sind und für einen Transfer von Token von dieser Adresse mindestens M Private Keys benötigt werden (bspw 2 von 3; vergleichbar mit der Ausgestaltung von gesellschaftsrechtlichen Zeichnungsrechten); vgl Prospekt der Hydrominer IT-Services GmbH vom 26.11.2018, S 87 und 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf.

fizierten Datensatz generiert wird und derart eine Datenhierarchie erzeugt. Durch diesen als „Mining“ oder „Minting“ bezeichneten Prozess²⁴ wird die Transaktionshistorie fortlaufend erweitert.²⁵

- 13 Die Bestätigung von Transaktionen erfolgt dabei nicht einzelfallsbezogen, sondern werden mehrere Transaktionen gleichzeitig en bloc bestätigt und in einem neuen Block auf der Blockchain gespeichert. Im Durchschnitt wird im Zeitpunkt der Verfassung vorliegender Arbeit ca alle 13 Sekunden ein Block auf der Ethereum-Blockchain erstellt.²⁶ Neben den angeführten Grundfunktionen ermöglichen Blockchains wie Ethereum auch die Ausführung dezentraler Programme bzw Anwendungen (decentralized apps; dapps; Smart Contracts). Smart Contracts führen bestimmte Aufgaben gemäss ihrem Programmiercode aus und basieren zumeist auf if-then-else-Anweisungen (Wenn Bedingung A

²⁴ Im Falle von Bitcoin wurde hierfür ein Proof of Work (PoW) Mechanismus durch Zurverfügungstellung von Rechenleistung implementiert (Arbeitsnachweis durch Lösung einer mathematischen Aufgabe). Häufig anzutreffen ist unter anderem auch das sogenannte Proof of Stake System (PoS). Die Konsensbildung im Netzwerk erfolgt hierbei durch einen gewichteten Anteilsnachweis (bspw Teilnahmedauer und Anzahl der gehaltenen Token). Die Art des Konsensusmechanismus hängt teilweise auch von der Art der Blockchain ab – vgl FN 16.

²⁵ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, S 55 (S 55 f); Prospekt der Hydrominer IT-Services GmbH vom 26.11.2018, S 87 und 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf. Ein Transfer von Zuständen wird dabei nur vom Netzwerk bestätigt, wenn dieser den Protokollregeln entspricht (bspw muss sichergestellt werden, dass der Übertragende auch tatsächlich über die zu transferierende Anzahl an Token verfügt, ferner darf kein double-spending erfolgen, etc). Zur ordnungsgemässen Autorisierung muss jede Transaktion mit dem Private Key signiert werden.

²⁶ <https://etherscan.io/chart/blocktime>, aufgerufen am 19.10.2019, 13:20.

eintritt, dann wird Aktion B ausgeführt, ansonsten erfolgt C).²⁷ Der Begriff „Smart Contract“ wurde dabei im Jahr 1994 von Szabo geprägt: „A smart contract is a computerized transaction protocol that executes the terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries. Related economic goals include lowering fraud loss, arbitration and enforcement costs, and other transaction costs. Some technologies that exist today can be considered as crude smart contracts, for example POS terminals and cards, EDI, and agoric allocation of public network bandwidth.“²⁸

²⁷ Prospekt der Hydrominer IT-Services GmbH vom 26.11.2018, S 126f, <https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus-2018-11-26-approved.pdf>; der Name „Smart Contract“, welcher auf einen Vertrag abstellt, ist dabei eher irreführend, zumal ein Smart Contract ein manipulationssicheres, selbstüberprüfendes und selbstausführendes Skript darstellt. Ein solches Skript kann durchaus auch einen Vertrag im rechtlichen Kontext darstellen, zumal Verträge selbst mündlich oder konkludent geschlossen werden können. Vgl zur Begrifflichkeit „Smart Contract“ iZm der Blockchain auch Buterin, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, aufgerufen am 30.09.2019: „To be clear, at this point I quite regret adopting the term ‘smart contracts’. I should have called them something more boring and technical, perhaps something like “persistent scripts.“

²⁸ Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (nur mehr Archivlink verfügbar).

- 14 Dabei deutet Szabo in seinem Manifest zu Smart Contracts an, dass die Überlegungen hierzu noch weiter zurückreichen und zwar auf das sogenannte Agoric Computing²⁹, welches seinen Ursprung in den 1970er und 1980er Jahren nimmt.³⁰

Weiterführend zur „LegalTech-Debatte“, Turing-vollständigen Programmiersprachen, Oracles und der weiteren technischen, wie rechtlichen Auseinandersetzung Hönl in Die liechtensteinische Anstalt als Decentralized Autonomous Organization.³¹

1.2 Token, Coins und Standardisierung trotz depositum regulare

- 15 Das TVTG idF BuA 2019/54 definiert dabei einen Token als eine Information auf einer dezentralen Datenbank (VT-System, welches die sichere Verfügung von Token gewährleistet), welche Rechte repräsentieren kann und der VT-Identifikatoren bzw Kennungen zugeordnet werden.³² Gemäss dieser rechtlichen Diktion könnte dabei der Schluss

²⁹ Von griechisch ἀγορά für Sammelstelle bzw Marktplatz.

³⁰ Vgl Miller/Drexler, The Agoric Papers in The Ecology of Computation in *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: for 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 Hönl, Die liechtensteinische Anstalt als Decentralized Autonomous Organization, Die Ausübung von Gründerrechten durch Teilnehmer einer Blockchain, Abschnitt 4.2.2. Struktur einer Transaktion.

³² Art 2 Abs 1 lit c TVTG idF BuA 2019/54.

gezogen werden, dass Token Informationen auf einer dezentralen Datenbank sind, die Rechte repräsentieren, während ein Coin als Unterart eines Token zu sehen ist, der keine Rechte abbildet und für das ordnungsgemäße Funktionieren einer Blockchain notwendig ist (Protokoll-Token bzw Protokoll-Coin) und dessen Wert sich aus Angebot und Nachfrage am Markt bemisst, weshalb er selbst bei Akzeptanz als Tauschmittel kein Objekt ohne inneren Wert darstellt und sohin nicht als Fiatgeld³³, sondern als virtuelle Währung zu behandeln ist. Technisch gesehen ist es jedenfalls umgekehrt zu sehen und stellt ein Coin die native Einheit einer Blockchain dar, während Token denselben technischen Standard wie der native Coin verwenden.³⁴

³³ Zur Definition von Fiatgeld, E-Geld als Fiatgeld und virtuellen Währungen vgl Titel II. Kapitel II.2.9.

³⁴ So wäre rein technisch zum Beispiel Ether als Coin zu sehen während Token, welche ERC-20 compliant (Ethereum Request for Comment Standard 20) sind, eine Unterart dieses Coin-Standards und sohin Token darstellen würden. Zu beachten ist, dass es auch native Coins gibt, die Rechte repräsentieren. Dem TVTG folgend wären dies dann (native) Token (Protokoll-Token), welche Rechte repräsentieren; *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (64); vgl <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, aufgerufen am 08.08.2019, 20:10: „Coin is a cryptocurrency with its own blockchain, usually created by developers from scratch or by forking. You can also find the term “altcoin”, which implies an alternative coin, that is any coin that is not Bitcoin.“; vgl ferner <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, aufgerufen am 08.08.2019, 20:10: „Tokens are different from bitcoins and altcoins in that they are not mined by their owners [...] but [meant] to be sold for fiat or cryptocurrency in order to fund the start-up’s tech project.“; Coins gelangen sohin zumeist – neben etwaigen anderen Funktionen – in Zusammenhang mit dem Konsensbildung durch einen Consensus-Algorithmus (bspw Proof-of-Work oder Proof-of-Stake) einer Blockchain zur Anwendung.

Doch auch aus der Gesetzesformulierung ergibt sich lediglich, dass es sowohl Token gibt, welche Rechte repräsentieren, als auch solche, die keine Rechte repräsentieren (arg „eine Information, die Rechte repräsentieren kann.“).³⁵ Rein technisch gesehen ist ein Token Software³⁶ und als solche Teil einer Zwei-Faktor-Authentifizierungs-Sicherheitsvorkehrung, welche verwendet wird, um die Nutzung von softwarebasierte Dienstleistungen zu autorisieren.³⁷ Den Gesetzesmaterialien kann dabei weder entnommen noch unterstellt werden, dass Coins als Unterart von Token zu sehen sind und keine Rechte repräsentieren. Denkbar wäre dabei auch, dass ein Protokoll-Token bzw nativer Token, mit welchem Transaktionen auf einer Blockchain durchgeführt werden kön-

³⁵ Art 2 Abs 1 lit c Z 1 TVTG idF BuA 2019/54.

³⁶ Deshalb auch Software Token, während Hardware Token auf einem physischen Gerät gespeichert werden (Hardware Wallet); vgl bzgl Token als Daten bzw Software im Sinne von Handelsware und sohin einer Marke mit intrinsischem Wert (Wertmarke; Token) im Gegensatz zu Token als Repräsentation einer Forderung bzw Mitgliedschaftsrechten (E-Geld oder Einlagen bzw Mitgliedschafts- und Forderungsrechte im Sinne von Finanzinstrumenten) Titel II. Kapitel II.2.2.II.2.3.

³⁷ *Rosenblatt/Cipriani*, Two-factor authentication: What you need to know (FAQ), 15 Juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019, 21:32; *Petrus*, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12, August 2019, <https://www.iphone-backupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019, 21:34; die Multi- oder Zwei-Faktor-Authentifizierung ist eine Methode der Authentifizierung, bei welcher einem Computernutzer erst Zugriff gewährt wird, wenn er zwei oder mehr Beweise (Faktoren) für einen Authentifizierungsmechanismus nachweist. Die Faktoren beziehen sich dabei auf die Elemente Wissen, Besitz und Inhärenz. Diese Elemente stimmen dabei mit jenen der starken Kundenauthentifizierung nach PSD II überein, vgl hierzu Titel II. Kapitel II.2.8.1.

nen, das Eigentumsrecht an Waren wie bspw Edelmetallen repräsentiert.³⁸ Essentiell wäre dabei, dass das dingliche Recht an solchen Handelswaren im Token abgebildet wird und der Verfügungsberechtigte³⁹ über den Token sohin auch das Vollrecht an der spezifisch repräsentierten Sache hat. Als Folge des Vollrechtes Eigentum an der repräsentierten Sache hat der Verfügungsberechtigte über einen solchen Token auch den Herausgabeanspruch über diese Sache. Um dabei effektiv ein Warengeld bzw einen Goldstandard zu schaffen, müsste die Sache, an welcher das Eigentumsrecht im Token repräsentiert wird, regelmässig verwahrt werden (*depositum regulare*). Der Verwahrer würde dabei die Sache über entsprechenden Auftrag des Eigentümers (Verfügungsberechtigter über den Token) als Fremdbesitzer (Besitzmittler) für den Eigentümer in Verwahrung nehmen.⁴⁰

³⁸ So könnte bspw eine Goldwährung bzw ein Goldstandard gebildet werden, wobei der wirtschaftswissenschaftlichen Geldtheorie folgend dies die Umlaufgeschwindigkeit (*velocity*) von tokenisiertem Gold erhöhen würde und als Konsequenz den Wertaufbewahrungscharakter von Gold zu einem gewissen Grad zunichte machen würde.

³⁹ Die Umschreibung durch denjenigen, der rechtmässig über den Token verfügen kann, scheint die dogmatisch einzig gangbare Lösung, da eine Inhaberschaft auf das sachenrechtliche Corpus-Element (Verfügungsgewalt) abstellen würde, während ein Besitzer neben dem Corpus auch einen Animus (*possidendi*) benötigt (*animus rem sibi habendi* oder *animus rem alteri habendi*). Eigentum stellt hingegen nicht auf das tatsächliche, sondern auf das rechtliche Herrschaftsverhältnis ab. Ein Token stellt jedoch gemäss liechtensteinischer Rechtsanschauung keine Sache dar und sind die sachenrechtlichen Vorschriften lediglich im Zuge der Umsetzung des TVTG sinngemäss bzw funktional-äquivalent (nicht funktional-äquivalent) anwendbar; vgl BuA 2019/54, S 126.

⁴⁰ Die fremde Sache wird mit Besitzwillen für den Eigentümer verwahrt; Art 499 Abs 2 und Art 503 Abs 1 erster Fall iVm Art 510 SR; Vgl Besitzeinweisung §

17

Ein Verfügungsberechtigter über einen solchen Token, der das Eigentumsrecht an einer Handelsware abbildet, könnte auch nach seinem Ermessen als Eigentümer über die Sache, deren Recht repräsentiert wird, schalten und walten (erga-omnes-Wirkung dinglicher Rechte im Gegensatz zur schuldrechtlichen inter partes Wirkung zwischen den Vertragsparteien). Wenn der Verfügungsberechtigte den Token über die Blockchain transferiert, geht gleichzeitig das Eigentum an der spezifizierten Sache über (im konkreten Fall mittels Besitzanweisung an den Verwahrer, welcher die Sache fortan mittelbar für den neuen Verfügungsberechtigten über den Token besitzt).⁴¹ Da ein dinglicher Anspruch auf die Sache besteht, an welcher das Eigentumsrecht im Token

375 öABGB iVm § 428 3. Fall öABGB (von der ständigen österreichischen Rsp entwickelt – Besitzanweisung in Abgrenzung zur traditio brevi manu und dem Besitzkonstitut). Anders als gemäss Legaldefinition des öABGB sieht Liechtenstein aufgrund der eigenständigen Sachenrechtsbestimmungen positiviert vor, dass eine Sache auch erworben werden kann, wenn diese im Besitz eines Dritten bleibt. Dies ist dabei funktional vergleichbar zum § 931 deBGB, wonach Eigentum durch Abtretung des Herausgabeanspruches übertragen werden kann (Übergabe mittels Zession).

⁴¹ Causa bzw Titel für die Eigentumsübertragung ist eine schuldrechtliche Vereinbarung zwischen der Person, welche den Token transferiert und jener, die ihn annimmt, wobei sich der Modus durch die tatsächliche Übereignung des Token von der Wallet-Adresse derjenigen Person, welche aus der obligationenrechtlichen Abrede zum Transfer verpflichtet ist an die Wallet-Adresse derjenigen Person, die hieraus berechtigt ist, auszeichnet. Auch eine fiktive Übereignung mittels Besitzkonstitut ist nach liechtensteinischem Sachenrecht zulässig – vgl *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Band I, Art 187 SR, Rz 4 (S 406; Art 187 iVm Art 503 SR).

repräsentiert wird, kann diese vom Verfügungsberechtigten des Token auch jederzeit herausverlangt bzw vindiziert werden.⁴²

Dabei ist zu beachten, dass ein Verwahrer nach den Vorschriften über den Verwahrungsvertrag dieselben Sachen zurückzustellen hat⁴³, die in Verwahrung gegeben wurden.⁴⁴ Auch wenn ein Verwahrer lediglich Sachen derselben Art und Güte⁴⁵ zurückzugeben hat, kann weiterhin eine regelmässige Verwahrung vorliegen. Es kommt nämlich darauf an, was hinsichtlich des Eigentumsverhältnisses ausbedungen wird. Soll der Verwahrer Eigentümer werden, liegt eine unregelmässige Verwahrung vor (*depositum irregulare*); verbleibt hingegen der Hinterleger als Eigentümer, so kommt es zur regelmässigen Verwahrung. Für die regelmässige Verwahrung ist sohin entscheidend, dass ein Hinterleger Eigentümer bleibt.⁴⁶ Die Vermengung bzw der Austausch seitens des Verwahrers von Sachen mit Sachen derselben Art und Güte und desselben Umfangs hat keine Auswirkung auf einen ausbedungenen

⁴² So kann im Falle des Konkurses ausgesondert werden (Art 41 Abs 2 KO) oder bei Einbeziehung in einer Exekution die Exszindierungsklage (Art 20 EO) erhoben werden.

⁴³ Stück- bzw Speziesschuld.

⁴⁴ § 961 ABGB.

⁴⁵ Gattungs- bzw Genussschuld. Eine konkretisierte Gattungsschuld wird dabei wie eine Stückschuld behandelt.

⁴⁶ RIS-Justiz RS0012049, „Für die Frage, ob ein *depositum regulare* oder *irregulare* vorliegt, kommt es nicht auf die Vermengung der erlegten Sachen (Geld) mit eigenen Sachen des Verwahrere an, sondern auf die wirtschaftlichen Absichten der Parteien.[sic!]“

regelmässigen Verwahrungsvertrag, solange dem Verwahrer kein Verfügungsrecht über die Sache zum eigenen Nutzen zukommt und der Hinterleger folglich jederzeit vindizieren kann.⁴⁷

- 19 Sohin ist bei entsprechender Verwahrungsabrede ein Verfügungsberechtigter eines Token, welcher das Eigentumsrecht an einer Sache repräsentiert, als Eigentümer einer – bspw über Besitzanweisung in Verwahrung gegebenen Sache – zu sehen. Es besteht nicht nur ein schuldrechtlicher Anspruch, vorausgesetzt der Verwahrer hat kein Verfügungsrecht zu eigenen Gunsten über die hinterlegte Sache und der Hinterleger hegt weiterhin die Absicht Eigentümer zu bleiben. Dies ist mitunter essentiell, um das Vorliegen eines tokenisierten Finanzinstrumentes auszuschliessen, da es hierbei zu keiner Standardisierung⁴⁸ kommt, sondern ein individualisierter sachenrechtlicher Anspruch besteht.⁴⁹ In der Folge ist auch – bei Annahme, dass ein solcher Token ein (entmaterialisiertes) Traditionspapier⁵⁰ darstellt – die funktionale Äquivalenz zu Finanzinstrumenten zu verneinen, da keine austauschbaren

⁴⁷ *Parapatits* in *Schwimann/Kodek*, § 959 ABGB, Rz 4 ff; bei unregelmässiger Verwahrung geht das Eigentum an einer Sache hingegen an den Verwahrer über und hat der Hinterleger lediglich einen obligationenrechtlichen Rückforderungsanspruch.

⁴⁸ Vgl Titel II. Kapitel II.2.3.1a.

⁴⁹ Vgl auch BuA 2019/54, S 104 f zur Abbildung von Eigentumsrechten in einem Token.

⁵⁰ Zivilrechtliches Wertpapier, welches einen Herausgabeanspruch an einer Sache repräsentiert; auch Waren(wert)papier, Konnossement, Ladeschein. Vgl auch Art 387 und Art 504 SR.

Anteile gegeben sind.⁵¹ Mittels Parteienabrede ist es dabei dennoch möglich zu vereinbaren, dass ein Verwahrer schuldbefreiend an den Verfügungsberechtigten eines Token leisten kann, wenn er ihm Waren derselben Art und Güte und im selben Umfang herausgibt, was nichts am Vorliegen einer regelmässigen Verwahrung ändert. Effektiv könnte also eine Standardisierung auf Ebene des Verwahrungsvertrages durch entsprechende Vereinbarung stattfinden, ohne dass hierdurch ein Finanzinstrument begründet wird.

⁵¹ Vgl bezüglich der funktionalen Äquivalenz bei handelsrechtlichen Traditionspapieren BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaef.html, 06.01.2009, zuletzt geändert am 17.02.2014, P 1.a).

1.3 Fazit tokenisiertes Eigentumsrecht

- 20 Eine Blockchain ist eine dezentrale, öffentliche und permanente Datenbank. Abhängig von der Ausgestaltung der Lese- und Schreibrechte kann diese dabei für unterschiedliche Zwecke eingesetzt werden. Die Bitcoin- und Ethereum-Protokolle sind „public“ und „open“ Blockchains. „Public“ besagt in diesem Zusammenhang, dass, anders als bei „private“ Blockchains, jeder Schreibrechte hat, während eine „open“ Blockchain auf öffentliche Leserechte im Gegensatz zu „closed“ Blockchains abstellt.
- 21 Rein technisch kann ein Token als Datensatz bzw Software gesehen werden, welche einer Zwei-Faktor-Authentifizierungs-Sicherheitsvorkehrung unterliegt und in der Folge genutzt werden kann, um softwarebasierte Dienstleistungen zu autorisieren. Bei einer solchen Multi-Faktor-Authentifizierung wird einem Nutzer eines Computerprogrammes erst Zugriff gewährt, wenn ausreichend Beweise bzw Faktoren für eine Authentifizierung nachgewiesen werden. Derartige Faktoren stellen auf die Elemente Wissen, Besitz und Inhärenz ab, welche sich im Übrigen auch in Zusammenhang mit der starken Kundenauthentifizierung nach PSD II wiederfinden.
- 22 Coins bzw – in der Diktion des TVTG – Token werden dabei regelmäßig auf einer eigenen Blockchain eingesetzt. Anders als solche Coins werden Token nicht durch Mining erzeugt, sondern auf einer existierenden Blockchain bspw in Zuge eines Fundraisings ausgegeben. Diese Terminologie ist dabei insbesondere im technischen Bereich weit verbreitet, hat aber keine besonderen Auswirkungen auf die rechtliche Beurteilungen und können so die Begrifflichkeiten Coins und Token weitestgehend synonym eingesetzt werden.

Auch wenn Coins im obigen Sinne nicht zwingend Rechte repräsentieren müssen, sind diese nicht als Fiatgeld (gemeint nicht nur Papiergeld, sondern auch Buch- und E-Geld) zu sehen, da diese im Sinne von virtuellen Währungen einen intrinsischen Wert im Zusammenhang mit der Konsensbildung auf einer Blockchain aufweisen bzw auch weitere Funktionen haben können, welche dem dezentralen Protokoll immanent sind. 23

Blockchains nutzen dabei regelmässig sogenannte Smart Contracts, welche Verträge im rechtlichen Sinne darstellen können, primär jedoch als permanente Skripte zu verstehen sind und auf das Agoric Computing zurückgehen. 24

Token stellen dabei mangels Körperlichkeit keine Sache im Sinne des liechtensteinischen Sachenrechtes dar. Erst mit Inkrafttreten des TVTG am 01.01.2020 sind die sachenrechtlichen Bestimmungen auf Token sinngemäss anwendbar. Unabhängig hiervon gilt der Grundsatz „Substance over Form“ und muss durchgeschaut werden, auf das, was ein Token repräsentiert. Sofern ein Verwahrer bspw eine Sache gemäss depositum regulare für einen Verfügungsberechtigten eines Tokens verwahrt, so repräsentiert ein solcher Token effektiv das Eigentumsrecht an der in Verwahrung gegebenen Sache. 25

2. Wertpapiere gem PGR und deren Funktionen

Die Wertpapiere werden in den §§ 73 ff der Schlussabteilung zum PGR geregelt. Im Sinne des PGR sind Wertpapiere Urkunden, in welchen ein Recht verbrieft wird, so dass es nur mit der Urkunde verwertet, geltend gemacht bzw übertragen werden kann. Ergänzend finden dabei die 26

Vorschriften über Aktienurkunden auf Wertpapiere Anwendung.⁵²

Eine ähnliche Definition findet sich dabei in Art 965 des schweizerischen OR wieder. Hierbei ist der Umstand zu beachten, dass das PGR auf den ersten Entwurf von *Eugen Huber* zur Revision der Titel 24 bis 33 des OR aus dem Jahr 1919 beruht, welcher jedoch in der Schweiz in in dieser Form nie umgesetzt wurde.⁵³ Anders als Österreich und Deutschland kennen sowohl das liechtensteinische als auch das schweizerische Recht sohin eine gesetzliche Definition des Wertpapierbegriffs.⁵⁴

- 27 Durch die Verbriefung soll eine noch grössere Umlauffähigkeit bzw Handelbarkeit erreicht werden. Es gibt dabei diverse Prinzipien, welche auf Wertpapiere zur Anwendung gelangen, bzw verstehen sich diese Prinzipien als Funktionen von Wertpapieren zur Gewährleistung der speditiven und sicheren Übertragbarkeit bzw Geltendmachung von Wertpapierrechten. Die einfache Übertragung wird durch die Übertragung des Wertpapiers erreicht (Transportfunktion). Ferner dient die Wertpapierurkunde als Beweismittel und kann ein Schuldner nur an jenen mit schuldbefreiender Wirkung leisten, der sich durch die Urkunde legitimiert; eine Verständigung über die Übertragung, wie dies bei der Abtretung von Forderungen mittels Zession der Fall ist, ist nicht notwendig (Liberationsfunktion für den Schuldner an den aus

⁵² § 73 der Schlussabteilung zum PGR.

⁵³ Vgl Kapitel I.3, Rz 45; *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 24; *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth, 2013, Die neuere Entwicklung des liechtensteinischen Aktienrechts im Lichte der EWR-Mitgliedschaft, S 193 (196).

⁵⁴ Vgl *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtlichen Theorie des Wertpapierrechts – Effekten nach österreichischem, deutschem, englischem und russischem Recht, S 17 mwN.

dem Wertpapier Berechtigten schuldbefreiend, sohin liberierend, zu leisten; gleichzeitig erfolgt der Ausweis der Berechtigung zum Erhalt der Leistung – die Legitimation – durch Vorlage des Wertpapiers, welches ein bestimmtes Recht verbrieft; es gilt die Vermutung, dass der Inhaber des Wertpapiers auch verfügungsberechtigt ist).⁵⁵

Die Verkörperung eines Rechts in einer Urkunde hat auch die Indizienwirkung bzw trägt den Beweis mit sich, dass das Recht gemäss dem verbrieften Inhalt tatsächlich besteht (Indiz- und Beweisfunktion). Dabei wird das Recht im Umfang wie im Wertpapier beschrieben erworben und sind unverbriefte Abreden unbeachtlich (mit der Beweisfunktion in Zusammenhang stehende Einredenbeschränkung bzw Einwendungsausschluss oder auch Skripturhaftung). Der Einwendungsausschluss steht dabei wiederum in engem Zusammenhang mit der Präsentations- bzw Verkehrsschutzfunktion. Die Präsentationsfunktion hat zur Folge, dass ein Schuldner nur an den Inhaber eines Wertpapiers – der dieses vorweist bzw präsentiert – leisten darf. Die Präsentationsfunktion, welche auch nicht gänzlich losgelöst von der Beweis-, Liberations- und Legitimationsfunktion gesehen werden kann, führt letztlich zur Verkehrsschutzfunktion, wonach das Wertpapier gutgläubig vom nicht über das Wertpapier Verfügungsberechtigten erworben werden kann.⁵⁶

⁵⁵ BuA 2019/54, S 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 17, 19 ff.

⁵⁶ BuA 2019/54, S 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 19 ff.

29 Wertpapiere zeichnen sich sohin insbesondere durch eine Beweisfunktion, Legitimations- und Liberationsfunktion, einen Einwendungsausschluss, eine Transportfunktion, sowie eine Präsentations- bzw Verkehrsschutzfunktion aus. Die Verkehrsfähigkeit wird sohin insbesondere durch die Möglichkeit des Erwerbs vom Nichtberechtigten, aber auch durch Durchsetzbarkeit des verbrieften Rechtes unabhängig vom – abseits der Urkunde – tatsächlich entstandenen bzw bestehenden, oder inhaltlich allenfalls auch abgeänderten Recht, geschützt.

2.1 Indiz- und Beweisfunktion

30 § 73 der Schlussabteilung zum PGR definiert ein Wertpapier anhand von drei Kriterien. Es sind diese eine Urkunde, die Verbriefung eines Rechtes in dieser Urkunde, sowie eine bestimmte Verbindung zwischen Urkunde und Recht.⁵⁷ So kann das Recht aus einem Wertpapier nicht ohne die Urkunde verwertet, geltend gemacht, noch auf andere übertragen werden. Die Übertragungskomponente stellt dabei wesentlich auf die Transportfunktion ab.⁵⁸ Als Urkunde wird dabei eine privatrechtliche Erklärung auf einem Schriftstück gesehen.⁵⁹ In einer solchen Urkunde können Forderungs-, Mitgliedschafts-, oder auch Sachrechte festgehalten werden. Forderungsrechte können dabei alle obligationenrechtlichen Ansprüche sein, während Mitgliedschaftsrechte bestimmte Rechte an Körperschaften – sohin Kontroll- und/oder

⁵⁷ *Kuhn* in *CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 965 OR, N 19.

⁵⁸ Vgl Kapitel I.2.4.

⁵⁹ *Kuhn* in *CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 965 OR, N 20.

Mitwirkungsrechte beinhalten. Darüber hinaus können in einem Wertpapier auch dingliche Ansprüche abgebildet werden. Solche Waren(wert)papiere sind Wertpapiere, die Sachen vertreten; die Übertragung eines Warenpapiers entspricht dabei der Übertragung der Ware selbst.⁶⁰

Die erwähnte Verbindung zwischen Urkunde und Recht wird dabei 31
mittels Wertpapierklausel verabredet. Ein Wertpapier hat dabei nicht
blosse Indizienwirkung, sondern legitimiert eine bestimmte Person zur
Forderung einer verbrieften Leistung. Durch Leistung an die ausgewie-
sene Person befreit sich der Schuldner von seiner Pflicht. Derartige
Wertpapierrechte werden auch durch Übertragung der Urkunde über-
tragen und können nicht auf sonstige Weise abgetreten werden.⁶¹ Ein
Wertpapier beweist sohin, dass ein bestimmtes Recht gegenüber dem
Aussteller besteht, welches gemäss dem Inhalt der Urkunde geschuldet
wird.⁶²

⁶⁰ *Kuhn* in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 21; vgl hinsichtlich Warenpapiere Art 504 SR.

⁶¹ *Kuhn* in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 22 und N 26.

⁶² Nach § 294 ZPO begründen Privaturkunden – sofern sie unterschrieben wurden – vollen Beweis darüber, dass die enthaltenen Urkundenerklärungen vom Aussteller stammen. Gemäss § 312 ZPO gilt die Echtheit einer Privaturkunde als unbestritten, sofern über die Echtheit keine Äusserung erfolgte. Anders als in Deutschland gibt es in Liechtenstein keinen sogenannten Urkundenprozess, in welchem mittels beschleunigtem Verfahren ein Exekutionstitel erlangt werden kann – vgl § 592 deZPO „*Ein Anspruch, welcher die Zahlung einer bestimmten Geldsumme oder die Leistung einer bestimmten Menge anderer vertretbarer Sachen oder Wertpapiere zum Gegenstand hat, kann im Urkundenprozess geltend gemacht werden, wenn die sämtlichen zur Begründung des Anspruchs erforderlichen Tatsachen*

2.2 Liberations- und Legitimationsfunktion

- 32 Die Liberations- als auch Legitimationswirkung von Wertpapieren erfährt in Liechtenstein eine doppelte Regelung. Einerseits konstatiert § 1393 ABGB, dass auf Überbringer lautende Schuldscheine – sohin Inhaberpapiere – durch Übergabe abgetreten werden und sohin abseits des Besitzes keines weiteren Beweises bedürfen; die Urkunde weist sohin den rechtmässigen Gläubiger aus und legitimiert den Besitzer (bei Inhaberpapieren).⁶³ Andererseits regelt § 74 Abs 2 der Schlussabteilung zum PGR das Legitimationsrecht in Zusammenhang mit Wertpapieren.⁶⁴ Die angeführte Bestimmung im PGR legt fest, dass ein Schuldner – sofern er nicht arglistig oder grob fahrlässig, sohin bösgläubig und bei, nicht aber vor, Verfall⁶⁵ handelt – schuldbefreiend an den aus einem Wertpapier Berechtigten leisten kann. Selbst wenn derjenige der sich aus dem Wertpapier legitimiert die Gläubigerstellung verloren haben sollte, kann der aus dem Wertpapier Verpflichtete sich seiner Schuld durch Leistung an den Ausgewiesenen liberieren und hat dem eigentlich berechtigten Gläubiger nicht erneut zu leisten.⁶⁶ Die Legitimation und Liberation stehen sohin auch in Konnex zum Verkehrsschutz.⁶⁷

durch Urkunden bewiesen werden können.“ Unabhängig hiervon steht jedoch das Mahnverfahren bzw Schuldentriebverfahren nach §§ 577 ff ZPO offen.

⁶³ Micheler, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 37 f.

⁶⁴ Das PGR geht dabei als *lex specialis* grundsätzlich vor – vgl hierzu auch § 35 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR, wonach sich der Verweis auf die allgemeinen Bestimmungen des Obligationenrechtes und des Sachenrechtes primär auf die Vorschriften des ADHGB und subsidiär auf jene des ABGB bezieht.

⁶⁵ Verfalltag ist im Wechselrecht jener Tag, ab dem ein Wechsel fällig wird.

⁶⁶ Kuhn in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 4 ff.

⁶⁷ Vgl Kapitel I.2.3.

Der Besitz eines Wertpapiers legitimiert den durch das Papier Ausgewiesenen als Gläubiger. Die Verfügungsberechtigung muss sohin nicht durch eine lückenlose Übertragungskette der vorhergehenden Gläubiger bewiesen werden. Präsentiert der Besitzer und sohin Gläubiger eines Wertpapiers das verkündete Recht, so hat der Schuldner an den Ausgewiesenen zu leisten.⁶⁸ Wie bereits ausgeführt sagt § 74 Abs 2 der Schlussabteilung zum PGR nichts über die materielle Berechtigung des Besitzers aus; selbiges gilt darüber hinaus auch für § 1393 ABGB. Der Besitzer (bei Inhaberpapieren) bzw generell gesprochen der Ausgewiesene gilt jedoch als Gläubiger. Möchte ein Schuldner die Verfügungsberechtigung eines Ausgewiesenen bestreiten, trägt er hierfür die Beweislast.⁶⁹ 33

Als zweite Seite derselben Münze stellt die Liberationsfunktion das schuldnerseitige Pendant zur Legitimationsfunktion des aus einem Wertpapier als berechtigter Ausgewiesener dar. Der Schuldner kann nur an denjenigen, der sich durch ein Wertpapier als berechtigter Gläubiger ausweist schuldbefreiend leisten und muss sich dabei auf die verbrieftete Urkunde als Beweismittel verlassen. Auch an einen an sich nicht Verfügungsberechtigten kann der Schuldner liberierend leisten, sofern sich 34

⁶⁸ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 38; dies steht dabei auch in Zusammenhang mit der Präsentationsfunktion, vgl Kapitel I.2.3.

⁶⁹ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 38 f; *Kuhn* in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 4.

Ersterer durch Vorlage eines Wertpapiers ausweist und dieses aushändigt.⁷⁰ Zu beachten ist, dass eine schuldbefreiende Wirkung an den Altgläubiger gemäss § 1395 ABGB im Wertpapierrecht nicht zum Tragen kommt, da nur an den mittels Wertpapier Ausgewiesenen zu leisten ist. Anders als in Österreich ist dies für Liechtenstein nicht gewohnheitsrechtlich zu begründen, da hier auf Art 966 chOR zurückgehend in § 74 der Schlussabteilung zum PGR konstatiert wird, dass ein Schuldner nur gegen Vorlage des Wertpapiers durch den in der Urkunde Ausgewiesenen zur Leistung verpflichtet ist und an diesen formell korrekt ausgewiesenen Gläubiger auch schuldbefreiend leisten kann.⁷¹

- 35 Für Namenspapiere ist die Befreiungs- und Berechtigungswirkung zudem separat in § 83 der Schlussabteilung zum PGR geregelt, welcher auf Art 975 chOR zurückgeht. Hiernach kann ein Schuldner nur schuld-
befreiend an denjenigen leisten, der das Namenspapier einerseits inne-
hat und sich darüber hinaus als diejenige Person ausweist, auf deren
Namen das Wertpapier lautet.⁷² Beachtlich ist dabei, dass das PGR ledig-
lich von der Innehabung bzw Inhaberschaft⁷³ spricht und auf das
Corpus-Element respektive die Verfügungsgewalt abstellt, während

⁷⁰ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 39; *Kuhn* in
CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 6.

⁷¹ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S 59 ff (insb S
62).

⁷² Oder aber auch als Rechtsnachfolger der Persönlichkeit, auf deren Namen die
Wertpapierurkunde lautet.

⁷³ § 83 Abs 1 und wohl auch implizit § 75 Abs 2 der Schlussabteilung zum PGR.

sich das ABGB in dessen § 1393 explizit auf den Besitz bezieht und sohin auch ein Animus-Element (Wille, eine Sache zu behalten)⁷⁴ als erforderlich erachtet.

⁷⁴ Vgl § 309 öABGB. Zu beachten ist, dass Art 498 Abs 1 SR iVm Art 501 SR ausschliesslich auf die Verfügungsgewalt für die Eigenschaft als Besitzer abstellt, während Art 443 SR der Besitzereigenschaft wiederum eine Willenskomponente beimisst. Zu beachten ist darüber hinaus, dass über Art 5 Abs 1 SR auch die allgemeinen schuldrechtlichen Bestimmungen des ABGB wiederum eine Wechselwirkung mit dem SR erzeugen. Die Frage, ob für den Besitz ein Willenselement erforderlich ist, ist in der liechtensteinischen Lehre aufgrund des Rezeptionsgemenges nicht geklärt. Nach schweizerischer Lehre wird jedoch kein Besitzwille für den Besitz gefordert (vgl *Stark/Lindenmann*, in Berner Kommentar, 4. Auflage, Art 919 ZGB, N 26) und ist sohin der österreichischen Verfügungsgewalt im Sinne einer Inhaberschaft weitestgehend gleichgestellt. Weitestgehend deshalb, da eine scharfe Trennung zwischen Corpus und Animus im schweizerischen Recht nicht erfolgt und mitunter auch argumentiert wird, dass die Verfügungsgewalt auch einen Besitzwillen impliziert. Vgl hierzu *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Band I, Art 489 SR, Rz 1 ff (S 491); *Opilio* spricht sich jedoch hinsichtlich der liechtensteinischen Rechtsordnung unter Verweis auf Art 501 Abs 1 iVm Art 510 Abs 1 SR für ein Animus-Element beim Besitz aus, *ibid*, Rz 6; dem ist beizupflichten, wobei anzumerken ist, dass Art 510 Abs 1 SR auf die Eigentümerstellung (welche sich neben der Einwirkungsmacht auch durch die Ausschlussmacht gerichtet erga omnes auszeichnet – vgl *Winner* in *Rummel/Lukas*, ABGB, 4. Auflage, § 354 ABGB, Rz 1) und sohin auf denjenigen, dem eine Sache rechtmässig gehört, abstellt. Dies lässt nicht zwingend auf eine Willenskomponente schliessen, gilt doch durch Art 509 Abs 1 SR die gesetzliche Vermutung, dass der Besitzer einer Fahrnis auch als deren Eigentümer angesehen wird. Die Willenskomponente wird jedoch explizit in Art 501 Abs 2 SR angesprochen (auch wenn diese hieraus in der schweizerischen Lehre nicht abgeleitet wird, sondern auf eine Willenseinigung im Sinne eines Besitzvertrages abstellt – vgl *Stark/Lindenmann* in Berner Kommentar, Art 922 ZGB, N 40 f und N 65 ff). Hieraus könnte jedoch bestärkend für das Willenselement abgeleitet werden, dass Besitz erst erworben wird, sobald das Corpus übertragen wird und der bisherige Besitzer seinen

2.3 Präsentations- bzw Verkehrsschutzfunktion

- 36 Die Präsentationsfunktion ergibt sich aus § 74 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR. Demgemäss ist der Schuldner aus einem Wertpapier nur gegen Vorweisung und Aushändigung desselben zur Leistung verpflichtet. Sofern jemand ohne Präsentation des Wertpapiers das darin verbriefte Recht geltend machen möchte, hat der Schuldner die Leistung zu verweigern.⁷⁵
- 37 Die Wertpapiertitel werden dabei sachenrechtlich behandelt – *das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier*.⁷⁶ Die Übertragung von Wertpapieren lautend auf Inhaber kommt sohin unter Bezugnahme auf Art 501 SR iVm § 75 Abs 2 der Schlussabteilung zum PGR grundsätzlich wirksam durch Übergabe der Urkunde zustande. Inhaberpapiere können aber wie auch andere Arten von Wertpapieren § 75 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR folgend mittels schriftlichen Vertrages und der Übergabe des Wertpapiertitels übertragen werden. Für den Besitzer des Wertpapiers gilt dabei die gesetzlich widerlegbare Vermutung, dass dieser auch der rechtmässige Eigentümer ist. Die Verkehrsschutzfunktion geht auf Art 172 Abs 2 SR zurück und schützt den gutgläubigen Erwerber eines Wertpapiers in seinem am Wertpapier erworbenen Eigentum. Hierdurch wird die Verkehrsfähigkeit von Wertpapieren geschützt respektive gewährleistet, da die Einreden gegenüber einem gutgläubigen Erwerber eines Wertpapiers beschränkt

animus rem sibi habendi aufgibt (und konsequenterweise durch den Empfänger ein solcher Wille begründet wird). Auch Art 514 SR verweist auf den Besitzwillen.

⁷⁵ *Kuhn* in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 3.

⁷⁶ *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 97.

sind; so kann dieses vom gutgläubigen Erwerber nicht vindiziert werden. Für auf Inhaber lautende verbriefte Titel ergibt sich diese Einredenbeschränkung bzw Verkehrsschutzfunktion zusätzlich aus Art 514 SR, in welchem explizit festgehalten wird, dass Inhaberpapiere, welche dem Besitzer entgegen seinem Willen⁷⁷ verlustig gegangen sind, von demjenigen der diese Kraft guten Glaubens erworben bzw empfangen hat, nicht herausgefordert werden können.⁷⁸

Für Orderpapiere wird der Verkehrsschutz darüber hinaus eigens in § 38 88 der Schlussabteilung zum PGR geregelt. Diese Bestimmung entspricht Art 1146 chOR und ist vom Regelungsgehalt übereinstimmend mit § 96 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR (Regelung für Inhaberpapiere), welcher Art 979 chOR entspricht. Die Norm bezweckt einen Verkehrsschutz, da der Schuldner einem gutgläubigen Empfänger lediglich Einreden entgegenhalten kann, welche sich aus dem Inhalt und⁷⁹ dem gültigen Bestand des Wertpapiertitels ergeben, oder aber dem Schuldner unmittelbar gegen dem aus dem Wertpapier Berechtigten zustehen.⁸⁰

2.4 Transportfunktion

⁷⁷ Auch diese Stelle des Sachenrechtes impliziert ein Willenselement des Besitzes; vgl FN 74.

⁷⁸ *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 97 mwN.

⁷⁹ Art 1146 chOR verwendet gesetzestechisch eine „Oder-Bestimmung“, welche wohl auch für das liechtensteinische Recht Sinn ergibt, da es nicht nachvollziehbar wäre, wenn Einreden gegen Inhalt und/oder Gültigkeit der Urkunde nur dann geltend gemacht werden könnten, wenn diese sich gegen den Bestand und den Inhalt der Urkunde richten.

⁸⁰ *Kuhn* in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 1146 OR, N 1.

39 Die Transportfunktion von Wertpapieren besagt, wie der Name bereits impliziert, dass verbrieftete Rechte einfach übertragen werden können, indem die – allenfalls indossierte – Wertpapierurkunde übertragen wird.⁸¹ Die Transportfunktion ergibt sich ebenfalls aus Art 73 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR, wonach in einer Urkunde verbrieftete Rechte nur durch Übertragung der Urkunde übertragen werden können.⁸²

2.5 Fazit wertpapierrechtliche Funktionen und deren Anwendung auf Wertrechte gemäss TVTG und PGR neu

40 Bei Wertrechten tritt an die Stelle der Transportfunktion durch Übergabe der Wertpapierurkunde gemäss TVTG die Eintragung ins Wertrechtbuch.⁸³

41 Darüber hinaus haben Wertrechte nach § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 (LGBI 2019.304) dieselbe Funktion wie Wertpapiere. Dies bedeutet, dass den Wertrechten ebenso die Verkehrsschutzfunktion immanent ist und ein gutgläubiger Erwerb auch von den mittels TVTG im PGR neu, positiviert eingeführten Wertrechten möglich sein muss. *„Fehlt bei der Übertragung von nicht verbrieften Forderungsrechten eine dem Besitz vergleichbare Rechtsscheingrundlage, ist diese im Falle der Wertrechte in Gestalt der für das Wertrecht konstitutiven Eintragung im Wertrechtbuch durchaus vorhanden, sofern die Gesellschaft für die zuverlässige Nachführung [...] des Wertrechtbuchs Sorge trägt und dem jeweiligen*

⁸¹ BuA 2019/54, S 110 und S 165.

⁸² Vgl auch *Kuhn* in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 15.

⁸³ § 81a Abs 4 der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54; vgl *Jung*, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, Art 622 OR, N 135.

*Gläubiger eine Beweisurkunde über den nicht öffentlichen Eintrag ausstellt.*⁸⁴ Es ist sohin auch ein gutgläubiger Erwerb von Wertrechten möglich; dass das sachenrechtliche Regime auch auf Wertrechte Anwendung findet, ergibt sich aus den Gesetzesmaterialien zum TVTG, welche auch auf die positiviert eingeführten Wertrechte gemäss PGR neu eingehen.⁸⁵ Das Abstraktionsprinzip gilt hingegen nur für tokenisierte Wertrechte gemäss TVTG, während auf Wertrechte des PGR neu weiterhin das Kausalitätsprinzip zur Anwendung gelangt.⁸⁶ Kommt also ein wirksames Verpflichtungsgeschäft nicht zustande oder fällt dieses im Nachhinein weg, ist in Zusammenhang mit tokenisierten Wertrechten nach dem TVTG bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln, während Wertrechte nach dem PGR neu vindiziert werden können.⁸⁷

⁸⁴ Jung, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, Art 622 OR, N 136 f.

⁸⁵ BuA 2019/54, S 110 f – *„Wertrechte sind nach der Legaldefinition in § 81a Abs. 1 SchlT PGR ‚Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere‘.“* Diesen kommen eine Transportfunktion, Legitimations- und Liberationsfunktion, als auch eine Verkehrsschutzfunktion (*„Erwerb kraft guten Glaubens des Rechts nach sachenrechtlichen Grundsätzen“*) bzw Einredenbeschränkung zugute. Die genannten Funktionen stellen dabei auf den konstitutiven Registereintrag im Wertrechtbuch ab und besteht nach Ansinnen des Gesetzgebers eine Funktionsäquivalenz zwischen Wertpapieren und Wertrechten. *„Diese Funktionsäquivalenz rechtfertigt es, Wertrechte nach § 81a SchlT PGR neu den Wertpapieren uneingeschränkt gleichzustellen.“* (BuA 2019/54, S 111)

⁸⁶ *„Aufgrund der Finalität der Transaktionen in auf vertrauenswürdigen Technologien basierenden Systemen wie beispielsweise der Blockchain, wird hinsichtlich dieser Ordnung im TVTG vom im liechtensteinischen Zivilrecht herrschenden Kausalprinzip hin zum Abstraktionsprinzip abgegangen.“* (BuA 2019/54, S 126); *„Die Unveränderbarkeit von Übertragungen auf VT-Systemen legt es nahe, für Verfügungen über Token vom Abstraktionsprinzip auszugehen“* (BuA 2019/54, S 69).

⁸⁷ Vgl weiterführend Kapitel I.4.

42 Letztlich knüpft hinsichtlich der Wertrechte nach PGR neu auch die Legitimations- wie Liberationsfunktion an die Eintragung im Wertrechtbuch an.

3. Token als entmaterialisierte Wertpapiere de lege lata?

43 In diesem Kapitel erfolgt die Behandlung von Token als Wertrechte gemäss der Rechtslage vor Inkrafttreten des TVTG. Werden Rechte, so zum Beispiel Mitgliedschafts- oder Forderungsrechte in einem Token abgebildet, so wird kein Wertpapier ausgegeben, da ein Token keine körperliche Urkunde darstellt.⁸⁸ Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass derartige Rechte – repräsentiert im Token – buchmässig geführt werden. Dies steht dabei in Einklang mit Art 150 Abs 1 PGR iVm Art 149 Abs 3 PGR und Art 267 Abs 1 PGR. Art 150 Abs 1 PGR konstatiert, dass Wertpapiere über eine Mitgliedschaft nur ausgegeben werden dürfen, wenn dies gesetzlich explizit vorgesehen ist, was argumentum e contrario zur Folge haben muss, dass gar keine Wertpapiere ausgegeben werden dürfen, wenn dies nicht gesetzlich erlaubt ist. Selbst wenn dies der Fall ist muss es möglich sein, Wertpapiere rein buchmässig, sohin als Wertrechte zu führen. Auch in Zusammenschau mit Art 149 Abs 3 PGR ergibt sich, dass wenn keine Wertpapiere ausgegeben wurden, die Übertragung von Mitgliedschaftsanteilen oder die Bestellung beschränkt dinglicher Rechte hieran durch schriftlichen Vertrag erfolgen kann. Auch die aktienrechtlichen Vorschriften sehen vor, dass Aktienurkunden nur ausgegeben werden müssen, sofern dies in den Statuten

⁸⁸ Vgl die einleitenden Ausführungen zum Sachenrechtsbegriff unter Kapitel I.1.

nicht anders geregelt wird.⁸⁹ Für eine buchmässige Führung von Anteilsrechten kann eine technische Abbildung in einem Token sohin nicht schädlich sein.

Die wertpapierrechtlichen Vorschriften finden sich neben den angeführten vereinzelt Bestimmungen in den allgemeinen Vorschriften des PGR und speziellen Vorschriften wie im Aktienrecht insbesondere in der Schlussabteilung zum PGR.⁹⁰ Ob bei einer Aktiengesellschaft Aktienurkunden für das Aktionariat auszugeben sind, ist dabei gemäss Art 267 Abs 1 PGR in den Statuten zu regeln; im dispositiven Standardfall sind Wertpapiere auszustellen.⁹¹ Vorschriften, wonach ein Aktientitel durch ein Mitglied des Verwaltungsrates unterschrieben werden muss, können dabei nur zur Anwendung gelangen, sofern Urkunden ausgestellt wurden und dies nicht statuarisch abbedungen wurde.⁹² 44

Beim PGR von 1926 orientierte sich der liechtensteinische Gesetzgeber zwar an den Vorarbeiten von *Huber*⁹³ zur Revision des schweizerischen 45

⁸⁹ Art 267 Abs 1 PGR.

⁹⁰ § 73 ff Schlussabteilung zum PGR.

⁹¹ „Die Pflicht zur Ausstellung einer Aktienurkunde (Aktienbrief, Aktienschein, Aktientitel) besteht für die Gesellschaft nur, wenn in den Statuten es nicht anders bestimmt ist.“

⁹² Art 267 Abs 3 PGR.

⁹³ Prof. Dr. *Eugen Huber*, Jurist und Schöpfer des schweizerischen Zivilgesetzbuchs (ZGB), 1849 - 1923; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&backurl=auto>.

Obligationenrechts⁹⁴, weshalb dieses grundsätzlich als Rezeptionsgrundlage herangezogen werden kann, jedoch ist zu berücksichtigen, dass dieser Revisionsentwurf in der Schweiz in der Folge überarbeitet wurde und erst im Jahr 1937 in Kraft trat.⁹⁵ Vergleicht man das Aktienrecht der Schweiz in den Art 620 ff OR, wird eine ähnliche Regelung in Bezug auf die Ausstellung von Aktientiteln wie jener in Art 267 PGR vermisst. Vielmehr stellen einige Bestimmungen des schweizerischen OR explizit auf das Vorhandensein von Aktientiteln als physische Urkunde bzw Wertpapier ab.⁹⁶ Zur Realisierung von entmaterialisierten Wertpapieren wurde in der Schweiz das Bucheffektengesetz beschlossen.⁹⁷

- 46 Aber auch wenn gesetzgeberisch lediglich in Liechtenstein und nicht auch in der Schweiz vorgesehen ist, dass die Ausstellung von Aktienurkunden unterbleiben kann bzw statutarisch abbedungen werden

⁹⁴ *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für *Delle Karth*, 2013, Die neuere Entwicklung des liechtensteinischen Aktienrechts im Lichte der EWR-Mitgliedschaft, S 193 (S 196).

⁹⁵ Vgl *Bergt*, Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 19 (Rz 55).

⁹⁶ Vgl hierzu zB Art 622 Abs 5 und Art 686 Abs 3 OR; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 mwN.

⁹⁷ BEG, AS 2009 3577, in Kraft seit 01.10.2009. Solche buchmässig geführten Wertrechte bzw Effekten sind dabei nicht mit im Effektingiro übertragbare Wertpapiere nach Art 392 ff SR zu verwechseln, welche gemäss Art 2 Abs 1 lit g der Richtlinie über Finanzsicherheiten 2002/47/EG Finanzsicherheiten darstellen, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. Vgl hierzu auch Art 392 Abs 1 Z 7 SR.

kann, so anerkennt auch die schweizerische Praxis, zumindest betreffend „kleine“ Aktiengesellschaften oder Ein-Personen-Gesellschaften⁹⁸, den Verzicht auf die Ausgabe von Aktienurkunden; der schweizerischen Dogmatik folgend hat ein Aktionär auch keinen durchsetzbaren Anspruch auf Ausstellung einer Aktienurkunde.⁹⁹

Auch in Liechtenstein verschafft das PGR einem Aktionär keinen 47
Rechtsanspruch auf Ausgabe einer Aktienurkunde. Hinsichtlich Inhaberaktien besteht die Pflicht zur Bestellung eines Verwahrers, welcher

⁹⁸ Vgl zur Zulässigkeit einer Ein-Personen-Gesellschaft *Schopper/Walch*, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 2017/01, S 1 (3); vgl auch BuA 1998/153, 178; *Bergt*, Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 187 f (Rz 458, FN 713): „Bis zur Novelle des PGR mit LGBI 1980/039 im Jahr 1980 war es dabei gemäss Art 637 PGR möglich Aktiengesellschaften und GmbH in der Gestaltungs- bzw Organisationsform der Einpersonengesellschaft zu gründen und zu führen. Diese Bestimmung wurde jedoch aufgehoben und ist zumindest die Gründung einer Aktiengesellschaft nicht länger durch eine Person möglich (vgl Art 281 und 288 PGR); wohl aber deren Führung. Erst mit der PGR Novelle LGBI 2000/279 im Jahr 2000 wurde es wieder möglich, dass eine GmbH von einem Gesellschafter gegründet wird (Art 389 PGR). Dies entsprach der Umsetzung der Einpersonengesellschaftsrichtlinie (Art 2 der 12. EU-Gesellschaftsrichtlinie 89/667/EWG), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, ersetzt durch RL 2009/102/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>.“

⁹⁹ OGH zu 09 C 271/98-201 vom 03.03.2005, LES 2006, 161, Leitsatz d: „Für die AG besteht eine Pflicht zur Ausstellung einer Aktienurkunde nur dann, wenn sich aus den Statuten nichts anderes ergibt. Es entspricht einer gängigen Praxis in Liechtenstein, *va* bei sogenannten Strohmanngründungen bzw Ein-Mann-Gesellschaften keine Aktien auszustellen. [...] Die Anteilsrechte an einer AG können grundsätzlich nur nach den Regeln über die Abtretung übertragen werden.“; *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 80 f; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 ff.

die Inhaberaktionäre in einem Register führt.¹⁰⁰ Betreffend Namenaktien trifft die Gesellschaft selbst eine Pflicht, ein Aktienbuch zu führen.¹⁰¹ Die Führung des Aktienbuches ist gesetzgeberisch anders als die Verwahrung des Aktienregisters als Organ Tätigkeit vorgesehen und kann für diese Tätigkeit folglich aus Organverantwortlichkeit gegenüber der Gesellschaft gemäss den Art 218 ff PGR gehaftet werden.¹⁰²

- 48 Wie bereits angerissen, sieht das PGR¹⁰³ vor, dass Wertpapiere über die Mitgliedschaft nur dann ausgegeben werden dürfen, sofern dies in den besonderen Bestimmungen des PGR explizit erlaubt wird. Werden entgegen einer solchen Vorschrift Verbriefungen ausgegeben, sind diese wertpapierrechtlich nichtig. So gelten Zessionsurkunden in Bezug auf die Gründerrechte¹⁰⁴ einer körperschaftlichen Anstalt¹⁰⁵ lediglich als reine Beweisurkunden. Es ist jedoch möglich, sofern statuarisch vorgesehen, dass der Anstaltsfonds einer körperschaftlich ausgestalteten Anstalt in Anteile zerlegt wird und diese Anteilsscheine zusätzlich zu den

¹⁰⁰ Art 326c PGR. Sofern Urkunden ausgegeben worden sind, sind diese auch nach Art 326a Abs 1 PGR beim Verwahrer zu hinterlegen.

¹⁰¹ Art 328 PGR

¹⁰² Art 326b Abs 4 PGR; vgl ferner § 66d und § 66e der Schlussabteilung zum PGR. Die Übertragung der Führung des Aktienbuches stellt eine Delegation bzw Übertragung von Aufgaben der Geschäftsführung im Sinne des Art 348 PGR dar und kann ein Delegierender für die *curae in eligendo, instruendo und custodiendo* verantwortlich gehalten werden – vgl *Bergt*, Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 163 ff (Rz 396 ff); vgl weiterführend Kapitel I.3.1.

¹⁰³ Art 150 Abs 1 PGR.

¹⁰⁴ Die Gründerrechtsinhaber einer Anstalt bilden gemäss Art 543 Abs 1 PGR deren oberstes Organ.

¹⁰⁵ Privatrechtliche Anstalten nach Art 534 PGR.

Gründerrechten als Wertpapiere ausgegeben werden.¹⁰⁶ Sofern also gesetzlich erlaubt, können die Statuten die Ausgabe von Wertpapieren über die Mitgliedschaft vorsehen; andernfalls dürfen verbriefte Anteile nicht ausgegeben werden.

Während statutarisch vorgesehene, ausgegebene Aktienurkunden 49 zwingend als Wertpapiere angesehen werden¹⁰⁷, ist dies bei der Ausgabe von Urkunden über Gesellschaftsanteile einer GmbH nicht der Fall. Auch über Mitgliedschaftsrechte an einer GmbH können Anteilsurkunden ausgestellt werden, allerdings werden diese lediglich als reine Beweisurkunden behandelt, sofern statutarisch nicht vorgesehen ist, dass diese ausdrücklich als Wertpapier zu behandeln sind.¹⁰⁸ Solche Beweisurkunden unterliegen in einer im Rechtsstreit verfangenen Sache der freien richterlichen Beweiswürdigung.¹⁰⁹

Hieraus ergibt sich für das liechtensteinische Gesellschaftsrecht, dass 50 weder gemäss besonderen Vorschriften wie beispielweise das Aktienrecht betreffend, noch gemäss allgemeinen Bestimmungen, welche für

¹⁰⁶ Vgl Art 540 Abs 4 PGR.

¹⁰⁷ Vgl Art 267 Abs 1 PGR, Art 268 Abs 4 PGR und Art 262 Abs 4 PGR.

¹⁰⁸ Art 401 Abs 3 PGR.

¹⁰⁹ Art 272 ZPO; generell ist in Zusammenhang mit Wertrechten und der richterlichen Würdigung auch auf Art 1 Abs 3 PGR hinzuweisen, welcher wie folgt lautet: „Kann dem Gesetze eine Vorschrift nicht entnommen werden, so soll der Richter nach Gewohnheitsrecht und, wo ein solches fehlt, nach der Regel entscheiden, die er als Gesetzgeber aufstellen würde (Rechtsfindung).“ Auch wenn dieses liechtensteinische Unikum im Sinne der Gewaltentrennung problematisch scheint, kann ein Richter grundsätzlich im Sinne der Rechtsfindung gemäss einer Regel entscheiden, welche er als Gesetzgeber aufstellen würde.

Verbandspersonen generell gelten, eine Pflicht zur Ausstellung von Wertpapieren abgeleitet werden kann; gesellschaftsvertraglich kann eine solche Pflicht statuiert werden.

- 51 Gemäss schweizerischem Aktienrecht hat ein Aktionär bei Bestehen von Wertrechten aber jedenfalls ein Recht auf Ausstellung einer Beweisurkunde über seine Verfügungsberechtigung über die diesem zugeordneten Wertrechte.¹¹⁰ Diesem Recht auf Ausstellung von derartigen Beweisurkunden für entmaterialisierte Mitgliedschafts- und Forderungsrechte ist auch gemäss Liechtensteiner Recht Geltung zuzusprechen.¹¹¹ Liechtenstein kennt dabei seit jeher durch das PGR eine vollständige Entmaterialisierung und sohin einen stückelosen Effektenverkehr. Folglich ist die liechtensteinische Rechtsordnung auch nicht zwingend auf die Bündelung einzelner effektiver Stücke mittels behelfsmässigen Verurkundungskonstrukten, wie durch Ausstellung einer Global- oder Sammelurkunde, angewiesen – obwohl eine solche Ausgestaltung auch möglich wäre.¹¹²
- 52 Während der Vernehmlassungsbericht zum TVTG¹¹³ fälschlicherweise davon ausgegangen ist, dass Wertrechte in Liechtenstein nicht existieren und erst mit dem TVTG in die liechtensteinische Rechtsordnung

¹¹⁰ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, schweizerisches Aktienrecht, §43 N 4, N 17 und N 59.

¹¹¹ Vgl die als Beweisurkunden ausgestalteten Hinterlegungsscheine nach Art 326c Abs 6 PGR; vgl weiters Kapitel I.3.1.

¹¹² Vgl zur diesbezüglichen schweizerischen Rechtslage *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, schweizerisches Aktienrecht, §43 N 59 ff.

¹¹³ Zu diesem Zeitpunkt noch „VTG“.

eingeführt werden¹¹⁴, wurde diese Ansicht im Bericht und Antrag zum TVTG revidiert und richtig gestellt.¹¹⁵ Neben dem PGR ist insbesondere auch das liechtensteinische Steuergesetz mit entmaterialisierten Wertpapieren bzw Wertrechten vertraut.¹¹⁶ Auch der Staatsgerichtshof hat bereits im Jahr 1975 festgestellt, dass beispielsweise die Gründerrechte einer (privatrechtlichen) Anstalt nach liechtensteinischem Recht als Wertrechte gelten, „*sofern sie Vermögenswerte beinhalten und keinen Wertpapiercharakter haben.*“¹¹⁷

Die mit Inkrafttreten des PGR im Jahr 1926 eingeführte Rechtsform der (privatrechtlichen) Anstalt dürfte auch der Grund dafür sein, dass Liechtenstein seit nunmehr fast 100 Jahren mit Wertrechten vertraut ist, da die Anstaltsanteile wie ausgeführt rechtlich gesehen nur dann als Wertpapiere zu sehen sind, sofern dies statuarisch explizit vorgesehen ist.¹¹⁸ Argumentum e contrario müssen sie andernfalls als Wertrechte

¹¹⁴ VnB der Regierung betreffend die Schaffung eines Gesetzes über auf vertrauenswürdigen Technologien (VT) beruhende Transaktionssysteme (Blockchain-Gesetz; VT-Gesetz; VTG) vom 28.08.2018, S 7, 81 und 132 ff – „*Damit Wertpapiere ohne Umweg über eine physische Urkunde in einem Token auf einem VT-System verkörpert und dort übertragen werden können, wird die Rechtsfigur des Wertrechts in das liechtensteinische Recht eingeführt und zugleich die Schnittstelle zwischen Wertpapierrecht und VT-Gesetz geschaffen.*“ (S 81).

¹¹⁵ BuA 2019/54, S 108 ff – „*Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass die Rechtsfigur des Wertrechts für das liechtensteinische Recht nicht neu ist.*“ (S 109).

¹¹⁶ Vgl Art 12 Abs 1 lit d SteG – „*Wertpapiere, die keine Kursnotiz haben, sowie Rechte und Forderungen, welche nicht in Wertpapieren verbrieft sind, [...] sind nach dem Verkehrswert zu bewerten [...].*“

¹¹⁷ StGH 1975/002 vom 29.04.1975, ELG 1973, 381.

¹¹⁸ Art 540 Abs 4 PGR; vgl Rz 48.

bzw Vermögensrechte¹¹⁹ gelten, welche Mitgliedschafts- oder Forderungsrechte repräsentieren. Auch in der öffentlichen Landtagssitzung vom 25./26./27 Oktober 2000 betreffend die Abänderung des PGR wird festgehalten, dass es mangels eines strikten Numerus Clausus im Wertpapierrecht Liechtensteins möglich ist, statuarische bzw vertragliche Wertrechte auszugeben.¹²⁰

- 54 Ferner ist die Aussage „*Liechtensteinisches Wertpapierrecht ist unabhängig von der Möglichkeit der Ausgabe von Wertrechten seit der Urfassung des PGR im Jahre 1926 relativ stark von der Vorstellung der Verbindung eines Rechts mit einem physischen Informationsträger (Urkunde) geprägt* (s. § 73 Abs. 1 Schlussabteilung PGR).“¹²¹ kritisch zu würdigen, hielt Frick doch bereits im Jahr 1980 fest, „*dass die Mehrzahl der in Liechtenstein eingetragenen Aktiengesellschaften von der Ausgabe von Aktientitel [recte: Aktientiteln] abieht [...]*.“¹²², auch wenn die Ausgabe von Wertpapieren bzw von Aktientiteln im Besonderen, wie in diesem Kapitel bereits dargetan, den dispositiven Regelfall des PGR darstellt. Doch belegen auch andere Fundstellen die Vertrautheit der liechtensteinischen Rechtsordnung mit Wertrechten, so zum Beispiel Art 1a Abs 2 lit b BankV, welcher sich

¹¹⁹ Vgl die Sachüberschrift – „Vermögensrechte“ – von Art 304f PGR, welche auf Partizipationsscheine Bezugnimmt, die stimmrechtslose Aktien darstellen und in der konkreten Kodifizierungsform auf das schweizerische Recht zurückgehen – vgl *Binder/Vetter*, Der Partizipationsschein – eine Auslegeordnung in *Lorandi/Staehelin* (Hrsg), *Innovatives Recht*, FS für *Ivo Schwander*, S 275 (S 278 ff).

¹²⁰ LTP vom 26.10.2000, Abänderung des PGR (Nr 153/1988, Bericht der Kommission und abgeänderte Gesetzesvorlage vom 18. September 2000), 2. Lesung, S 1991 (insb *Wolff* und *Frommelt* zu Art 304f PGR).

¹²¹ BuA 2019/54, S 108.

¹²² *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 80 f.

hinsichtlich der Ausnahme vom Einlagenbegriff auf *Anleihensobligationen oder andere vereinheitlichte und massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen oder nicht verurkundeten Rechten mit gleicher Funktion* bezieht. Der Gesetzgeber geht sohin *expressis verbis* davon aus, dass verbrieft Rechte, mithin Wertpapiere, mit gleicher Funktion auch ohne Verurkundung, mithin als Wertrecht, ausgestellt werden können.¹²³

Zu beachten ist, dass ein gutgläubiger Forderungserwerb grundsätzlich – mit Ausnahme von einer Scheinzession¹²⁴, einer forderungsentkleideten Eigentümerhypothek oder bei Verbriefung in Wertpapieren (verbrieften Forderungen) – nicht möglich ist. Dies bedeutet, dass verbrieft Rechte, mithin Wertpapiere, anders als unverbrieft Rechte bzw entmaterialisierte Wertpapiere, mithin Wertrechte, gutgläubig erworben werden können. Da mit dem TVTG die sachenrechtlichen Bestimmungen sinngemäss zur Anwendung gelangen, wird ein Regime geschaffen, gemäss welchem auch der Erwerb von Wertrechten – mitunter in tokenisierter Form¹²⁵ – vom Gutglaubensschutz erfasst wird.

¹²³ Die genannte Gesetzesstelle verweist dabei aufgrund eines redaktionellen Versehens weiterhin auf das WPPG anstatt auf die Prospekt-VO 2017/1129 bzw das EWR-WPPDG; nota bene kommt es für die aufsichtsrechtliche Beurteilung als übertragbares Wertpapier und sohin als Finanzinstrument nicht auf die Eigenschaft einer physischen Urkunde an.

¹²⁴ § 916 Abs 2 ABGB.

¹²⁵ Durch die sinngemässe Anwendung der sachenrechtlichen Bestimmungen ist stets vorab zu prüfen, welche Rechte im Token repräsentiert werden. Konkret wird die Frage zu stellen sein, ob diese Wertrechte darstellen. Nicht alle Token müssen zwingend Wertrechte im Sinne des § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 darstellen; nur solche im Wertrechtebuch eingetragenen Wertrechte – nicht aber alle Forderungsrechte – werden durch das TVTG

56 Gerade in Zusammenhang mit Token, welche das Eigentumsrecht an bestimmten Fahrnissen repräsentieren ist zu beachten, dass diese mangels Verurkundung keine Wertpapiere nach Art 504 Abs 2 SR darstellen. Art 7 Abs 1 TVTG idF BuA 2019/93 (LGBI 2019.301) wurde dabei der Bestimmung des Art 504 Abs 1 SR sinngemäss nachgebildet und bewirkt die Verfügung eines Tokens auch die Verfügung über das durch den Token repräsentierte Recht. Art 7 Abs 2 TVTG idF BuA 2019/93 konstatiert, dass eine durch die Verfügung über den Token verpflichtete Person dafür Sorge zu tragen hat, dass die Verfügung über einen Token auch die Verfügung über das im Token repräsentierte Recht bewirkt und keine konkurrierende Verfügung über das repräsentierte Recht erfolgt; es soll sohin zu einem rechtlichen Gleichlauf zwischen Übertragung des Tokens und der Übertragung der im Token repräsentierten Rechte kommen.

57 Da die sachenrechtlichen Bestimmungen bei der Auslegung des TVTG jedoch funktional-adäquat zur Anwendung kommen, gelangt mangels expliziter anderslautender Regelung, welche Art 504 Abs 2 SR derogieren würde, diese Bestimmung auch bei der Verfügung über Token zur Anwendung. Dies bedeutet, dass ein gutgläubiger Empfänger einer Fahrnis dem gutgläubigen Empfänger eines Wertrechtes bzw „Warenrechtes“ – welches gemäss den Ausführungen im TVTG idF BuA 2019/54 im Sinne der funktional-adäquaten Anwendung der sachenrechtlichen Vorschriften grundsätzlich einem Wertpapier bzw Wertpapier gleichgestellt wird – vorgeht.¹²⁶ Dieser – auch von der Regierung als Gleichlauf bezeichnete – Vorgang in Art 7 Abs 2 TVTG idF BuA

gleichbehandelt wie Wertpapiere, weshalb auch die sachenrechtlichen Bestimmungen sinngemäss zur Anwendung gelangen.

¹²⁶ Vgl BuA 2019/54, S 204 f.

2019/93 bzw die daraus resultierenden Pflichten treffen nämlich ausschliesslich den aus der Verfügung über einen Token Verpflichteten, sagen jedoch nichts über den Gutgläubenserwerb der in einem Token repräsentierten Rechte an einer Sache durch einen Dritten aus; derjenige, der die Verfügungsberechtigung über einen Token mittels Rechtsgeschäft rechtswirksam erworben hat, nicht jedoch die im Token repräsentierten Rechte (bspw an einer Sache), wird schadenersatzrechtliche Ansprüche gegenüber den Verpflichteten wegen Nichterfüllung geltend machen oder vom Vertrag zurücktreten können.¹²⁷

Das Ergebnis scheint befriedigend, wurde doch das Regime der Wertrechte, welche in einem Token abgebildet werden, jenem von Wertpapieren nachgebildet und wird der sachenrechtliche Schutzschirm grundsätzlich auch auf diese in sinngemässer Anwendung erweitert. Prima vista scheint diese Regelung jedoch nur auf Wertrechte in Form von Token gemäss TVTG idF BuA 2019/93 zur Anwendung zu gelangen und würden klassisch buchmässig geführte Wertrechte ohne die technische Umsetzung in einem Token ungleich und sohin benachteiligend behandelt. Eine Klarstellung auf Gesetzesebene dahingehend, dass auch auf gewöhnliche Wertrechte – im Sinne von zivil- bzw gesellschaftsrechtlichen Wertrechten wie Forderungs-, Mitgliedschafts- oder Miteigentums- und Sachenrechten – die sachenrechtlichen Bestimmungen funktional-adäquat anzuwenden sind, ergibt sich aber aus § 81a 58

¹²⁷ Art 172 Abs 2 und Art 504 SR iVm § 920 ABGB; vgl auch § 367 iVm § 430 öABGB; zu beachten ist, dass gemäss Art 365 Abs 2 SR auch das Fahrnis- bzw Faustpfand gutgläubig erworben werden kann. So kann auch ein Pfandrecht am Token nach Art 6 Abs 1 lit b TVTG idF BuA 2019/54 gutgläubig erworben werden, selbst wenn ein Verpfänder nicht dazu befugt war über einen Token zu verfügen.

Abs 1 und 4 iVm 5 der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 unter Berücksichtigung der korrespondierenden Gesetzesmaterialien. Hier heisst es nämlich, dass Wertrechte mit *gleicher Funktion* wie Wertpapiere ausgegeben bzw bestehende Wertpapiere durch Wertrechte mit derselben Funktion ersetzt werden können, sofern dies im Einklang mit den Satzungsdokumenten und Ausgabekonditionen steht. Ausserdem können im Wertrechtebuch eingetragene Wertrechte gutgläubig erworben werden, was eine sinngemässe Anwendung des im TVTG geschaffenen Regimes auf Wertrechte für nicht in Token abgebildete Wertrechte nahelegt; die Abgrenzung von Wertrechten zu blossen Forderungen¹²⁸ erfolgt sohin durch das eigens eingeführte Wertrechtebuch, welches auch elektronisch und dezentral geführt werden kann und darüber hinaus auch mit anderen Verzeichnissen wie dem Aktienbuch oder Aktienregister in einem Verzeichnis vereint geführt werden kann. Die Übertragung von Wertrechten kann lediglich mittels Aktualisierung des Eintrages im Wertrechtebuch erfolgen.¹²⁹

- 59 Vor Inkrafttreten des TVTG war es sohin nur möglich einen gutgläubigen Erwerb an Wertpapieren, nicht jedoch auch an Wertrechten zu begründen. Aufgrund der Einführung des Abstraktionsprinzips für Verfügungen über Token¹³⁰ bleibt es jedoch dabei, dass selbst bei hinfälligem Verpflichtungsgeschäft das Verfügungsgeschäft wirksam

¹²⁸ Vgl zur Wertpapierklausel Kapitel I.3.

¹²⁹ § 81a Abs 1 und 4 iVm 5 der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54; BuA 2019/54, S 313 ff.

¹³⁰ BuA 2019/54, S 69.

bleibt und lediglich bereicherungsrechtlich abzuwickeln ist¹³¹ – wie dies auch bislang bei Forderungen gehandhabt wurde, da hier niemals

¹³¹ Vgl BuA 2019/54, S 191; das auf die Übertragungsordnung gemäss TVTG anwendbare Abstraktionsprinzip kann eine effektive Wirkung nur zeitigen wenn ein Token eine Sache im Sinne des Sachenrechtes, einer „res digitalis“, darstellt – was nicht anzunehmen ist (vgl Kapitel I.1) – bzw das sachenrechtliche Regime auch sinngemäss darauf Anwendung findet, wie dies im TVTG generell konstatiert wird. Diesfalls könnte nämlich bei einem Wurzelmangel vindiziert werden; aufgrund des Abstraktionsprinzips kommt es jedoch diesfalls lediglich zu einer bereicherungsrechtlichen Rückabwicklung (vgl Kapitel I.4). Dies scheint stringent, ist doch ein VT-System ebenso final wie ein Core-Banking System und sind hier wie dort Transaktionen mangels dinglichen Status bereicherungsrechtlich und nicht sachenrechtlich abzuwickeln, falls ein Mangel im Verpflichtungsgeschäft besteht bzw dieses nicht wirksam zustande gekommen ist. Nota bene scheinen hier im VnB der Regierung betreffend die Schaffung eines Gesetzes über auf vertrauenswürdigen Technologien (VT) beruhende Transaktionssysteme (Blockchain-Gesetz; VT-Gesetz; VTG) vom 28.08.2018, S 57 f, die bereicherungs- und sachenrechtlichen Ansprüche vermengt worden zu sein. Eine Kaufsache kann sachenrechtlich vindiziert werden, während der Kaufpreis stets nur kondiziert werden kann (vgl auch schuld- und sachenrechtliche Wirkung ex tunc vs schuldrechtliche Wirkung ex tunc und sachenrechtliche Wirkung ex nunc – vgl ferner die Richtigstellung in BuA 2019/54, S 197). Ein Auseinanderklaffen zwischen nomineller Rechtslage und der effektiven Umsetzung auf einem VT-System, wie dies im VnB zum VTG vom 28.08.2018, S 58, konstatiert wurde, scheint in der Ausführung zu kurz gegriffen, da dies nur der Fall ist, wenn ein Token auch den sachenrechtlichen Bestimmungen unterliegt. Das Kausalitätsprinzip sagt für sich genommen noch nichts darüber aus, ob eine Rückabwicklung bereicherungsrechtlich oder sachenrechtlich erfolgt, was mitunter auch grosser Kritikpunkt des Kausalitätsprinzips ist – vgl *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 359 und 369). Interessant scheint jedoch, dass auf die neu positivierten Wertrechte im PGR idF TVTG BuA 2019/93 das Kausalitätsprinzip Anwendung findet, während das Abstraktionsprinzip nur auf tokenisierte Wertrechte gemäss TVTG zur Anwendung gelangt. Vgl auch BuA

vindiziert werden kann. Da sich das Abstraktionsprinzip abseits des TVTG jedoch nicht auf die eigens eingeführten Wertrechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere im § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54 erstreckt, muss davon ausgegangen werden, dass auf diese weiterhin das Kausalitätsprinzip Anwendung findet und diese darüber hinaus unter den sachenrechtlichen Bestimmungen stehen sollen.¹³²

3.1 Übertragung von Wertrechten

- 60 Das PGR sieht keine ausdrückliche Regelung zur Übertragung von solchen buchmässig geführten Anteils- bzw Wertrechten oder sonstigen Mitgliedschafts- bzw Forderungsrechten vor, welche nicht in einem Wertpapier verbrieft wurden. Nur die bereits genannte allgemeine Vorschrift des Art 149 Abs 3 PGR sieht vor, dass die Übertragung einer Mitgliedschaft sowie die Bestellung eines beschränkt dinglichen Rechtes an einer solchen Mitgliedschaft mittels schriftlichen Vertrages erfolgen kann, sofern keine Vorkaufsrechte oder eine Zustimmungspflicht der Organe oder Mitglieder besteht. Die Übertragung mittels schriftlichen Vertrages scheint dabei aber gerade in Zusammenschau mit der Blockchaintechnologie äusserst hinderlich und würde Vorteile derselben wieder zunichtemachen.

2019/54, S 69 – „Die Unveränderbarkeit von Übertragungen auf VT-Systemen legt es nahe, für Verfügungen über Token vom Abstraktionsprinzip auszugehen [...]“ – S 197 – „Die Regierung erachtet die Einführung des Abstraktionsprinzips für das TVTG insofern als gerechtfertigt [...]“ – S 203 – „Die funktional-adäquat anwendbare rei vindicatio wird dabei durch das Abstraktionsprinzip durchbrochen und ein Token kann selbst bei mangelhaftem Verpflichtungsgeschäft nicht mehr herausverlangt werden. Das Verfügungsgeschäft bleibt für sich genommen abstrakt und ohne causa bestehen. Eine Rückabwicklung kann lediglich bereicherungsrechtlich erfolgen.“

¹³² Vgl Kapitel I.3.5 und I.4.

Dabei darf jedoch Art 245 Abs 1 PGR nicht aus den Augen verloren werden, wonach die oben angeführten allgemeinen Vorschriften des PGR *leges generales* darstellen, welchen durch abweichende Vorschriften in den Titeln über Körperschaften, Anstalten und Stiftungen derogiert wird. Das Aktienrecht sieht genau eine solche spezifizierende Vorschrift in Art 322 Abs 2 PGR vor, welche als *lex specialis* zu sehen ist. Diese Bestimmung sieht vor, dass zwischen Zeichnung von Aktientiteln bzw Wertpapieren und bis zur Ausgabe einer solchen Urkunde die allgemeinen Bestimmungen des Obligationenrechts, sohin die schuldrechtlichen Vorschriften des ABGB, im Besonderen jene der Forderungsabtretung und der Übernahme einer Schuld, anwendbar sind.

61

Es sind sohin die zessionsrechtlichen Vorschriften der §§ 1392 ff ABGB für die Übertragung von Wertrechten einschlägig. Eine Zession ist dabei kein abstraktes Geschäft, sondern setzt als kausales Verfügungsgeschäft neben einem Abtretungsgeschäft ein gültiges Grundgeschäft (zB Forderungskauf) voraus. Es bedarf sohin dem Trennungsprinzip folgend zur Übertragung sowohl eines Titels, als auch eines Modus. Das Kausal- und das Verfügungsgeschäft fallen bei einer Zession für gewöhnlich zusammen, wobei das Abtretungsgeschäft regelmässig formfrei ist. In der Praxis ist es dabei „kaum vorstellbar“¹³³, dass die Formpflicht eines Grundgeschäftes auf den Abtretungsvertrag durchschlägt.¹³⁴ Demgemäss gestaltet es sich nach liechtensteinischem Recht, basierend auf der österreichischen Rezeptionsgrundlage, so, dass eine Zession im Regelfall keiner Schriftlichkeit bedarf – weder im

62

¹³³ Heidinger in Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.

¹³⁴ Heidinger in Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 und 12 f.

Verpflichtungs- noch im Verfügungsgeschäft.¹³⁵ Effektiv kommt es nach Art 326h PGR zu einer Zession durch Zeichen, gemäss welcher eine Übertragung von auf den Inhaber lautenden Aktien durch Eintragung eines neuen Inhabers im Aktienregister gemäss Art 326c PGR effektiviert wird.¹³⁶

- 63 Dabei kann eine derartige Übertragung mittels Urkunde belegt werden und hat ein Eigentümer einer auf den Inhaber lautenden Aktie das Recht einen solchen Hinterlegungsschein, welcher eine reine Beweisurkunde darstellt, vom Verwahrer zu verlangen.¹³⁷ Sohin ergibt sich, dass Rechte, die sich aus der Aktionärsstellung oder als Inhaber von Mitgliedschafts- und/oder Forderungsrechten ergeben (Wertrechte; Vermögensrechte), durch Zession übertragen werden können und die Übergabe einer physischen Urkunde nicht zwingend erforderlich ist. Für die Übertragung bzw auch die Geltendmachung von Rechten aus einer Aktionärsstellung kommt es – Inhaberaktien¹³⁸ betreffend – auf

¹³⁵ Dies ist selbst unter Berücksichtigung, dass das liechtensteinische ABGB aufgrund der Aufhebung der dortigen sachenrechtlichen Bestimmung keine Zession durch Zeichen gemäss § 427 öABGB kennt, so zu sehen. Das liechtensteinische Sachenrecht (SR), welches auf schweizerischer Grundlage basiert, kennt zwar nichts vergleichbares, jedoch kann hieraus nicht abgeleitet werden, dass die Abtretung einer Schriftlichkeit gemäss dem schweizerischen Art 165 OR bedarf, da hinsichtlich des Schuldrechts jedenfalls die österreichische (ABGB) und nicht die schweizerische (OR) Rechtsgrundlage rezipiert wurde und sohin heranzuziehen ist; vgl zum Übertragungsakt der Zession *Heidinger in Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 18.

¹³⁶ Vgl Art 326h Abs 1 und 3 iVm Art 326c Abs 2 PGR hinsichtlich Inhaberaktien.

¹³⁷ Art 326c Abs 6 PGR; BuA 69/2012, S 22.

¹³⁸ Reine Inhaberaktien kennt das PGR seit der Novelle LGBI 2013/067 nicht mehr, da selbst Inhaberaktien in der Folge einer ungenügenden MONEYVAL-Evaluation Liechtensteins registriert werden sollten, um Geldwäscherei oder Terrorismusfinanzierung zu verhindern; vgl BuA 2012/69, S 5 f.

die Eintragung im Aktienregisters, welches von einem Verwahrer geführt wird, an.¹³⁹ Selbst ein ausgestellter Hinterlegungsschein gemäss

¹³⁹ Es ist Aufgabe des Verwaltungsrates einen Verwahrer zu bestellen (BuA 69/2012, S 20). Als Verwahrer können Sorgfaltspflichtige bestellt werden, oder Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Liechtenstein, sofern diese zusätzlich über eine auf den Aktionär lautende Kontoverbindung im EWR verfügen. Ist für eine Gesellschaft ein gewerberechtl. Geschäftsführer oder ein spezialgesetzlich befähigter Geschäftsführer nach Art 180a Abs 3 PGR zu bestellen, ist lediglich eine Kontoverbindung des Aktionärs im EWR erforderlich (Art 326b Abs 2 und 3 PGR). Während der Verwaltungsrat selbst für die Führung des Aktienbuches für Namenaktien verantwortlich ist, wird der Verwahrer und Führer des Aktienregisters von Inhaberaktien gesetzlich ausdrücklich nicht als Organ behandelt (vgl die Diktion in §§ 66d Abs 1 und 66e Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR und ferner BuA 2012/150, S 8). Unter Berücksichtigung des Umstandes, dass aber auch der Verwahrer durch die Gesellschaft, vertreten durch den Verwaltungsrat (notwendige Zurechnungshandlung), bzw durch das Landgericht im Ausserstreitverfahren bestellt wird und der Verwahrer darüber hinaus im Handelsregister in dieser Funktion einzutragen ist (Art 326b Abs 4 PGR), stellt sich die Frage, ob auch ein Verwahrer nach Art 326a ff PGR Organstellung bekleidet und als Organ für die sorgsame Ausübung der Tätigkeit als Verwahrer verantwortlich wird. Es könnte eine Aufgabenübertragung auf den Verwahrer gemäss Art 348 PGR stattfinden. Eine Kompetenzübertragung gemäss Art 348 PGR zeichnet sich durch eine Trias an Sorgfaltspflichten aus, welche mit der Übertragung respektive Delegation einhergehen. Ein übertragendes Organ hat hiernach eine angemessene Sorgfalt in der Auswahl (*culpa in eligendo*), in der Anweisung bzw Instruktion (*culpa in instruendo*) und in der Überwachung (*culpa in custodiendo*) zu üben. Die Personenauswahl und die Instruktion zur Ausübung der Tätigkeit als Verwahrer bereiten wenige Probleme. Allerdings regelt Art 326i Abs 1 PGR die Aufsicht über den Verwahrer gesondert und führt diese Aufgabe der Revisionsstelle zu. Diese Aufgabenteilung könnte gegen das Vorliegen einer Übertragung und folglich gegen eine Eigenschaft des Verwahrers als Organ sprechen. Letztlich sind aber alle Kriterien einer Übertragung bzw Delegation nach Art 348 PGR erfüllt und schliesst auch eine Kompetenzteilung bzw Kompetenzzuweisung an die Revisionsstelle

Art 326c Abs 6 PGR stellt lediglich eine Beweisurkunde dar und bildet kein eigenes Wertpapier oder Wertrecht.¹⁴⁰ Unabhängig hiervon gilt es zu beachten, dass der Übertragung von Wertrechten, wie auch der Übertragung von Wertpapieren diverse Einschränkungen, wie etwa eine Vinkulierung der Aktien, entgegenstehen können. Ferner zu beachten ist, dass auf Wertrechte die sachenrechtlichen Bestimmungen

das Vorliegen einer Übertragung nach Art 348 PGR nicht aus. Gerade bei Bestellung von fakultativen Aufsichtsorganen nach Art 199 PGR ist eine Aufteilung der Kompetenzen bei Delegation sogar üblich (hinsichtlich der Überwachung). Dem gesetzgeberischen Vorhaben ist dies jedoch nicht zu entnehmen, auch wenn der Hintergrund einer solchen Privilegierung eines Verwahrers gegenüber einem Führer eines Aktienbuches fragwürdig und die unterschiedliche Behandlung im Ergebnis unnachvollziehbar bleibt. Die Bestellung eines Verwahrers selbst mag zwar Aufgabe des Verwaltungsrates sein (und folglich auch übertragbar sein), nicht jedoch die Tätigkeit des Verwahrers selbst. Der Verwaltungsrat ist das geschäftsführende Organ einer Aktiengesellschaft und besteht zu seinen Gunsten eine Kompetenzvermutung. Dabei kann der Verwaltungsrat in allen Angelegenheiten Beschluss fassen, die nicht per Gesetz oder Statuten einem anderen Organ, insbesondere der Generalversammlung, zuteil werden (vgl Art 716 OR und *Vogt*, http://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html). „Die Geschäftsführung umschreibt dabei jene Willensbildung, Willensbetätigung und Willensverwirklichung, welche der Umsetzung des Gesellschaftszweckes dient.“ – *Bergt*, Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Verweis auf *Seeger*, Die Verantwortlichkeit gemäss Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechtes, S 86; es wird sohin auf unternehmerische Entscheidungen abgestellt. Vor diesem Hintergrund kann die Verwahrungstätigkeit auch als rein administrative Handlung und nicht als Geschäftsführung gesehen werden und ist der Verwahrer nach Art 326b PGR sohin anders als der Führer des Aktienbuches nach Art 328 PGR kein Organ der Gesellschaft. Dies konterkariert den vermeintlichen Gleichlauf der Aktienverzeichnisse gemäss BuA 2012/69, S 30 aE.

¹⁴⁰ BuA 69/2012, S 22.

nicht zur Anwendung gelangen. Anders verhält sich dies bei Wertrechten nach § 81a der Schlussabteilung zum PGR, welche im Zuge des TVTG mit 01.01.2020 eingeführt werden und in einem Wertrechtbuch einzutragen sind und folglich mit gleicher Funktion wie Wertpapiere einhergehen.

3.2 Führung des Aktienbuches bzw -registers auf einer Blockchain

Wie im vorhergehenden Kapitel bereits behandelt wurde, ist betreffend 64 Inhaberaktien ein Register über die Inhaber der Aktien einer Gesellschaft durch einen Verwahrer zu führen. Bei Namensaktien hat die Gesellschaft hingegen ein Aktienbuch zu führen. Dies deshalb, da eine Aktiengesellschaft ihre Mitglieder ex lege kennen muss.¹⁴¹ Der Verwahrer bzw – sofern keine physischen Inhaberpapiere ausgestellt wurden

¹⁴¹ Dies ist insbesondere bei der Übertragung von tokenisierten Eigenkapitalinstrumenten zu beachten. Aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Vorschriften kann eine Übertragung von Mitgliedschaftsrechten nur an Personen erfolgen, welche der Gesellschaft bekannt, ergo identifiziert, sind. Umgemünzt auf tokenisierte Mitgliedschaftsrechte einer Gesellschaft hat dies zur Folge, dass eine Übertragung von solchen Token lediglich an identifizierte Wallets bzw Adressen erfolgen kann (sogenannte Whitelisting-Lösung); es muss technisch sichergestellt werden, dass ein gesellschaftsrechtliches Mitgliedschaftsrecht in Form eines Token nur an Wallet-Adressen übermittelt werden kann, deren Verfügungsberechtigte identifiziert wurden. Bei Fremdkapitalinstrumenten verhält es sich anders, da es zivilrechtlich nicht vorgesehen ist, dass einem Schuldner sein aktueller Gläubiger stets bekannt sein muss. Wird der Schuldner über die Zession der Forderung gegenüber ihm nicht in Kenntnis gesetzt, kann er weiterhin mit schuldbefreiender Wirkung an den Altgläubiger leisten (§ 1395 ABGB). Da die Geltendmachung der Rechte eines Fremdkapitalinstrumentes jedoch direkt über den Token erfolgt, wird in der Praxis eine Inkennntnissetzung

und sohin auch nicht gemäss Art 326a PGR hinterlegt werden können – Registerführer von Inhaberaktien ist trotz inkonsistenter Gesetzeterminologie nicht als ein eigenes Organ einer Aktiengesellschaft zu sehen.¹⁴² Bezüglich der Führung vom Aktienbuch für Namenaktien ergibt sich die Organstellung hingegen eindeutiger als beim Aktienregister für Inhaberaktien.¹⁴³

- 65 Gesellschaftsrechtlich ist es sohin zwingend, dass eine Gesellschaft bei Ausgabe von Eigenkapitalinstrumenten ihre Anteilseigner identifiziert.¹⁴⁴ Von der Verwahrungspflicht für Inhaberaktien bei einem Verwahrer sind Art 326a Abs 2 PGR folgend Inhaberaktien von börsennotierten Unternehmen und Fonds ausgenommen.¹⁴⁵ Diese sind lediglich im Register gemäss Art 326c PGR zu führen; selbiges muss für Wertrechte (*de lege lata*) gelten, welche nicht hinterlegt, sondern lediglich

über die Rechteabtretung wenige Probleme bereiten (Parallele zur Legitimations- und Liberationswirkung). Zu beachten sind etwaige Zessionsverbote; Liechtenstein hat die österreichische Vorschrift über die Verbindlichkeit von Zessionsverboten in § 1396a öABGB nicht übernommen.

¹⁴² Art 326b Abs 1 und 4 PGR. Eine Vermutung gegen die Organstellung ergibt sich bereits aus den §§ 66d Abs 1 und 66e Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR zu. Vgl hierzu ausführlich FN 139.

¹⁴³ Vgl Art 328 Abs 1 PGR iVm § 66e Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR (arg „*als verantwortliches Organ der Gesellschaft*“).

¹⁴⁴ Im Verhältnis zu der Gesellschaft wird als Aktionär betrachtet, wer nach Art 326c Abs 2 PGR in das Register oder nach Art 328 Abs 2 PGR in das Aktienbuch eingetragen ist.

¹⁴⁵ Auch dies spricht gegen die Organstellung des Verwahrers von Inhaberaktien, da ansonsten der Verwahrer bzw Registerführer einer Aktiengesellschaft ein Organ wäre, während bei einem Fonds kein solcher Verwahrer erforderlich wäre und folglich kein Organ hierfür zuständig wäre. Die Verwahrung hat bei Fonds durch eine eigene und von der Verwaltungsgesellschaft separierte Verwahrstelle zu erfolgen (Art 57 ff AIFMG; Art 32 ff UCITSG).

im Register geführt werden können. Im vom Verwahrer geführten Register ist für jede auf Inhaber lautende Aktie der vollständige Name, das Geburtsdatum, die Staatsbürgerschaft und der Wohnsitz oder die Firma und der Sitz des Aktionärs, der Zeitpunkt der Hinterlegung, sowie – sofern der Verwahrer kein Sorgfaltspflichtiger gemäss SPG ist – eine auf den Aktionär lautende Kontoverbindung im EWR einzutragen.¹⁴⁶

Über auf Namen lautende Aktionäre hat eine Aktiengesellschaft ebenso ein Verzeichnis (Aktienbuch) zu führen, in welches die Aktionäre mit Namen, Vornamen, Geburtsdatum, Staatsbürgerschaft und Wohnsitz oder Firma und Sitz einzutragen sind. Die Eintragung hat konstitutive Wirkung zur Begründung von Mitgliedschaftsrechten an einer Gesellschaft und wird gegenüber der Gesellschaft nur derjenige Aktionär, der in das Aktienbuch eingetragen ist – sobald dieses angelegt wurde (dies gilt zumindest betreffend Wertrechte, nicht hingegen bei physisch ausgestellten Urkunden, bei welchen das Recht aus der Urkunde dem Recht an der Urkunde folgt und entsprechend mit Ausgabe derselben – und nicht erst mit Eintragung in einem Verzeichnis – entsteht). Eine Eintragung im Aktienregister kann mittels Nachweis über die Übertragung der Aktien bewirkt werden.¹⁴⁷ Das Aktienbuch ist nach Art 182 Abs 1 PGR durch den Verwaltungsrat zu führen; da es sich um ein internes Verzeichnis einer Gesellschaft handelt, kommt diesem auch kein öffentlicher Glaube zu, wobei trotz deklaratorischer Wirkung die widerlegbare Vermutung gilt, dass eine eingetragene Person Aktionär

¹⁴⁶ Art 326c Abs 1 PGR.

¹⁴⁷ Art 328 Abs 1 bis 3 PGR.

ist.¹⁴⁸ Auch hieraus ergibt sich, dass Mitgliedschaftsrechte und Forderungsrechte an einer Gesellschaft entmaterialisiert geführt und übertragen werden können, da es nicht auf das Wertpapier an sich ankommt, in welchem solche Rechte verbrieft wurden, sondern auf die Eintragung im Aktienregistern bzw Aktienbuch.

- 67 Gemäss schweizerischer Rechtslage wird die Ausgestaltungsform des Aktienbuches nicht rechtspositivistisch näher definiert. Für Publikumsaktiengesellschaften ist es dabei üblich, dass das Aktienbuch EDV-basiert geführt wird; auch für kleinere Aktiengesellschaften kann es aber elektronisch geführt werden.¹⁴⁹ Hingegen hält das liechtensteinische PGR explizit fest, dass sowohl das Aktienregister, als auch das Aktienbuch elektronisch geführt werden kann. Essentiell für eine elektronische Führung des Aktienbuches bzw Aktienregisters ist, dass diese jederzeit lesbar gemacht werden können und am Sitz der Gesellschaft geführt werden.¹⁵⁰ Dem folgend muss es möglich sein, das Aktienbuch

¹⁴⁸ *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f und S 183).

¹⁴⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, schweizerisches Aktienrecht, §43 N 79; vgl auch *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), welcher darauf aufmerksam macht, „dass das Aktienbuch als ‚Geschäftspapier‘ für eine Dauer von zehn Jahren ab Auflösung der AG“ gemäss Art 142 Abs 1 PGR aufbewahrt werden muss.

¹⁵⁰ Art 326c Abs 4 und 5 PGR iVm Art 1059 PGR; Art 329a Abs 1 und 2 PGR iVm 1059 PGR; vgl § 66e Abs 1 Z 2 und 3 der Schlussabteilung zum PGR, wobei auffällt, dass diese Bestimmungen wiederum nicht aufeinander abgestimmt sind. So würde man annehmen, dass den Verwahrer des Aktienregisters betreffend Inhaberaktien doch dieselben Pflichten zur Registerführung wie den Verwaltungsrat betreffend die Führung des Aktienbuches treffen. Doch werden unterschiedliche Fehlverhalten im Zusammenhang mit der Registerführung

oder auch das Aktienregister auf einem dezentralen Register, bspw einer Blockchain, zu führen. Dabei ist zu beachten, dass aufgrund des Verweises auf Art 1059 PGR diejenigen Dokumente, welche für die Eintragung bzw Registrierung erforderlich sind, zehn Jahre aufzubewahren sind.¹⁵¹ Dabei beginnt die Aufbewahrungsfrist mit dem Ablauf des Geschäftsjahres, in welchem die Eintragungen bzw Registrierungen vorgenommen wurden.¹⁵²

Die Vorschriften über die (elektronische) Registerführung in den Art 326c Abs 4 und Abs 5 PGR orientieren sich dabei an Art 28 SPV (Erstellung, Aufbewahrung und Zugang zu Sorgfaltspflichtakten), um eine etwaige doppelte Erfassung derselben Datensätze zu verhindern. Festzuhalten gilt es, dass die elektronische Führung von Verzeichnissen über das Aktionariat möglich ist, sofern die Übereinstimmung mit den zugrunde liegenden Unterlagen gewährleistet wird, die Verzeichnisse jederzeit verfügbar sind und lesbar gemacht werden können.¹⁵³ Rechtlich ist es dabei unerheblich, ob die elektronische Führung in einer zentralen oder dezentralen Datenbank erfolgt und ist die Führung von Verzeichnisses des Aktionariats auf der Blockchain und vergleichbaren

gemäss § 66d der Schlussabteilung zum PGR bzw bei der Führung des Aktienbuches mit Ordnungsbusse geahndet. Diese Ungleichbehandlung ist nicht sachlich gerechtfertigt und widerspricht auch dem in BuA 2012/69, S 30 f angedachten Gleichlauf. BuA 2013/33, S 5 stellt klar, dass die elektronische Führung des Aktienbuches bzw Aktienregisters der geforderten Aufbewahrung am Gesellschaftssitz nicht entgegensteht; wird das Aktienbuch elektronisch geführt, wird es neben dem Sitz der Gesellschaft zusätzlich an weiteren Orten aufbewahrt, was aber unschädlich ist.

¹⁵¹ Vgl BuA 2012/69, S 23.

¹⁵² Art 1059 Abs 1 und 4 PGR.

¹⁵³ Vgl BuA 2012/69, S 31 iVm S 21 ff (insb S 23) iZm Art 28 Abs 2 SPV.

Technologien möglich. Anzumerken ist, dass die Führung von solchen Verzeichnissen nur für Mitgliedschaftsrechte, nicht aber für Forderungsrechte bzw Nichteigenkapitalinstrumente oder Nichtdividendenwerte erforderlich ist.

3.3 Fazit Aktienbuch auf der Blockchain

- 69 Das PGR ist mit der Ausgabe von entmaterialisierten Wertpapieren, sogenannten Wertrechten, seit dessen Inkrafttreten vertraut. Eine Pflicht zur Ausstellung von Wertpapieren kann nicht abgeleitet werden und können Mitgliedschafts- oder Forderungsrechte sohin auch ohne physische Urkunde ausgestellt werden. Dies ist jedoch in den Statuten festzuhalten, da im dispositiven Standardfall, zumindest bei der Aktiengesellschaft nach Art 267 Abs 1 PGR, Aktienurkunden auszustellen sind, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen.
- 70 Das PGR sieht dabei zwingend vor, dass eine Gesellschaft ihre Gesellschafter kennen muss. Bei der Aktiengesellschaft ist ein Aktienbuch über die Aktionäre lautend auf Name zu führen und sind die Inhaberaktien bei einem Verwahrer zu hinterlegen bzw bei Ausgabe in Form von Wertrechten durch den Verwahrer als Registerführer anzuführen.
- 71 Die Aktienverzeichnisse – das Aktienbuch, als auch das Aktienregister – können gemäss Art 326c Abs 4 PGR bzw Art 329a Abs 1 PGR auch elektronisch geführt werden, sofern es jederzeit lesbar gemacht werden kann. Vor diesem Hintergrund können die Aktienverzeichnisse auch auf der Blockchain geführt werden, da es gesellschaftsrechtlich keinen Unterschied macht, ob die elektronische Führung des Verzeichnisses in einer zentralen oder dezentralen Datenbank erfolgt.

3.4 Wertpapiere vs übertragbare Wertpapiere gem MiFID-Kanon

Werden zivilrechtliche Wertpapiere in Token abgebildet – sohin buchmässig als Wertrechte geführt – und sind die repräsentierten Rechte nicht individuell ausbedungen worden, mithin standardisiert ausgestaltet und unterliegen sie keinen Beschränkungen in der Übertragbarkeit, weshalb auch eine Handelbarkeit am Kapitalmarkt angenommen werden kann, ist davon auszugehen, dass diese (entmaterialisierten) Wertpapiere übertragbare Wertpapiere im aufsichtsrechtlichen Sinn, sohin Finanzinstrumente, darstellen.¹⁵⁴ Wesentlich ist dabei, dass es für die aufsichtsrechtliche Einstufung als Finanzinstrument von keiner Bedeutung ist, ob tatsächlich ein (Wert)Papier ausgegeben wird oder ein Wertrecht, auch wenn die MiFID II von übertragbaren Wertpapieren spricht, sind hiervon auch übertragbare Wertrechte erfasst¹⁵⁵; wertpapierzivilrechtlich hat dies hinsichtlich der sachenrechtlichen Übertragungsordnung hingegen, anders als im Wertpapieraufsichtsrecht, bedeutsame Folgen.

Es ist sohin nicht nur möglich, zivilrechtliche Wertrechte in Token abzubilden, sondern können diese in der Folge auch aufsichtsrechtlich als Finanzinstrumente qualifiziert werden; sohin können Token auch Finanzinstrumente repräsentieren. Finanzinstrumente, welche in Form von Token ausgegeben werden, werden klassisch buchmässig geführt und können dieselben Rechte wie herkömmliche Finanzinstrumente

¹⁵⁴ Vgl zur Definition von Finanzinstrumenten im Detail Titel II. Kapitel II.2.3.

¹⁵⁵ Vgl hinsichtlich der Führung von Wertpapieren im Effekten giro bspw auch Art 3 der CSDR.

abbilden. Es gilt dabei der Grundsatz *“Substance over Form“* und ermöglicht die Tokenisierung lediglich eine eigene Form der (technischen) Übertragbarkeit.¹⁵⁶

- 74 Die rein technische Repräsentation im Token beeinflusst dabei nicht die rechtliche Eigenschaft als zivilrechtliches Wertrecht (Wertpapier) oder aufsichtsrechtliches Finanzinstrument (übertragbares Wertpapier respektive Wertrecht). Auch eine beschränkte Übertragbarkeit eines Wertrechtes, welche das Vorliegen eines Finanzinstrumentes ausschliesst, wird durch eine Tokenisierung nicht zu einer anderen aufsichtsrechtlichen Beurteilung führen, sofern die Beschränkung technisch korrekt umgesetzt wurde; es stellt sich allenfalls die Frage der wirtschaftlichen Sinnhaftigkeit der Abbildung solcher Rechte in Token. Auch bezüglich der Standardisierung ist für die aufsichtsrechtliche Beurteilung auf die zivilrechtliche Rechtsgestaltung abzustellen und wird durch die technische Abbildung in Token nicht automatisch eine Standardisierung erreicht, da weiterhin individualisierte Rechte (bspw das Eigentumsrecht an einer spezifischen Sache und sohin eine Stückschuld) anstatt fungib-

¹⁵⁶ Vgl BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 unter Verweis auf die ESMA, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html, auch wenn der Artikel den angeführten Grundsatz scheinbar selbst verkennt und Token als Wertpapiere (recte Wertrechte) sui generis einstuft, obwohl der Token als technischer Layer oder Container rein rechtlich gesehen zu dem repräsentierten Recht nichts hinzufügt. Gänzlich verfehlt wäre darüber hinaus auch der Ansatz, wonach das in einem Token repräsentierte Recht – unjuristisch gesprochen das „Underlying“ – dem Recht am Token folgt (NB: Dies nimmt die BaFin nicht an).

ler und sohin nach Art, Umfang und Güte (Gattungsmerkmale; vertretbare Sachen) definierte Rechte (über eine Sache) im Token abgebildet werden können.¹⁵⁷

Hinsichtlich des für Finanzinstrumente nach Anhang I Abschnitt C zur MiFID II geforderten Kriteriums der Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt wird regelmässig davon auszugehen sein, dass dieses bei tokenisierten Finanzinstrumenten gegeben ist – sofern nicht technisch ausgeschlossen. Aktuell besteht lediglich die rein faktische Hürde, dass in Liechtenstein noch keine und im EU-Raum bzw EWR noch kaum organisierte Handelsplätze für tokenisierte Finanzinstrumente existieren.¹⁵⁸ Die mangelnde Existenz organisierter Kapitalmärkte¹⁵⁹ für tokenisierte Finanzinstrumente vermag jedoch nicht die für Finanzinstrumente erforderliche Handelbarkeit auszuschliessen, da eine solche abseits organisierter Kapitalmärkte (geregelter Markt, MTF, OTF) auch durch ausserbörslichen Handel (bspw OTC-Trades an einer DEX) begründet

¹⁵⁷ Vgl hinsichtlich der Repräsentation einer Stück- oder Gattungsschuld im Token und sohin bzgl Individualisierung bzw Standardisierung Kapitel I.1.1.

¹⁵⁸ Gemäss Website und Register der liechtensteinischen FMA gibt es per 17.08.2019 keinen geregelten Markt, MTF oder OTF in Liechtenstein, <https://www.fma.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:36; die im UK ansässige LDX (London Derivatives Exchange) hat eine Bewilligung der Financial Conduct Authority zur Erbringung bestimmter Wertpapierdienstleistungen in Bezug auf Finanzinstrumente, https://register.fca.org.uk/ShPo_Firm_DetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, aufgerufen am 15.09.2019, 16:36, wobei sich das Geschäftsmodell gemäss Angaben der Firma auf tokenisierte Finanzprodukte bezieht, <https://londondx.com/about/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:36.

¹⁵⁹ Zur Definition von (organisierten) Kapitalmärkten siehe Titel II. Kapitel II.2.3.1b.

werden kann. Vorausgesetzt, dass eine Handelbarkeit nicht technologisch ausgeschlossen wird, ist eine Handelbarkeit bereits mit primordialer Ausgabe tokenisierter Finanzinstrumente anzunehmen; andernfalls wäre mitunter eine aufsichtsrechtliche Bewilligung ab einem unbestimmbaren Zeitpunkt erforderlich und könnte die FMA bzw nationale Aufsichtsbehörde ihre Aufsichtstätigkeit nicht bestimmungsgemäss wahrnehmen.¹⁶⁰ Wie in Kapitel 3.2 ausgeführt, gilt es zu beachten, dass in der technischen Implementierung der Übertragbarkeit von tokenisierten Mitgliedschaftsrechten ein sogenannter Whitelisting-Mechanismus berücksichtigt wird, durch welchen tokenisierte Anteilsrechte nur an Adressen übertragen werden können, deren Verfügungsberechtigte identifiziert sind, da gesellschaftsrechtlich vorgeschrieben ist, dass eine Gesellschaft ihre Mitglieder kennt.

3.5 Indossament und reine Namenpapiere in Form von Token

- 76 Die Übertragung eines Wertpapiers zu Eigentum erfolgt grundsätzlich durch schriftlichen Vertrag und Übergabe des Wertpapiers.¹⁶¹ Diese Bestimmung gilt für Namenpapiere¹⁶², Orderpapiere¹⁶³ und Inhaberpapiere.¹⁶⁴ Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass sich der dingliche Rechts herrschaftsanspruch auf das physische Papier, die Wertpapierurkunde,

¹⁶⁰ Vgl zu Token als Finanzinstrumente im Detail Titel II. Kapitel II.2.3II.2.3.5 und hinsichtlich spezifischer Fragestellungen auch II.2.2.2; vgl zu dezentralen Handelsplätzen (DEX) Titel II. Kapitel II.2.5 iVm Kapitel II.2.4.

¹⁶¹ § 75 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR.

¹⁶² §§ 82 ff der Schlussabteilung zum PGR.

¹⁶³ §§ 87 ff der Schlussabteilung zum PGR.

¹⁶⁴ §§ 95 ff der Schlussabteilung zum PGR.

bezieht.¹⁶⁵ Diese Bestimmungen¹⁶⁶ gelten sohin lediglich für verbrieft Mitgliedschafts- und Forderungsrechte. Doch in den allgemeinen Vorschriften des PGR findet sich auch ein Schriftlichkeitserfordernis für die Übertragung von Mitgliedschafts- und Forderungsrechten, sofern darüber keine Wertpapiere ausgegeben wurden.¹⁶⁷ Das Aktienrecht sieht jedoch eine Sonderbestimmung vor, wonach bis zur Ausgabe von Wertpapieren das Rechtsverhältnis zwischen Zeichner und Gesellschaft unter jenen des Schuldrechtes steht. Solche Wertrechte können sohin ohne Schriftlichkeitserfordernis im Verpflichtungs- oder Verfügungsgeschäft abgetreten werden – mittels Zession durch Zeichen.¹⁶⁸ Mangels dinglichen Anknüpfungspunkt können aber auch keine sachenrechtlichen Ansprüche an solchen Wertrechten begründet werden. Mit der sogenannten funktional-adäquaten Anwendbarkeit der sachenrechtlichen Bestimmungen auf Token wird diesem Umstand im

¹⁶⁵ Vgl Kapitel I.3.1.

¹⁶⁶ § 75 Abs 1 und § 82 der Schlussabteilung zum PGR. iVm Art 322 Abs 2 PGR.

¹⁶⁷ Art 149 Abs 3 PGR.

¹⁶⁸ Art 322 Abs 2 PGR als *lex specialis* zu Art 149 Abs 3 PGR; Vgl Kapitel I.3.1; die Vorschriften über Wertpapiere in der Schlussabteilung des PGR gehen zwar den aktienrechtlichen Bestimmungen vor (vgl § 73 Abs 2 der Schlussabteilung zum PGR), jedoch sind diese wie ausgeführt nur auf Wertpapiere, nicht aber auf Wertrechte anwendbar. Die Einführung zu Bestimmungen über Wertrechte in § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54 durch das TVTG scheint dabei ein dogmatischer Bruch zu sein, werden doch erstmals Vermögensrechte unter den Bestimmungen über Wertpapiere geregelt. Doch immerhin ergibt sich auch aus dieser Bestimmung, dass kein schriftlicher Vertrag erforderlich ist um das Wertrecht in der Folge zu übertragen.

TVTG Rechnung getragen.¹⁶⁹ Wertrechte unterliegen sohin nicht den Vorschriften über Wertpapiere.

- 77 Wertpapiere, die auf Order lauten, sind dabei durch Indossament zu übertragen. Ein Indossament hat die Wirkung einer auf die Urkunde gesetzten Abtretungserklärung. Das Indossament ist sohin ein Übertragungs- bzw Begebungsvermerk.¹⁷⁰ Orderpapiere lauten auf Namen eines Berechtigten und zusätzlich an Order, weshalb ein Schuldner mit schuldbefreiender Wirkung an die auf Order lautende oder im Indossament angeführte Person leisten kann. Den Unterschied zwischen Order- und echten Namenpapieren verkennend, führen *Layr/Marxer*¹⁷¹ aus, dass es zur Übertragung von Namenaktien eines Indossamentes bedarf. Dabei wurde offenbar übersehen, dass Namenpapiere lediglich im Zweifel – sohin zwar im dispositiven Regelfall, nicht aber zwingend – Orderpapiere darstellen, sofern die Statuten nichts anderes bestimmen. Werden statutarisch reine bzw echte Namenaktien emittiert, entfällt das Übertragungserfordernis eines Indossaments jedoch, welches lediglich für Orderpapiere vorgesehen ist.¹⁷²
- 78 Statuarisch ist es sohin möglich, Namenaktien als echte Namenaktien, sogenannte Rektaaktien bzw Rektapapiere auszugeben, welche – in

¹⁶⁹ Vgl bspw BuA 2019/54, S 126 oder § 81a Abs 4 der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54.

¹⁷⁰ § 75 Abs 2 iVm § 76 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR; vgl auch § 94 Abs 1 der Schlussabteilung zum PGR.

¹⁷¹ *Layr/Marxer*, Rechtsnatur und Übertragung von «Token» aus liechtensteinerischer Perspektive, LJZ 1/19, S 11 (16).

¹⁷² Art 327 Abs 1 PGR. Vgl auch Art 974 OR zur Abgrenzung eines Namen- von einem Orderpapier gemäss schweizerischer Rechtsordnung.

entmaterialisierter Form – zediert werden können.¹⁷³ Wie bereits ausgeführt sind Wertpapiere dabei anders als Wertrechte nur mittels schriftlichem Vertrag und eigentlicher Übergabe übertragbar; Wertrechte können hingegen ohne Schriftlichkeitserfordernis abgetreten werden.¹⁷⁴ In der Folge stellt sich auch nicht die Frage, ob Token Orderpapiere darstellen können und wie hier ein Indossament erfolgen soll; vielmehr sind solche Wertrechte mangels Verbriefung in einer Urkunde gerade keine Wertpapiere und folgen demgemäss auch nicht den Vorschriften über Formerfordernisse, wie eines schriftlichen Vertrages oder der Indossierung.

Die Aussage im Bericht und Antrag zum TVTG¹⁷⁵, wonach auch Namenaktien in Zukunft in Form von Wertrechten ausgegeben werden können, entbehrt sohin wesentlicher neuer Erkenntnisse, da dies auch bislang im liechtensteinischen Recht möglich war. Wesentlich ist jedoch, dass Namenpapiere, wie auch andere Mitgliedschafts- oder Forderungsrechte, zukünftig als Wertrechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere ausgegeben werden können. Folglich ergibt die Regelung dieser Wertrechte gemäss § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 unter dem Abschnitt über Wertpapiere dogmatisch Sinn und

¹⁷³ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, schweizerisches Aktienrecht, §43 N 34 ff; vgl auch BuA 2019/54, S 119, zu den echten Namenpapieren.

¹⁷⁴ Vgl zur Möglichkeit der Zession von buchmässig geführten Mitgliedschafts- oder Forderungsrechten (in Form von Token) *Layr/Marxer*, Rechtsnatur und Übertragung von «Token» aus liechtensteinischer Perspektive, LJZ 1/19, S 11 (16). Bei technischer Abbildung eines buchmässig geführten Mitgliedschafts- oder Forderungsrechtes (Wertrecht bzw Vermögensrecht) in einem Token kann die rechtswirksame Übertragung durch Transferierung des Tokens erfolgen.

¹⁷⁵ BuA 2019/54, S 119.

ist begrüssenswert. Entsprechend stellen die Gesetzesmaterialien auch klar, dass *„bei einer Übertragung eines Wertrechts, das als Orderpapier gilt, der Eintragung im Wertrechtregister alle Wirkungen eines Indossaments zukommen.“*¹⁷⁶ Begrüssenswert ist weiters die Gleichstellung von Wertpapieren und Rechten mit gleicher Funktion wie Wertpapieren (Wertrechten, welche Forderungs-, Mitgliedschafts-, oder Sachenrechte repräsentieren), da hierdurch die sachenrechtlichen Bestimmungen unter Verweis auf die Gesetzesmaterialien zum TVTG bzw PGR idF BuA 2019/54 grundsätzlich funktional-adäquat auf Wertrechte Anwendung finden. Gleichzeitig ist das Ergebnis für Wertrechte nach TVTG durch das Abgehen vom Kausalitätsprinzip hin zum Abstaktionsprinzip stringent, da bei mangelhaftem Verpflichtungsgeschäft der Token nicht vindiziert werden kann – es kommt lediglich zur konditionenrechtlichen Rückabwicklung, wie dies ansonsten auch bei Forderungen der Fall wäre.¹⁷⁷ Der gutgläubige Empfänger einer Ware geht jedoch ohnehin stets dem gutgläubigen Empfänger eines Warenpapiers bzw – rechts vor.¹⁷⁸ Zudem besteht die Wahlmöglichkeit Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 mit gleicher Funktion wie Wertpapiere auszugeben, welche weiterhin der zivilrechtlichen Ordnung des Kausalprinzips unterliegen.¹⁷⁹

¹⁷⁶ BuA 2019/54, S 119.

¹⁷⁷ BuA 2019/54, S 203; vgl auch Kapitel I.3 und I.4.

¹⁷⁸ Art 504 Abs 2 SR.

¹⁷⁹ Vgl tiefergreifend das folgende Kapitel I.4.

4. Zivilrechtliche Einordnung von Token unter dem liechtensteinischen "Blockchain-Gesetz" (TVTG)

Wie eingangs unter Kapitel 1 bereits kursorisch festgehalten wurde, stellen Token nach liechtensteinischem Verständnis keine Sachen gemäss dem Sachenrecht dar; es gibt nach diesem Verständnis keine „res digitalis“.¹⁸⁰ 80

Das TVTG idF BuA 2019/54 konstatiert, dass auf die zivilrechtliche Übertragungsordnung gemäss diesem Gesetz die sachenrechtlichen Bestimmungen funktional-adäquat, sohin sinngemäss, nicht jedoch äquivalent, zur Anwendung gelangen sollen.¹⁸¹ Eine Sache mag zwar nicht direkt im Token repräsentiert werden können, jedoch wird im TVTG normiert, dass der dingliche Anspruch an einer Sache abstrahiert bzw extrahiert und in einem Token repräsentiert werden kann – respektive das dingliche Herausgaberecht als Folge des Vollrechtes Eigentum kann im Token abgebildet werden.¹⁸² Dies hat zur Folge, dass Token auch gutgläubig erworben werden können.¹⁸³ Beim gutgläubigen Erwerb von einem Token, welcher ein Eigentumsrecht – bspw an einer Ware – abbildet, ist jedoch weiterhin Art 504 SR zu beachten, da ein solcher Token effektiv einem Warenpapier entspricht; demgemäss geht der gutgläubige Erwerber der Ware dem gutgläubigen Erwerber des Tokens vor.¹⁸⁴ 81

¹⁸⁰ Anm: Neulateinische Wortschöpfung für „digitale Sache“.

¹⁸¹ BuA 2019/54, S 126, 166, 184 bis 186, 197, 202, 203 und 210.

¹⁸² BuA 2019/54, S 184.

¹⁸³ Vgl BuA 2019/54, S 210.

¹⁸⁴ Vgl zudem zur Abgrenzung eines Warenpapiers von einem Finanzinstrument Kapitel I.1.2; nur mittels depositum regulare bzw Repräsentation des

Weiters hätte die funktional-adäquate Anwendung der sachenrechtlichen Bestimmungen auf die Übertragungsordnung von Token grundsätzlich zur Folge, dass ein Token der sachenrechtlichen Vindikation zugänglich gemacht würde, sofern das Verpflichtungsgeschäft aus welchem Grund auch immer mangelhaft wäre bzw wegfallen sollte. Der Anwendbarkeit der *Rei Vindicatio* auf Wertrechte in Form von Token nach TVTG wird jedoch dadurch ein Riegel vorgeschoben, dass vom – in Liechtenstein vorherrschenden – Kausalitätsprinzip bzw Kausalprinzip für die Übertragungsordnung von Token nach TVTG abgegangen wurde und auf diese zivilrechtliche Übertragungsordnung von Token nach TVTG forthin das Abstraktionsprinzip Anwendung findet.¹⁸⁵

Rechtes an einem spezifischen Stück einer Ware kann die aufsichtsrechtliche Standardisierung (einer Warenforderung; bei massenhafter Ausgabe solcher Token) hintangehalten und folglich die aufsichtsrechtliche Qualifikation als Finanzinstrument (bei zusätzlichem Vorliegen der Übertragbarkeit und Handelbarkeit) verhindert werden; vgl zu den Tatbestandsmerkmalen von übertragbaren Wertpapieren im Sinne von Finanzinstrumenten Titel II. Kapitel II.2.3; NB: von einer Emittentin ausgegebene (elektronische) Gutscheine zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen stellen regelmässig keine übertragbaren Wertpapiere dar, sofern diese als Zahlungsinstrumente behandelt werden, was das Vorliegen eines Finanzinstrumentes ausschliesst (vgl Art 3a Abs 1 Z 42 BankG bzw Art 4 Abs 1 Nr 44 MiFID II); gleichzeitig fallen derartige Gutscheine aber im Standardfall weitestgehend auch aus dem Anwendungsbereich der PSD II bzw des ZDG, da die Bereichsausnahme der begrenzten Netze greift (Erwägungsgrund 14 der PSD II; die Ausnahme ist seit Inkrafttreten der PSD jedoch der nationalen Aufsichtsbehörde anzuzeigen und zu begründen – Art 37 PSD II).

¹⁸⁵ BuA 2019/54, S 197 und 203

Hierzu kann den Gesetzesmaterialien zum TVTG wie folgt entnommen werden: *„Die Regierung erwägt, dass es richtig ist, dass das liechtensteinerische Sachenrecht das Abstraktionsprinzip nicht kennt, sondern auf dem Kausalitätsprinzip basierend sowohl Verpflichtungs- als auch Verfügungsgeschäft rechtswirksam für eine Verfügung zustandekommen müssen. Wenn jedoch dem Kausalitätsprinzip gefolgt wird, müsste das Geschäft sachenrechtlich (ex tunc) rückabgewickelt werden und der Token, welcher einer Ordnung unterworfen wird, auf die das Sachenrecht funktional-adäquat zur Anwendung gelangt, könnte vindiziert werden, was VT-Systemen und insbesondere ihrer Finalität widersprechen würde. Mittels Abstraktionsprinzip kann hingegen nur ein bereicherungsrechtlicher Anspruch ex nunc geltend gemacht werden und ist man dem allgemeinen Konkursrisiko ausgesetzt. Dies wäre aber auch vergleichbar mit einer Überweisung eines Geldbetrages über eine Bank. Mangels sachenrechtlichen Status von Geld kann dies nicht sachenrechtlich rückabgewickelt werden, sondern erfolgt eine bereicherungsrechtliche Rückabwicklung; die Transaktionen werden auch nicht aus dem Core-Banking-System gelöscht bzw. rückgängig gemacht.“*¹⁸⁶

83

Dem ist im Wesentlichen beizupflichten. Im Vernehmlassungsbericht zum VTG wurde dieses Unterscheidungsmerkmal noch nicht derart klar abgegrenzt und sind hierbei noch dogmatische Unschärfen anzutreffen.¹⁸⁷ Sofern die Ansicht vertreten werden sollte, dass durch die

84

¹⁸⁶ BuA 2019/54, S 197.

¹⁸⁷ Vgl die Ausführungen im VnB der Regierung zum VTG vom 28.08.2018, S 57 f: *„Das Verhältnis zwischen Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft kann dabei entweder so geregelt sein, dass die Verfügung ohne wirksames Grundgeschäft keine Wirkungen entfaltet (Kausalitätsprinzip, gilt z.B. im schweizerischen Mobiliar- und Immobiliarsachenrecht sowie im österreichischen Recht) oder dass die Verfügung auch*

Einführung des Abstraktionsprinzipes eine Schlechterstellung im Konkurs – bei Ungültigkeit des Verpflichtungsgeschäftes – erfolgt, da nur mehr bereicherungsrechtlich rückabgewickelt werden kann und ein Gläubiger sohin auf die konkursrechtliche Quote verwiesen wäre, wäre entgegenzuhalten, dass eine derartige Überlegung zu kurz greift, da das Kausalitätsprinzip eine Vindikation nur bei Sachen zulässt; Forderungen sind hingegen stets bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln.

ohne wirksames Grundgeschäft Wirkungen entfaltet (Abstraktionsprinzip, dem das deutsche BGB folgt). Die praktische Bedeutung der beiden Systeme darf nicht überschätzt werden. Ist das Grundgeschäft ungültig, können die Verfügungswirkungen in einen wie im anderen Fall nicht definitiv Bestand haben. Bei Geltung des Abstraktionsprinzips erfolgt der Ausgleich nach bereicherungsrechtlichen Grundsätzen, während beim Kausalitätsprinzip die Verfügung wie eine nicht erfolgte behandelt wird. Die Unterschiede zwischen Kausalitäts- und Abstraktionsprinzip werden weiter dadurch relativiert, dass Nichtigkeitsgründe sowohl das Verpflichtungs- als auch das Verfügungsgeschäft erfassen können (sog. Fehleridentität). Von Bedeutung ist der Unterschied vor allem beim Konkurs des Erwerbers, weil der grundlos Verfügende beim Abstraktionsprinzip nur noch eine bereicherungsrechtliche Forderung gegen die Konkursmasse hat und somit das Insolvenzrisiko des Erwerbers trägt. Die Unveränderbarkeit von Übertragungen auf VT-Systemen legt es nahe, für Verfügungen über Token vom Abstraktionsprinzip auszugehen, diese also auch dann als wirksam zu erachten, wenn ein wirksames Verpflichtungsgeschäft nicht zustande gekommen ist (z.B. wegen Widerrechtlichkeit) oder nachträglich weggefallen ist (z.B. wegen Anfechtung aufgrund eines Irrtums). Das Kausalitätsprinzip würde hier zu einem Auseinanderklaffen zwischen nomineller Rechtslage und faktischen, auf dem VT-System dokumentierten Verhältnissen führen. Das heisst nicht, dass die Verfügung endgültig ist, sondern nur, dass sie nach bereicherungsrechtlichen Regeln rückabzuwickeln ist, indem der rechtsgrundlos bereicherte Erwerber die Token mittels eines neuen Übertragungsvorgangs an den grundlos Verfügenden zurücküberträgt (bzw. dazu gegebenenfalls durch richterliches Urteil gezwungen wird).“ Entgegen dieser im VnB zum VTG vertretenen und im BuA 2019/54 zum TVTG korrigierten Ansicht wäre auch nach dem Kausalitätsprinzip bei Wegfall des Titelgeschäftes bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln, sofern ein Token nicht sachenrechtlich behandelt wird, was der Rechtslage vor dem TVTG entsprochen hat.

Dies ist nicht nur in Zusammenhang mit Geldforderungen relevant, sondern ist zu beachten, dass auch Token, welche Wertrechte darstellen bzw Wertrechte generell (zumindest gemäss der Rechtslage vor Inkrafttreten des TVTG) lediglich Forderungen repräsentieren und insofern auch nur bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln wären, sollte es zu einem Mangel im Titelgeschäft kommen. Effektiv ergibt sich hieraus auch keine Schlechterstellung im Konkurs durch das Abstraktionsprinzip, da bereits nach dem Kausalitätsprinzip bei Wegfall des Grundgeschäftes Forderungen nur bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln sind.¹⁸⁸

Hinsichtlich einer Rückabwicklung nach dem Bereicherungsrecht ist zu unterscheiden, ob eine Aufhebung schuld- und sachenrechtlich mit Wirkung ex tunc erfolgt, oder aber schuldrechtlich ex-tunc und sachenrechtlich ex nunc.¹⁸⁹ Dies steht im engen Zusammenhang mit der Beurteilung, welche Kondiktion konkret zur Anwendung gelangt – die *condictio sine causa*¹⁹⁰ nach § 877 ABGB, die *condictio indebiti*¹⁹¹ gemäss §

¹⁸⁸ Vgl Kapitel I.3 FN 131.

¹⁸⁹ Gemeint sind das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft und das dingliche Verfügungsgeschäft.

¹⁹⁰ Die *condictio sine causa* stellt wie der Name bereits impliziert auf Rückforderungen von Leistungen basierend auf einem Vertrag ab, welcher aufgrund von einem Willensmangel angefochten wurde, weshalb mit schuld- und sachenrechtlicher Wirkung ex tunc rückabzuwickeln ist (Rückforderung wegen weggefallener Causa/Kausalgeschäft). Vgl *Pletzer in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, Rz 2. Die *condictio sine causa* kann mit der *condictio indebiti*, *condictio causa data causa non secuta*, der Eigentumsklage und mit Schadenersatzansprüchen konkurrieren – vgl *idem*, Rz 24 mwN.

¹⁹¹ Die Leistungskondiktion *condictio indebiti* regelt die Rückabwicklung in Folge der Leistung einer Nichtschuld; ein Kondiktionsgläubiger leistet mit der

1431 ABGB, die *condictio ob causam finitam* (*condictio causa finita*)¹⁹² oder die *condictio causa data causa non secuta*¹⁹³, welche beidesamt in § 1435 ABGB geregelt sind (letztere Kondiktion wird jedoch nur im Rahmen eines Analogieschlusses aus dieser Bestimmung abgeleitet).

4.1 Wertrechte nach TVTG (Abstraktionsprinzip) und PGR (Kausalitätsprinzip)

- 86 Beachtlich ist dabei, auch wenn dies in den Gesetzesmaterialien nicht besonders in den Fokus gerückt wurde, dass Wertrechte nach § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54 bzw BuA 2019/93 Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere darstellen. Neben der Beweis-, Liberations-, und Legitimations-, sowie Transportfunktion, kommt den Wertrechten sohin insbesondere auch eine Verkehrsschutzfunktion zu.¹⁹⁴

Absicht eine Obligation zu erfüllen, welche jedoch nicht besteht, wodurch es zur Leistung ohne Rechtsgrund kommt. Vgl *Lurger* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

¹⁹² Die *condictio causa finita* regelt den Fall des nachträglichen Wegfalls einer Verbindlichkeit, wobei eine schuldrechtliche Wirkung *ex tunc* und sachenrechtliche *ex-nunc* Wirkung zum Tragen kommt (bspw bei Wandlung, Preisminderung oder Rücktritt). Vgl *Lurger* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 und § 1435, Rz 1 f.

¹⁹³ Auch *condictio ob rem* (*dati re non secuta*) oder *condictio ob causam datorum*, welche auf die Rückabwicklung von zweckverfehlten Leistungen abzielt.

¹⁹⁴ Die allgemeinen Bestimmungen des Wertpapierrechtes in § 73 ff der Schlussabteilung zum PGR sind äquivalent auf die neu eingeführten Wertrechte anzuwenden; insbesondere die Übertragung zu Eigentum in § 75 *leg cit* ist diesbezüglich von Bedeutung.

Dies wird in § 81a Abs 5 der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 vom Gesetzgeber auch explizit normiert: *„Wer von der im Wertrechtebuch eingetragenen Person in gutem Glauben Wertrechte oder Rechte an Wertrechten erwirbt, wird in seinem Erwerb geschützt, auch wenn der Veräusserer zur Verfügung über die Wertrechte nicht befugt war.“* Im Gegenzug zu blossen Forderungsrechten sieht das Wertpapierrecht in Zusammenhang mit der Verkehrsschutzfunktion den gutgläubigen Erwerb von Wertpapieren bzw der darin repräsentierten Rechte vor, da das verbriefte Recht dem Recht am Papier und sohin sachenrechtlichen Vorschriften folgt.¹⁹⁵ Auch Wertrechte nach § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/54 weisen diese Funktion auf, jedoch *„[tritt] bei Wertrechten [...] an die Stelle des Urkundenbesitzes die Eintragung im Wertrechtebuch. Ein Erwerber, der in gutem Glauben von der im Wertrechtebuch ausgewiesenen Person erwirbt, ist in ihrem Erwerb zu schützen, auch wenn diese nach materiellem Recht nicht zur Verfügung befugt war.“*¹⁹⁶ Der Stehsatz *„das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier“*¹⁹⁷ trifft sohin in sinngemässer Abwandlung auch auf die mit BuA 2019/54 geschaffenen Wertrechte zu; das Recht aus dem Buch folgt sozusagen dem „Recht am Buch“, wobei das Wertrechtebuch bzw die Eintragung in diesem entsprechend dinglicher Natur sind. Mit Eintragung eines Rechtes in ein solches Wertrechtebuch *„wird ein bestehendes Forderungs- oder Mitgliedschaftsrecht der wertrechtlichen Legitimations- und Übertragungsordnung unterworfen. Funktionell bildet die Eintragung in das Wertrechtebuch*

¹⁹⁵ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 97; vgl auch Kapitel I.2.3.

¹⁹⁶ BuA 2019/54, S 314

¹⁹⁷ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 97, mwN.

das Äquivalent zur Übertragung der Urkunde [...].“¹⁹⁸ Auch hieraus ergibt sich, dass die neu im PGR kodifizierten Wertrechte der sachenrechtlichen Übertragungsordnung unterliegen sollen, da auf die wertrechtliche Übertragungsordnung verwiesen wird. Die wertrechtliche Übertragungsordnung ist dabei gleich wie die wertpapierrechtliche, da die Gesetzesmaterialien festhalten, dass Wertrechte Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere sind. Sohin gilt für solche Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/54 bzw BuA 2019/93 auch die Transportfunktion wie für Wertpapiere, wobei an die Stelle der Übertragung des Rechtes aus dem Papier durch Übertragung des Papiers die Übertragung des Rechtes aus dem Wertrechtebuch durch die Übertragung des Rechtes am Wertrechtebuch – bzw die Eintragung darin – tritt.

- 88 Stringent in diese Argumentation reiht sich ein, dass das Wertrechtebuch nicht die Anteilsverzeichnisse wie Aktienbuch oder Aktienregister ersetzt und diese ungeachtet von der Führung eines Wertrechtebuches zu führen sind.¹⁹⁹ Hieraus wird ersichtlich, dass das Wertrechtebuch nicht lediglich ein Anteilsverzeichnis darstellt, sondern bei Wertrechten dieselbe Funktion wie die wertpapierrechtliche Urkunde einnimmt.
- 89 Auch die schweizerische Lehre vertritt diese Ansicht in Bezug auf Effekten: *„Fehlt bei der Übertragung von nicht verbrieften Forderungsrechten eine dem Besitz vergleichbare Rechtsscheingrundlage, ist diese im Falle der Wertrechte in Gestalt der für das Wertrecht konstitutiven Eintragung im Wertrechtebuch durchaus vorhanden [...].“*²⁰⁰

¹⁹⁸ BuA 2019/54, S 314.

¹⁹⁹ BuA 2019/54, S 313.

²⁰⁰ Jung, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, Art 622 OR, N 136 f.

Dies ergibt sich auch in Zusammenschau mit den Ausführungen zu den wertpapier- und wertrechtlichen Schwerpunkten der Vorlage zur Schaffung des TVTG und der Abänderung weiterer Gesetze. So führt die Regierung aus, dass es sich bei Wertrechten „um nicht verbrieftete Rechte [handelt], die so ausgestaltet sind, dass sie dieselben Funktionen erfüllen, wie ein Wertpapier öffentlichen Glaubens. Diesen kommen gemeinhin die folgenden Funktionen zu: einfache Übertragung des Rechts durch Übertragung der (ggf. indossierten) Urkunde (Transportfunktion); die Legitimation des Ansprechers durch Besitz der Urkunde (Legitimationsfunktion) bzw. die Befreiung des Schuldners bei Leistung an den (ggf. wertpapierrechtlich legitimierten) Inhaber der Urkunde (Liberationsfunktion); Erwerb kraft guten Glaubens des Rechts nach sachenrechtlichen Grundsätzen (Verkehrsschutzfunktion); Beschränkung der Einreden auf solche, die gegen die Gültigkeit der Urkunde gerichtet sind oder sich aus der Urkunde ergeben (Einredenbeschränkung). Bei herkömmlichen Wertpapieren beruhen alle diese Funktionen auf der Verbriefung des Rechts in einer Urkunde bzw. dem Besitz dieser Urkunde. Beim Wertrecht wird auf die Repräsentation des Rechts verzichtet; an Stelle der Urkunde tritt ein Register. Wertrechte [...] können von demjenigen, der im Register als rechtmässiger Inhaber eingetragen ist, auch kraft guten Glaubens erworben werden. Sowohl die Transport- als auch die Legitimations-, die Liberationsfunktion, die Verkehrsschutzfunktion und die Einredenbeschränkung stellen m.a.W. auf den Registereintrag ab. Damit kommen einem echten Wertrecht alle Funktionen eines Wertpapiers zu (Funktionsäquivalenz).“²⁰¹

Besonders bemerkenswert an diesen Ausführungen sind effektiv drei verkettete Aspekte. Erstens die Nennung der Transportfunktion neben

²⁰¹ BuA 2019/54, S 110 f.

allen weiteren Funktionen von Wertpapieren, zweitens die Ausführung, dass einem Wertrecht ebenso alle diese Funktionen eines Wertpapiers zukommen (Äquivalenz der Funktionen und nicht bloss singemässe Heranziehung) und drittens das Abstellen auf die Inhabereigenschaft einer im Register als über Wertrechte verfügungsberechtigten eingetragenen Person. Alle diese Aspekte einzeln und auch in Zusammenschau stellen auf einen sachenrechtlichen Charakter von den neu kodifizierten Wertrechten ab. § 81a der Schlussabteilung zum PGR mag zwar dem Wortlaut nach, dem Art 973c des chOR nachempfunden sein, materiell geht diese Bestimmung jedoch in eine diametral entgegengesetzte Richtung.²⁰² Dem schweizerischen Wertrecht nach Art 973c chOR kommen nämlich die Funktionen eines Wertpapiers nach herrschender schweizerischer Lehre gerade nicht zu und werden diese auch nicht sachenrechtlich behandelt, da ihnen nach der Schweizer Dogmatik insbesondere keine Transportfunktion zukommt; es ist folglich auch kein Gutgläubenserwerb von solchen Wertrechten nach schweizerischem Recht möglich.²⁰³

- 92 Diesen Unterschied zur schweizerischen Rechtslage betreffend Wertrechte, hielt der Gesetzgeber nachdrücklich fest: *„Diese Funktionsäquivalenz rechtfertigt es, Wertrechte nach § 81a SchlT PGR neu den Wertpapieren uneingeschränkt gleichzustellen.“*²⁰⁴ Jedoch ging der liechtensteinische Gesetzgeber noch einen Schritt weiter und setzte mit der Einführung des TVTG und der Abänderung weiterer Gesetze nicht nur einen legis-

²⁰² BuA 2019/54, S 120.

²⁰³ Kuhn in CHK – Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 973c OR, N 1b.

²⁰⁴ BuA 2019/54, S 111.

tischen Meilenstein, der künftig potentiell jenem des PGR gleichzusetzen sein könnte, sondern läutete den wohl grössten Bruch in der Zivilrechtsdogmatik seit Bestehen des ABGB ein: *„Nichts sagt § 81a SchlT PGR dazu, welche Rechte in Form von Wertrechten abgebildet werden können. Praktisch werden dabei fungible Forderungen einerseits sowie mitgliedschaftsrechtliche Positionen in Körperschaften und Gesellschaften andererseits im Vordergrund stehen. Grundsätzlich muss es aber möglich sein, alle Arten von subjektiven Rechten, die Gegenstand des Rechtsverkehrs sein können, zu verbriefen.“*²⁰⁵ Dies hat zur Bedeutung, dass künftig alle Rechte – egal ob dinglicher oder obligationenrechtlicher Natur – in einem Wertrechtbuch verbrieft werden können und folglich den wertpapierrechtlichen bzw wertrechtlichen Bestimmungen und sohin sachenrechtlichen Vorschriften unterliegen. Die grösste Novität, welche die Gesetzesvorlage rund um das so titulierte Blockchainggesetz Liechtensteins mit sich bringt, scheint sohin nicht einmal im TVTG zu verorten zu sein.

²⁰⁵ BuA 219/54, S 111; zwar scheint die Terminologie „verbrieft“ etwas unscharf, da offen bleibt, ob der Gesetzgeber im Eintrag eines Wertrechtes ins Wertrechtbuch eine Verbriefung sieht, zumal im BuA 2019/54 ansonsten durchwegs von der Repräsentation oder Abbildung von Rechten gesprochen wird. Die Verwendung des Wortes „verbrieft“ unter Verweis auf die sachenrechtliche Natur von Wertrechten scheint jedoch aufgrund von der Funktionsäquivalenz zu Wertpapieren durchaus schlüssig zu sein. Vgl diesbezüglich auch BuA 2019/54, S 115: *„Bei Wertrechten tritt an die Stelle des Urkundenbesitzes die Eintragung im Wertrechtregister.“*

Zu beachten ist jedoch, dass das Wertrechtebuch derart zu organisieren ist, dass unberechtigte Eingriffe des Schuldners in Rechte des Gläubigers ausgeschlossen sind²⁰⁶, andernfalls kein Wertrechtebuch vorliegt, da diesfalls massives Missbrauchspotential seitens des Schuldners bestünde. Denkbar ist abseits der Führung des Wertrechtebuchs auf einem vertrauenswürdigen System im Sinne des TVTG (dezentrale Datenbank) auch die Auslagerung an einen unabhängigen Dritten, um diesen Anforderungen gerecht zu werden.²⁰⁷

- 94 Dabei hält der Gesetzgeber zudem fest, dass das Wertrechtebuch beliebig geführt werden kann und nicht zwingend in physischer Form geführt werden muss, um an den sachenrechtlichen Bestimmungen anzuknüpfen; vielmehr ist auch eine elektronische Führung des Wertrechtebuches möglich. Darüber hinaus ist auch die Führung des Wertrechtebuches auf dezentralen Datenbanken im Sinne des TVTG möglich.²⁰⁸ Zu beachten ist, dass die reine Führung des Wertrechtebuches auf einer dezentralen Datenbank im Sinne des TVTG noch nicht zur Anwendbarkeit der Übertragungsordnung von Wertrechten nach TVTG idF BuA 2019/93 führt; hierfür müssten die Wertrechte in Form von Token auf einem VT-System geführt werden.
- 95 Dem liberalen Finanz- und Wirtschaftsstandort Liechtensteins Rechnung tragend erlaubt die Neuregelung von Wertrechten nach TVTG und Wertrechten nach PGR, welche beidesamt mit BuA 2019/54 bzw

²⁰⁶ § 81a Abs 2 der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 (dieser Passus wurde in BuA 2019/54 aufgrund eines redaktionellen Versehens vergessen – vgl BuA 2019/93, S 74).

²⁰⁷ BuA 2019/54, S 113.

²⁰⁸ BuA 2019/54, S 313.

BuA 2019/93 neu geregelt wurden, maximale Disposition. Wirtschaftstreibende können neben der Ausgabe von Wertpapieren zukünftig wählen, ob sie Wertrechte nach TVTG ausgeben, auf welche die sachenrechtlichen Bestimmungen funktional-adäquat zur Anwendung gelangen, wobei hierbei das Abstraktionsprinzip greift, oder ob sie Wertrechte nach dem neuen § 81a der Schlussabteilung zum PGR ausgeben, auf welche die sachenrechtlichen Bestimmungen funktional-äquivalent Anwendung finden und hierbei gleichzeitig im gewohnten zivilrechtlichen Regime des Kausalitätsprinzipes verbleiben können. Solche Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 können bei Wegfall eines Titelgeschäftes auch sachenrechtlich herausverlangt werden.²⁰⁹ Dies scheint eine versteckte Revolution des Wertpapierrechts- bzw Wertrechtegesetzes mit Einführung des TVTG zu sein, welche ausserhalb des TVTG zu verorten ist, zumal es scheint, dass diesem doch wesentlichen Umstand kaum Würdigung im Gesetzgebungsprozess beigemessen wurde. Zudem können wirtschaftlich betrachtet solche Wertrechte nach § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 attraktiver sein als tokenisierte Wertrechte nach TVTG, da hierbei nicht die Mindestkapitalvorschriften gemäss Art 16 TVTG idF BuA 2019/93 greifen.

Kommt also ein wirksames Verpflichtungsgeschäft nicht zustande oder fällt ein solches im Nachhinein weg, ist in Zusammenhang mit tokenisierten Wertrechten nach dem TVTG aufgrund des Abstraktionsprinzipes bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln, während Wertrechte 96

²⁰⁹ Dies obwohl es an einem Element der Körperlichkeit grundsätzlich fehlt; ein solches wird jedoch über das Wertrechtbuch bzw die konstitutive Eintragung in dasselbe angenommen, was die sachenrechtliche Behandlung zur Folge hat.

nach dem PGR idF BuA 2019/93 basierend auf dem Kausalitätsprinzip vindiziert werden können.²¹⁰

- 97 Um diese Aspekte im Detail nachvollziehen zu können, soll nachfolgend ein genereller Exkurs zum Kausalitäts- und Abstraktionsprinzip und dem damit im Zusammenhang stehenden Paradigmenstreit in den Zivilrechtsordnungen (Zentral-)Europas erfolgen – *„Der dingliche Vertrag und das Verhältnis zur causa ist ein ebenso altes wie zentrales dogmatisches Problem. Gleichwohl sind immer noch zahlreiche Fragen ungeklärt.“*²¹¹
- 98 Sowohl Kausalitäts- als auch Abstraktionsprinzip regeln die Beziehung zwischen Verpflichtungsgeschäft²¹² und Verfügungsgeschäft – zwischen Titel und Modus. Dabei erfolgt der Eigentumserwerb in den deutschsprachigen Ländern durchaus unterschiedlich. Das deutsche Recht stellt dabei dem Konsensprinzip folgend auf einen abstrakten Übereignungsvertrag, bestehend aus Willenseinigung und realer Übergabe ab. Das österreichische, schweizerische und auch das liechtensteinische Recht stellen hingegen dem Kausalitätsprinzip folgend auf ein wirksames Kausalgeschäft ab, gleichwohl hier der dingliche Vertrag unbestritten ist.²¹³ *„Diese verwirrende Vielfalt ist aus dem duplex dominium des römischen Rechts entstanden. Auf der einen Seite die abstrakte, vom Rechtsgrund losgelöste Manzipation oder die in iure cessio, auf der anderen*

²¹⁰ Vgl auch Kapitel I.2.5.

²¹¹ Honsell, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS Wiegand, S 349.

²¹² Auch Titelgeschäft, Grundgeschäft, Kausalgeschäft bzw Causa.

²¹³ Honsell, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS Wiegand, S 349 (S 350 f).

Seite die *traditio ex iusta causa*.“²¹⁴ Das römische Recht kannte also sowohl ein abstraktes Verfügungsgeschäft als auch eine Übertragung basierend auf einem rechtswirksamen Titel.²¹⁵ „Aus diesen Elementen wurden alle vier Möglichkeiten entwickelt: der abstrakte, dingliche Vertrag (deutsches Recht), der kausale, dingliche Vertrag (Österreich), die Entbehrlichkeit des dinglichen Vertrages und der Übergabe (Frankreich, Italien), die Entbehrlichkeit zwar nicht der Übergabe, aber des dinglichen Vertrags (so die Mindermeinung in der Schweiz).“²¹⁶ Das Konsensprinzip folgt dabei der *Maxime*, dass das Eigentum nur etwas Gedachtes sei, weshalb es auch durch Konsens übertragbar sein muss und keine *Traditio*, dem *Publizitätsprinzip* folgend, notwendig sei. *Savigny* hat *Traditions-* und *Konsensprinzip* in einem dritten Prinzip – dem dinglichen Vertrag – zusammengeführt, wonach eine Übereignung erforderlich ist, diese jedoch als dinglicher Vertrag ausgestaltet wird – anders als die römische *traditio*, welche lediglich ein Faktum darstellte.²¹⁷

Während in den deutschsprachigen Jurisdiktionen ein Konsens über den vertraglichen Charakter der Übertragung von Fahrnissen herrscht, 99
divergieren die Ansichten betreffend die Abhängigkeit vom Rechtsgrund. Das Abstraktionsprinzip zeichnet sich folglich dadurch aus, dass ein Erwerber Eigentum erwirbt, unabhängig davon, ob auch ein

²¹⁴ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 351).

²¹⁵ *Ibidem*.

²¹⁶ *Ibidem*.

²¹⁷ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 351 f mwN).

rechtswirksames Verpflichtungsgeschäft vorliegt oder nicht.²¹⁸ Die Vorteile des Abstraktionsprinzips sind „*Verkehrsschutz und Gestaltungsfreiheit sowie rechtliche Flexibilität und begrifflich-systematische Klarheit.*“²¹⁹ Beim Kausalitätsprinzip sind hingegen Verfügungs- und Verpflichtungsgeschäft akzessorisch (kausale Tradition).²²⁰ Fällt das Verpflichtungsgeschäft weg, kann das Eigentum – zumindest bei einer Sache – vindiziert werden. Das Abstraktionsprinzip trägt sohin dem Verkehrsschutz und auch der begrifflichen wie rechtlichen Klarheit bei, da es klarer als das Kausalitätsprinzip zwischen Sachen- und Schuldrecht differenziert. Das Abstellen auf das Rechtsgrundgeschäft beim Kausalitätsprinzip hat zur Folge, dass abhängig vom Schuldverhältnis vindiziert oder kondiziert wird und es auch zu Konstellationen kommt, in welchen ein Verkäufer einer Sache vindizieren kann, während ein Käufer lediglich konditionenrechtlich den geleisteten Kaufpreis herausfordern kann.²²¹

²¹⁸ Idem, S 353.

²¹⁹ *Honsell, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?*, in FS *Wiegand*, S 349, S 353, unter Verweis auf *Stadler, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion*, S 728 ff.

²²⁰ Auch wenn der Begriff der Akzessorietät grundsätzlich nur in Zusammenhang mit dem Bestehen von Forderungen und der Bestellung einer Sicherheit für diese verwendet wird; eine Sicherheit besteht in der Regel nur, soweit die Forderung noch besteht, ist also akzessorisch zur Forderung. Anders als in Österreich ist bei der Sicherungsübereignung jedoch keine reale Übereignung einer Sicherheit als Publizitätsakt erforderlich, sondern genügt eine fiktive Übertragung mittels Besitzkonstitut, sofern dies in der Sicherungsabrede so vereinbart wurde. Vgl hierzu *Opilio, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Band I, S 406, Rz 4 (Art 187 iVm Art 503 SR).

²²¹ *Honsell, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?*, in FS *Wiegand*, S 349 (S 354 f).

Honsell spricht der Rückabwicklung von Verträgen nach sachenrechtlichen Vorschriften einen ungeeigneten Charakter zu, da abhängig vom Grundgeschäft einmal das absolute Eigentumsrecht mit Wirkung erga omnes gilt und ein anderes Mal lediglich das relative Forderungsrecht inter partes und plädiert für ein einheitliches System für die Rückabwicklung.²²² Es kann also nicht unterstellt werden, dass durch Einführung des Abstraktionsprinzipes für die Übertragung von Token gemäss TVTG eine Schlechterstellung bspw im Konkurs gegenüber dem ansonsten geltenden Kausalitätsprinzip erfolgte. Eine Forderung bzw Wertrecht konnte anders als ein Wertpapier oder ein anderes dingliches Recht auch bislang lediglich kondiziert werden. Das TVTG erklärt das Sachenrecht funktional-adäquat zur Anwendung gelangend, was eine Vindikation von Token in der Folge überhaupt erst ermöglichen würde. Dies wird jedoch mittels Einführung des Abstraktionsprinzipes unterbunden, da hiernach das Verfügungsgeschäft abstrakt und ohne causa bestehen bleibt und eine Rückabwicklung nur bereicherungsrechtlich erfolgen kann.²²³ Anders verhält sich dies hingegen für die neu eingeführten Wertrechte in § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93, welchen dieselbe Funktion wie Wertpapieren zukommen. Diese sind sohin auch sachenrechtlich zu behandeln und können in der Folge vindiziert werden, da ausserhalb des TVTG in Liechtenstein weiterhin das Kausalprinzip gilt.

²²² *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 357); vgl weiters idem, S 360 ff, betreffend stossende Ergebnisse resultierend aus der Zweikondiktionentheorie, sowie weitere Unterschiede zwischen kauzalener und abstrakter Übereignung (insb auch iZm Veräusserungsketten, Konkurs und einem Rückerwerb vom Nichtberechtigten).

²²³ Vgl hierzu BuA 2019/54, S 203.

101 Abschliessend und lediglich der Vollständigkeit und guten Ordnung halber ist anzumerken, dass das TVTG prinzipiell nur bei Anwendbarkeit des liechtensteinischen Rechtes zu berücksichtigen ist. Dies ist der Fall, wenn ein VT-Dienstleister nach TVTG mit Sitz in Liechtenstein Token generiert und verkauft oder emittiert, oder die Parteien das TVTG bzw das liechtensteinische materielle Recht wirksam für anwendbar erklären; das TVTG idF BuA 2019/54 bzw auch BuA 2019/93 weist in dessen Art 3 Abs 2 auf diese Möglichkeit hin. Dabei ist weiters anzumerken, dass ein Coin oder Token auch basierend auf einer zentralen Datenbank anstatt auf einer dezentralen Datenbank (DLT-basierende Technologie bzw Blockchain respektive vertrauenswürdige Technologie im Sinne des TVTG) erzeugt und verkauft oder ausgegeben werden kann – diesfalls ist der Geltungsbereich des TVTG von vornherein nicht eröffnet, da Art 2 Abs 1 lit c TVTG zwingend vorsieht, dass ein Token eine Information auf einem VT-System ist. Kerncharakter eines VT-Systems ist sohin die Dezentralität, wie dies bspw bei der Blockchain-Technologie der Fall ist.

4.2 Fazit Abstraktions- und Kausalitätsprinzip nach Einführung des TVTG

102 Durch das BuA 2019/93 werden Wertrechte nach TVTG (Wertrechte, welche durch einen Token auf einem VT-System repräsentiert werden) und Wertrechte nach PGR eingeführt. Die wertrechtliche Übertragungsordnung von Wertrechten gemäss § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 folgt dabei jener Übertragungsordnung von

Wertpapieren. Die Gesetzesmaterialien halten explizit fest, dass Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere sind. Sihin gilt für diese Wertrechte auch die Transportfunktion. Anstatt der Übereignung des Rechtes aus dem Wertpapier durch Übergabe des Wertpapiers erfolgt die Übertragung des Rechtes aus dem Wertrechtbuch durch die Übertragung des Rechtes im Wertrechtbuch – sohin mittels Eintragung.

Das Wertrechtbuch nach PGR idF BuA 2019/93 ist dabei nicht als Anteilsverzeichnis zu sehen und ist auch ungeachtet solcher Verzeichnisse zu führen. Die Eintragung eines Rechtes in das Wertrechtbuch hat konstitutive Wirkung und erfüllt hinsichtlich Wertrechten dieselbe Funktion wie die Urkunde bei Wertpapieren. Einem echten Wertrecht kommt dabei eine Funktionsäquivalenz zu Wertpapieren zu; dies bedeutet, dass ein Wertrecht nach PGR idF BuA 2019/93 alle Funktionen von einem Wertpapier zukommen. Solchen Wertrechten kommen sohin ebenfalls wie Wertpapieren Transportfunktion, Legitimations- und Liberationsfunktion, Verkehrsschutzfunktion, sowie die Einredenbeschränkung zu. 103

Diese Funktionen stellen auf einen sachenrechtlichen Charakter von Wertrechten nach § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 ab. Der Wortlaut der Bestimmung ist zwar dem Art 973c des schweizerischen OR nachempfunden, jedoch geht die Bestimmung inhaltlich viel weiter, da die schweizerische Bestimmung die Übertragung von Funktionen eines Wertpapiers auf Wertrechte hiernach ablehnt; es wird in der Schweiz in Zusammenhang mit Wertrechten die Transportfunktion verneint und in weiterer Folge auch der Gutgläubenserwerb. 104

105 Der liechtensteinische Gesetzgeber läutete mit § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 hingegen wohl einen der grössten Brüche in der Dogmatik des Zivilrechtes ein und auf die Gefahr hin, wiederholend zu sein, ist nachfolgendes Zitat dennoch so zentral, dass es erneut betont werden muss: *„Nichts sagt § 81a SchlT PGR dazu, welche Rechte in Form von Wertrechten abgebildet werden können. Praktisch werden dabei fungible Forderungen einerseits sowie mitgliedschaftsrechtliche Positionen in Körperschaften und Gesellschaften anderseits im Vordergrund stehen. Grundsätzlich muss es aber möglich sein, alle Arten von subjektiven Rechten, die Gegenstand des Rechtsverkehrs sein können, zu verbrieften.“*²²⁴

106 Folglich können unter diesem Regime alle Rechte in einem Wertrechtebuch abgebildet bzw verbrieft werden und folglich der wertpapierrechtlichen Übertragungsordnung unterworfen. Dies hat zur Folge, dass derartige Wertrechte sachenrechtlich behandelt werden. Dabei ist zu beachten, dass die sachenrechtlichen Bestimmungen über das Wertpapierregime folglich auf Wertrechte gemäss PGR idF BuA 2019/93 funktional-äquivalent zur Anwendung gelangen und nicht bloss funktional-adäquat, wie dies für (tokenisierte) Wertrechte gemäss TVTG idF BuA 2019/93 der Fall ist. Die grösste Revolution in rechtlicher Hinsicht, welche die Gesetzesvorlage des TVTG und der Abänderung weiterer Gesetze zur Folge hat, scheint sohin nicht einmal im TVTG, sondern im PGR zu verorten zu sein. Dies insbesondere auch deswegen, da auf Wertrechte gemäss PGR idF BuA 2019/93 weiterhin das Kausalprinzip zur Anwendung gelangt, während für Wertrechte gemäss TVTG das Abstraktionsprinzip greift.

²²⁴ BuA 219/54, S 111.

Wertrechte gemäss PGR können sohin gemäss neuer Rechtslage vindiziert werden, während Wertrechte nach TVTG aufgrund des Abstraktionsprinzipes nur kondiziert werden können. Unternehmen können folglich, bei entsprechender Ausgestaltung, wählen, ob sie bei Ausgabe von Wertrechten dem Regime des TVTG, auf welches die sachenrechtlichen Vorschriften funktional-adäquat Anwendung finden, oder dem Regime des PGR idF BuA 2019/93, bei welchem die sachenrechtlichen Vorschriften auf Wertrechte funktional-äquivalent zur Anwendung gelangen, unterliegen wollen. Das PGR unterliegt dabei auch in Zukunft dem Kausalprinzip, während das TVTG dem Abstraktionsprinzip unterliegen wird. 107

Allerdings ist zu berücksichtigen, dass ein Wertrechtebuch so zu organisieren ist, dass keine unberechtigten Eingriffe des Schuldners in Rechte des Gläubigers erfolgen. Kann dies nicht gewährleistet werden, liegt auch kein Wertrechtebuch vor, da andernfalls ein grob nachteiliges Missbrauchspotential beim Schuldner zu verorten wäre. Das Wertrechtebuch kann dabei auch elektronisch geführt werden und muss nicht physisch organisiert sein, um den sachenrechtlichen Bestimmungen zu unterliegen. Das Wertrechtebuch kann dabei auch dezentral geführt werden, zumal dezentrale bzw vertrauenswürdige Technologien in der Diktion des TVTG für die Führung des Wertrechtebuches bestens geeignet sind und auch das vorher genannte Missbrauchspotential unterbinden können. Beachtlich ist dabei, dass die Führung des Wertrechtebuches nicht zwingend zur Folge hat, dass auch die Wertrechte in Form von Token ausgegeben werden müssen, wodurch diese wiederum dem TVTG unterstellt wären. 108

Letztlich kann nicht behauptet werden, dass durch Einführung des Abstraktionsprinzipes für die Übertragung von Token gemäss TVTG eine Schlechterstellung bspw im Konkurs gegenüber dem ansonsten geltenden Kausalprinzip erfolgt. Eine Forderung bzw ein Wertrecht konnte vor Umsetzung des TVTG bzw PGR idF BuA 2019/93 ebenfalls nur kondiziert werden.

- 110 Durch die Erklärung der funktional-adäquaten Anwendung der sachenrechtlichen Bestimmungen auf Token im TVTG, wäre eine Vindikation von Token bei Wegfall des Titelgeschäftes überhaupt erstmalig möglich. Dies wird gleichzeitig, unter Bezug auf die Finalität einer Blockchain, wieder unterbunden, indem für die Übertragungsordnung gemäss dem TVTG das Abstraktionsprinzip eingeführt wird. Auch bei Wegfall der Causa bleibt die Verfügung über Token gemäss TVTG abstrakt bestehen und kann es lediglich zu einer bereicherungsrechtlichen Rückabwicklung kommen. Anders verhält sich dies, wie bereits ausgeführt, für die neu eingeführten Wertrechte in § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93, welchen dieselbe Funktion wie Wertpapieren zukommt, was zur Folge hat, dass bei Wegfall des Titelgeschäftes auch der Modus hinfällig ist und zudem aufgrund der nunmehrigen sachenrechtlichen Natur von Wertrechten gemäss PGR idF BuA 2019/93 auch mittels Vindikation herausverlangt werden können.

5. Tokenisierung iZm individuellen und kollektiven Veranlagungen

In diesem Kapitel soll dem Themenkomplex von Verbriefungszweckgesellschaften (als Special Purpose Vehicle; SPV) in Abgrenzung zu kollektiven Vermögenanlagen nachgegangen werden. Gesellschaftsrechtlich wird hierbei ein Fokus auf die Aktiengesellschaft als SPV und die Aktiengesellschaft mit veränderlichem Aktienkapital (AGmvK) nach Art 361 PGR als Investmentgesellschaft eines Fonds gelegt.²²⁵ In Zusammenhang mit der Blockchain bzw der Tokenisierung soll auf die technische Möglichkeit der Tokenisierung von Portfolios, welche mehrere Finanzinstrumente beinhalten (Portfolio-Verwaltung auf Einzelkundenbasis im Sinne einer Wertpapierdienstleistung) und die rechtlichen Folgen hieraus, welche insbesondere aufsichtsrechtlicher Natur

111

²²⁵ Ein liechtensteinischer AIF kann vertraglich (Investmentfonds), mittels Treuhänderschaft (Kollektivtreuhänderschaft), mit Satzungsform (Investmentgesellschaft) oder in Form einer Personengesellschaft (Anlage-Kommanditgesellschaft bzw Anlage-Kommanditärengesellschaft) etabliert werden (Art 6 Abs 1 AIFMG). Die Investmentgesellschaft kann als Aktiengesellschaft, AGmvK, Societas Europaea (SE), oder als Anstalt organisiert sein (Art 9 Abs 1 AIFMG). Vgl auch Art 4 und Art 7 UCITSG, wobei ein UCITS nicht als Personengesellschaft aufgesetzt werden kann. Zur Abgrenzung zu Investmentunternehmen nach IUG 2015 siehe Titel II. Kapitel II.2.3.4. In Zusammenhang mit liechtensteinischen Anstalten ist dabei – ganz generell und losgelöst von der Fondsthematik – unklar, ob die unionsrechtlichen Vorschriften, welche auf Aktiengesellschaften zur Anwendung gelangen (so bspw die Beschränkungen hinsichtlich des Erwerbs eigener Anteile) zur Anwendung gelangen, da bislang ungeklärt ist, ob die Verweisung in Art 551 PGR eine reine Rechtsfolgenverweisung ist, oder einen materiellen Normverweis (eine Rechtsgrundverweisung) darstellt; nur bei letzterer Art der Verweisung wären auch Unionsrechtsakte für eine liechtensteinische Anstalt beachtlich.

sind, eingegangen werden. Als Sonderfrage soll letztlich eine Aktiengesellschaft in der Gestaltungsform einer segmentierten Verbandsperson (Protected Cell Company; PCC) nach Art 243 PGR, welche Segmentsaktien bzw sonstige Instrumente auf Ebene ihrer Segmente ausgibt, in Zusammenhang mit der Fondsregulierung beleuchtet werden.

5.1 Abgrenzungsfragen der kollektiven Anlage (Fondsstrukturen)

- 112 Die Portfolio-Verwaltung stellt gemäss Art 4 Abs 1 Nr 8 MiFID II iVm Anhang I Abschnitt A Nr 4 zur MiFID II eine Wertpapierdienstleistung dar und wurde in Liechtenstein in Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Nr 4 zum BankG in nationales Recht transformiert. Die Portfolio-Verwaltung definiert sich per Legaldefinition als die Verwaltung eines Portfolios auf individueller Basis mit Ermessensspielraum im Rahmen eines Mandates bzw einer Vollmacht eines Kunden, wobei das Portfolio ein oder mehrere Finanzinstrumente enthalten muss. Tatbildlich ist sohin die diskretionäre Verwaltung von Finanzinstrumenten über Auftrag eines Einzelkunden. Unter der Verwaltung versteht sich die stete Überwachung und Veranlagung gemäss Anlagerichtlinien für eine bestimmte Dauer. Legt man die einzelkundenbasierte diskretionäre Portfolio-Verwaltung auf kollektive Ebene um, unterliegt man vereinfacht gesprochen der Fondsregulierung. Die ermessensbasierte individuelle Portfolioverwaltung grenzt sohin die kollektive Portfolioverwaltung bzw das Fondsregime ab, welches ebenfalls auf einem

Ermessensspielraum in der Anlagestrategie und demgemäss der Asset-Allozierung aufbaut.²²⁶

Liegt hingegen kein Ermessen vor, wird – bei Einzelkunden – abhängig 113 von der konkreten Ausführung entweder die Wertpapierdienstleistung der Ausführung von Aufträgen (mit Bezug auf Finanzinstrumente) im Namen von Kunden oder die Annahme und Übermittlung von Aufträgen mit Bezug auf Finanzinstrumente vorliegen.²²⁷ In weiterer Abgrenzung wird bei Veranlagung von – auf kollektiver Ebene – eingesammelten Geldern ohne Ermessen in vorab definierte Investitionsziele regelmässig eine reine Geschäftsstrategie und keine Anlagestrategie einer Verbriefungszweckgesellschaft vorliegen.²²⁸ Es lassen sich sohin vier Fälle unterscheiden, abhängig davon, ob eine individuelle oder kollektive Vermögensanlage erfolgt und ob diese jeweils diskretionär oder ohne Ermessensspielraum ausgeübt wird.

Wird sohin das Recht auf Herausgabe an, in einem auf diskretionärer 114 Vermögensverwaltung basierendem Portfolio befindlichen, Finanzinstrumenten, sohin das Portfolio an sich, in einem Token abgebildet, repräsentiert ein solcher Token selbst ein Finanzinstrument, nämlich ein

²²⁶ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 26; sogenannte Einanlegerfonds existieren nach diesem Regime sohin nicht, wobei es einem Fonds vorbehalten bleibt, eine eigene Anteilsklasse eines Kompartments zu schaffen und auszugeben, welches lediglich für einen Anleger designiert ist.

²²⁷ Anhang I Abschnitt A Nr 1 und 2 zur MiFID II bzw Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Nr 1 und 2 zum BankG.

²²⁸ Vgl zur Abgrenzung im Detail Kapitel I.5.2.

Zertifikat im Sinne eines Hinterlegungsscheines (auch Depository Receipt) für übertragbare Wertpapiere, im Sinne von Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 zum BankG.²²⁹

- 115 Wie ausgeführt, setzt die Portfolio-Verwaltung eine Einzelkundenbasis voraus. Während es technisch möglich sein mag, ein solches Portfolio an Finanzinstrumenten zu tokenisieren und an mehrere Personen zu verteilen, gilt es die Frage zu beleuchten, ob hierdurch bereits der Bereich der individuellen Portfolio-Verwaltung verlassen wird und eine kollektive Anlage vorliegt. Gemäss Art 4 Abs 1 lit b der AIFMD²³⁰ definiert sich ein AIF-Manager als juristische Person, deren Geschäftstätigkeit im Verwalten eines AIF liegt.²³¹ Zu beachten ist dabei, dass AIFM

²²⁹ Vgl hinsichtlich der Depository Receipts Titel II, Kapitel II.2.3.2. Hinterlegungsscheine werden auch als Depotscheine bezeichnet, da die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten das den Banken vorbehaltene Depotgeschäft verwirklicht. Ein Vermögensverwalter verwaltet sohin das bei einer Bank gehaltene Portfolio für den Kunden. Das Depotgeschäft wird im Art 3 Abs 3 lit c BankG geregelt. Das Depotgeschäft definiert sich als die Verwahrung und/oder Verwaltung von übertragbaren Wertpapieren für andere. Die Verwahrung stellt auf die Inobhutnahme ab, während die Verwaltung auf die Ausübung der Rechte aus den übertragbaren Wertpapieren abzielt (bspw die Ausübung der Stimmrechte bei entsprechender Bevollmächtigung) – vgl hierzu BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, vom 06.01.2009, zuletzt geändert am 17.02.2014, P 1. und 1. b) und *Seggermann in Brandll/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 43 f.

²³⁰ Richtlinie 2011/61/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

²³¹ Art 4 Abs 1 Z 2 AIFMG; ein AIF definiert sich nach Art 4 Abs 1 lit a AIFMD als ein Organismus für gemeinsame Anlagen einschliesslich seiner Teilfonds, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und weder ein OGAW im Sinne der UCITSD, 2009/65/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>, noch ein Investmentunternehmen im Sinne des IUG 2015 ist (vgl Art 4 Abs 1 Z 1 AIFMG und Titel II, Kapitel II.2.3.4).

nach Art 6 Abs 5 lit a AIFMD nicht zur ausschliesslichen Erbringung von in den in Abs 4 leg cit genannten Dienstleistungen (individuelle Portfolioverwaltung und Nebendienstleistungen) bewilligt werden dürfen. Zudem hat ein AIFM nach Art 6 Abs 5 lit d AIFMD die in Anhang I Nr 1 lit a und b zur AIFMD angeführten Dienstleistungen zu erbringen. Es sind dies die Anlageverwaltungsfunktionen der Portfolioverwaltung und das Risikomanagement.²³²

Die Erwägung 20 der AIFMD stellt dabei klar, dass unter Portfolioverwaltung im Sinne der AIFMD eine gemeinsame bzw kollektive Portfolioverwaltung und nicht eine individuelle Portfolioverwaltung im Sinne der MiFID II gemeint ist. Das Wesen der individuellen Portfolioverwaltung zeichnet sich sohin durch Übertragung der Verwaltung bzw Abrechnung und den Handel der Finanzinstrumente auf einen Vermögensverwalter bei gleichzeitigem Verzicht eines Kunden auf seine Dispositionsmacht aus.²³³ *„Würde sich der Kunde allerdings jeglicher Dispositionsbefugnisse, also seines Weisungsrechts gegenüber seinem Geschäftspartner begeben (mithin Fremdverwaltung), würde dieser somit mehr als eine bloße Verfügungsgewalt über das für den Kunden verwaltete Portfolio besitzen (mithin Investment) [...]“*²³⁴ wären wesentliche Tatbestandsmerkmale des Fondsregimes gegeben. 116

²³² Zu beachten ist, dass die Verwaltung von AIF nach Art 4 Abs 1 lit w AIFMD bereits gegeben ist, wenn nur eine dieser Funktionen erbracht wird. Vgl weiterführend ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, Rz 4 ff.

²³³ Seggermann in Brandl/Saria, WAG 2018, 2. Auflage, § 1 Z 3 lit d WAG, Rz 26.

²³⁴ Seggermann in Brandl/Saria, WAG 2018, 2. Auflage, § 1 Z 3 lit d WAG, Rz 26.

Folglich käme es bei Pooling von Kapital zur Anlegung eines Portfolios an Finanzinstrumenten und (mittelbaren) Beteiligung hieran über einen Organismus durch Ausgabe von Token, welche eine Partizipation am Organismus darstellen, zu einer kollektiven Portfolioverwaltung und sohin einer gemeinsamen Vermögensanlage im Sinne der Fondsregulierung. Grundsätzlich scheint es jedoch auch möglich zu sein, ein angelegtes Portfolio an Finanzinstrumenten in einem Hinterlegungsschein zu tokenisieren und diesen sodann auszugeben. Zu beachten ist jedoch, dass ein solches Portfolio, über welches ein Hinterlegungsschein bzw Depotschein ausgegeben wurde, nicht verwaltet werden darf, da ansonsten wiederum eine individuelle oder kollektive Vermögensanlage vorliegt.²³⁵

5.2 Tokenisierte Anteile an SPVs und Fondsanteilscheine

²³⁵ Vgl hierzu auch die Ausführungen der BaFin bezüglich des Tatbestandsmerkmals eines AIF, gemäss welchem eine Investition zum Nutzen der Anleger zu erfolgen hat, BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html, Kapitel I, P 6: „Emittiert z. B. eine Bank eine Schuldverschreibung in Form eines Zertifikats, dessen Wertentwicklung an verschiedenen Wertpapieren als Underlying oder an einem selbst erstellten Index gekoppelt ist, liegt keine Investition zum Nutzen der Anleger vor, wenn die Bank in der Verwendung der Anlegergelder frei ist und dem Anleger nicht verspricht, die Anlegergelder etwa in die den [sic!] selbsterstellten Index oder dem Referenzportfolio zugrundeliegenden Vermögenswerte zu investieren. In diesem Fall verfolgt die Bank lediglich eine eigene Gewinnerzielungsabsicht. Eine Anlage zum Nutzen der Anleger dürfte regelmäßig auch dann nicht vorliegen, wenn die Bank einen Teil der über die Zertifikate eingenommenen Gelder in das Referenzportfolio investiert oder über einen Swap mit einem Dritten abbildet, wenn die Investition bzw. die Abbildung über den Swap ausschließlich zu dem Zweck erfolgt, die eigenen Verlustrisiken gegenüber dem Inhaber des Zertifikates abzusichern (Hedging).“

Zu beachten ist, dass ein Fonds unter dem UCITS-Regime lediglich in liquide Finanzanlagen investieren kann, weshalb auch sogenannte Kryptofonds, also Fonds, die in Kryptowährungen, welche keine liquiden Finanzinstrumente repräsentieren, nur als AIF etabliert werden können.²³⁶ In der Folge soll deshalb in diesem Kapitel insbesondere auf das AIF-Regime Bezug genommen werden. 118

Ein AIF ist wie bereits erläutert gemäss gesetzgeberischer Vorgabe ein jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der das Kapital von Anlegern poolt und es folglich gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger investiert und darüber hinaus weder ein OGAW im Sinne des UCITSG noch ein Investmentunternehmen nach IUG 2015 darstellt.²³⁷ Der Kapitalbegriff ist dabei extensiv auszulegen und umfasst alle Arten von Vermögenswerten, wie Mitgliedschafts-, Forderungs- und Sachenrechte: „Assets can include, for example, traditional assets (equity, equity related, debt etc), private equity, real estate and also other non-traditional asset classes such as ships, forests, wine etc and any combination thereof.“²³⁸ Vom weit auszulegenden Begriff des Kapitals gemäss AIFMG werden also auch Handelswaren erfasst. Ein AIF ist sohin weder in der Asset-Allozierung noch im Einsammeln der Vermögenswerte beschränkt. So kann ein AIF nicht nur in Token investieren, welche Finanzinstrumente repräsentieren, sondern auch in andere (weitestgehend unregulierte) Token wie Bitcoin oder Ether, welche virtuelle 119

²³⁶ Vgl Titel II. Kapitel II.2.3.4.

²³⁷ Art 4 Abs 1 Z 1 AIFMG bzw Art 4 Abs 1 lit a AIFMD; vgl auch Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art 2, Rz 36 ff (S 33).

²³⁸ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

Währungen darstellen und ähnlich wie Handelswaren behandelt werden.²³⁹ Auch das Einsammeln solcher Vermögenswerte wie ETH, BTC oder ähnlicher Token verwirklicht den Begriff des Kapitals gemäss AIFMG.

- 120 Das Tatbestandsmerkmal einer Anzahl von Anlegern ist ferner bereits anzunehmen, wenn mehr als ein Anleger akzeptiert wird. Es ist keine grosse Hürde an dieses Kriterium zu stellen und ist es ausreichend, wenn die Möglichkeit besteht, dass sich mehrere Investoren am Organismus beteiligen; es müssen nicht tatsächlich mehrere beteiligt sein.²⁴⁰ Vertritt ein einzelner Anleger mehrere Investoren, ist dies ebenfalls ausreichend, um die Voraussetzung einer Anzahl von Anlegern zu erfüllen.²⁴¹
- 121 Ebenso weit ist auch der Begriff des Organismus auszulegen. Ein Organismus ist ein Vehikel, „in dem das externe, von den Investoren eingesammelte Kapital ‚gepoolt‘ wird. Unverzichtbar für den Begriff des Organismus ist somit, dass ein rechtlich oder wirtschaftlich [...] verselbständigtes gepooltes Vermögen aufgelegt wird.“²⁴² Entsprechend ist es auch nicht er-

²³⁹ Vgl auch *Bont*, Kryptowährungen – und was machen die Regulatoren?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>, S 13; solche Token werden auch als „Utility Token“ bezeichnet.

²⁴⁰ BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, Kapitel I, P 4.

²⁴¹ ESMA/2012/117, Rz 29; dies ist bspw bei Master/Feeder-Fonds oder Dachfonds anzunehmen.

²⁴² BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, Kapitel I, P 1.

forderlich, dass ein Organismus in einer bestimmten Rechtsform organisiert wird. Demgemäss können Fonds auch in der Vertragsform, der Form der Treuhänderschaft, in Satzungsform oder in Form einer Personengesellschaft verlegt werden.²⁴³ Dabei ist auch die Art und Weise der Beteiligung eines Anlegers am Vermögen unbeachtlich und kann diese auf gesellschaftsrechtlichen Verhältnissen oder aber auch schuldrechtlichen Abreden beruhen.²⁴⁴ Das Pooling von Kapital in einem Organismus muss dabei das Ziel der Generierung einer Rendite für die Anleger – sohin für gemeinsame Anlage – verfolgen. Ein Organismus für gemeinsame Anlage zeichnet sich dadurch aus, dass das Risiko an Gewinnen und Verlusten gemeinsam getragen wird. Erfolgt lediglich eine Gewinn- jedoch keine Verlustbeteiligung, liegt kein AIF vor.²⁴⁵ Die Veranlagung hat zudem zum Nutzen der Anleger zu erfolgen und darf sohin nicht zum Nutzen der eigenen Unternehmung, wie bspw der Finanzierung eines operativ tätigen Unternehmens, investiert werden.²⁴⁶ Ungeachtet dessen ist zu beachten, dass auch Private Equity Fonds und

²⁴³ Art 6 AIFMG; vgl Art 2 Abs 2 AIFMD.

²⁴⁴ BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, Kapitel I, P 1.

²⁴⁵ BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, Kapitel I, P 2; vgl hierzu auch *Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-Richtlinie, Art 2, Rz 13 (S 26 f).

²⁴⁶ BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, Kapitel 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>, S 3 f.

Venture Capital Fonds, welche mitunter einen kontrollierenden Einfluss an operative Zielunternehmen erwerben, als AIF zu qualifizieren sind.²⁴⁷

- 122 Letztes und wesentliches Kriterium eines AIF ist es, dass das eingesamelte Kapital gemäss einer festgelegten Anlagestrategie investiert wird. Indikatoren für das Vorliegen einer Anlagestrategie sind, dass die Anlagestrategie vor, oder spätestens mit verbindlicher Zeichnung der Fondsanteilsscheine durch einen Anleger, definiert wurde; dass der Anleger einen durchsetzbaren Anspruch auf Umsetzung der Anlagestrategie hat; dass die Anlagestrategie in den Anlagebedingungen oder konstituierenden Dokumenten des Organismus festgelegt ist; dass die Anlagestrategie die Asset-Allozierung konkretisiert und bspw Anlagen in bestimmten Vermögenskategorien bzw Finanzanlageprodukten, in bestimmten Regionen, mit bestimmter Leverage und Haltefrist bzw anderen Vorgaben der Risikodiversifikation forciert.²⁴⁸
- 123 Die Indikatoren einer festgelegten Anlagestrategie dürfen nicht dahingehend missinterpretiert werden, dass bei möglichst grossen Ermessen einer Verwaltungsgesellschaft keine Anlagestrategie festgelegt wurde und deshalb kein AIF vorliegt. Wie bereits unter Kapitel 5.1 differenzierend behandelt, ist die diskretionäre Portfolioverwaltung auf Einzel-

²⁴⁷ *Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art 2, Rz 67 f (S 42 f).*

²⁴⁸ ESMA/2012/117, Rz 30 ff; BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, Kapitel I, P 5.

kundenbasis umgelegt auf eine ermessensbasierte Vermögensverwaltung für ein Kollektiv, die archetypische Definition eines AIF. Eine Anlagestrategie zeichnet sich gerade durch ein (vordefiniertes) Ermessen in der Asset-Allokation aus.²⁴⁹ Die ESMA hat diese Ansicht bestätigt und ausgeführt wie folgt: *„die Tatsache, dass Anlageentscheidungen ausschließlich der juristischen Person überlassen bleiben, die einen Organismus verwaltet, sollte nicht dazu genutzt werden, die Bestimmungen der AIFMD zu umgehen.“*²⁵⁰

Dies bildet sohin die Abgrenzung zu Verbriefungszweckgesellschaften 124
oder einem SPV. Eine Zweckgesellschaft, die lediglich Finanzinstrumente zur Finanzierung eines bestimmten Vorhabens begibt, stellt keinen Fonds dar. Für ein solches SPV ist es wesentlich, dass die Investitionsziele bereits im Vorgang zur Zeichnung festgelegt sind und kein Ermessen in der Allokation der Assets erlaubt ist. Diesfalls liegt eine Geschäftsstrategie und keine Anlagestrategie vor.²⁵¹ Auch Holdinggesellschaften verfolgen lediglich eine Geschäftsstrategie, weshalb diese

²⁴⁹ Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art 2, Rz 51 und 57 (S 37 ff).

²⁵⁰ ESMA Leitlinien 2013/611 zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), Berichtigte Fassung vom 30.01.2014 der am 13.08.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie ueber die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor_revised_for_publication.pdf, Rz 22.

²⁵¹ Auch operativ tätige Gesellschaften, welche ein Handels-, Fabrikations- oder anderes nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe betreiben, weisen eine Geschäftsstrategie vor und liegt auch wenn diese in einer Finanzierungsrunde Finanzinstrumente emittieren kein Fonds vor.

von der Fondsregulierung ausgeschlossen sind.²⁵² Die AIFMD gilt sohin nicht für solche Verbriefungszweckgesellschaften, Holdinggesellschaften, oder Zweckgesellschaften die eine Geschäftsstrategie verfolgen.²⁵³

- 125 Eine Zweckgesellschaft sammelt in einer Finanzierungsrunde sohin Kapital ein, welches in der Folge Eigenkapital²⁵⁴ oder Fremdkapital der Gesellschaft bildet. Dieses Kapital kann in der Folge zur Realisierung einer Geschäftsstrategie eingesetzt werden. Das Kapital von Anlegern eines Fonds stellt hingegen Sondervermögen dar, welches von der Verwaltungsgesellschaft separiert ist und im Konkurs ausgedemont werden kann.²⁵⁵ In Bezug auf Token und Robo-Advisory liegt keine festgelegte Anlagestrategie vor, sondern lediglich eine Geschäftsstrategie, sofern Kapital eingesammelt wird, welches gemäss einem Algorithmus, welcher vordefiniert ist und keinen Eingriff bzw kein Ermessen in der Asset-Allozierung erlaubt, in Kryptowährungen wie bspw BTC,

²⁵² Vgl Art 4 Abs 1 lit o AIFMD bzw Art 4 Abs 1 Z 14 AIFMG.

²⁵³ Art 2 Abs 3 lit a und g AIFMD bzw Art 2 Abs 2 lit b und h AIFMG; für Verbriefungszweckgesellschaften vgl die Definition in Art 4 Abs 1 lit an AIFMD bzw Art 4 Abs 1 Z 37 AIFMG iVm Art 1 Nr 2 der VO EU/1075/2013, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. Vgl auch die sogenannte STSR („Simple, Transparent and Standardized Regulation“ oder Securitisation Regulation bzw Verbriefungs-VO), Verordnung EU/2017/2402, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (insb Art 2 Nr 1 und 2 der Verbriefungs-VO).

²⁵⁴ Eigenkapital liegt vor, wenn die Finanzierungsmittel für einen unbegrenzten Zeitraum zur Verfügung gestellt werden und eine zu lieberierende Nominale haben, während sich Fremdkapital durch eine Laufzeit auszeichnet, nach welcher es mitsamt Zinsen zurückzuzahlen ist. Venture Capital bzw Risiko- oder Wagniskapital stellt in der Regel Eigenkapital dar (auch Private Equity).

²⁵⁵ Art 41 Abs 2 KO – *„Befindet sich in der Konkursmasse Vermögen, das dem Gemeinschuldner ganz oder zum Teile nicht gehört, so ist das dingliche oder persönliche Recht auf Aussonderung nach den allgemeinen Rechtsgrundsätzen zu beurteilen.“*

ETH, etc investiert wird. Es liegt in einem solchen Fall also keine kollektive Veranlagung im Sinne der Fondsregulierung vor.

Wichtig zu beachten ist dabei, dass die FMA gemäss Art 159 Abs 2 AIFMG und Art 130 Abs 2 UCITSG Rechts- und Tatsachenfragen – so bspw auch die Frage, ob ein Fonds vorliegt oder nicht – über Antrag verbindlich zu beantworten hat²⁵⁶, vorausgesetzt, dass die für die Beurteilung erforderlichen Sachverhaltselemente umfassend und richtig offengelegt werden. Nur schriftliche Auskünfte der FMA, welche auf Antrag hin ausgestellt werden, begründen einen Vertrauensschutz. In Zusammenhang mit vertrauenswürdigen Technologien hat die FMA gemäss Art 43 Abs 2 lit b TVTG idF BuA 2019/93 zudem Auskünfte über die Anwendbarkeit aller in Art 5 Abs 1 FMAG angeführten Spezialgesetze bezogen auf ein konkretes Geschäftsmodell zu erteilen. 126

Hinsichtlich der Abbildung von Fondsanteilen in einem Token ist abschliessend anzumerken, dass Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen gemäss Anhang 2 Abschnitt C Z 3 zum BankG bzw Anhang I Abschnitt C Nr 3 zur MiFID II iVm Art 15 AIFMG als Finanzinstrumente gelten. Dabei bestehen aufsichtsrechtlich keine Bedenken, solche Finanzinstrumente zu tokenisieren.²⁵⁷ 127

Beachtlich ist weiters, dass der Vertrieb von Anteilen eines AIF lediglich für professionelle Investoren harmonisiert ist.²⁵⁸ Liechtenstein hat von der Öffnungsklausel nach Art 43 Abs 1 erster Paragraph AIFMD Gebrauch gemacht und ist es gemäss Art 129 ff AIFMG möglich AIF an 128

²⁵⁶ Die „Kann-Bestimmung“ ist im Sinne eines rechtsgebundenen Ermessens zu sehen.

²⁵⁷ Vgl Titel II. Kapitel II.2.3.5,

²⁵⁸ Vgl Art 43 Abs 1 zweiter Paragraph AIFMD.

Privatanleger in Liechtenstein zu vertreiben. Ein solcher AIF ist jedoch nicht passportingfähig.²⁵⁹

- 129 Die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen einer Aktiengesellschaft kommen soweit keine besonderen Bestimmungen vorgehsehen sind subsidiär auch auf eine AGmVK bzw SICAV zur Anwendung.²⁶⁰ Eine AGmVK kann das Aktienkapital erhöhen, indem sie neue Aktien ausgibt, oder sie kann das Aktienkapital mittels Rückzahlungen des Aktienkapitals durch Einlösungen von Aktien herabsetzen.²⁶¹ Eine AGmVK kann in der Folge – anders als bei einer Aktiengesellschaft mit fixem Aktienkapital – auch eigene Aktien halten.²⁶²

5.3 Segmentierte Verbandspersonen (PCC) in Abgrenzung zum Fonds

- 130 Mit 01.01.2015 fand die segmentierte Verbandsperson bzw die Protected Cell Company Eingang in das PGR.²⁶³ Die PCC ist dabei lediglich eine Gestaltungsform und keine neue Gesellschaftsform; so kann bspw eine Aktiengesellschaft segmentiert werden. Der Zweck von Gesellschaften, welche als segmentierte Verbandspersonen organisiert sind, beschränkt sich gemäss Art 243 Abs 1 PGR auf vermögensverwaltende

²⁵⁹ Vgl hinsichtlich des Vertriebes an Privatkunden, welcher bspw in Österreich prinzipiell verboten ist, auch WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, S 3.

²⁶⁰ Art 361 Abs 3 PGR.

²⁶¹ Art 361 Abs 2 PGR.

²⁶² Art 363 PGR; für eine Aktiengesellschaft ist dies nur sehr eingeschränkt nach den Art 306a bis Art 306f PGR zulässig, da dies eigentlich einer Kapitalherabsetzung gleicht.

²⁶³ LGBl 2014.362; Art 243 ff PGR.

Tätigkeiten (Holdinggesellschaft bzw passive Gesellschaft) und darf eine segmentierte Verbandsperson keinem Handels-, Fabrikations- oder anderem nach kaufmännischer Art geführtem Gewerbe nachgehen.²⁶⁴

Art 243e Abs 5 PGR sieht jedoch vor, dass bei einer Aktiengesellschaft, welche als PCC ausgestaltet wurde, sogenannte Segmentaktien ausgegeben werden können, welche sich auf alle oder einzelne Segmente beziehen können. Eine solche Struktur kann dabei zu Problemen in der Abgrenzung einer Fondsstruktur führen, da sich ein solches Modell stark an die dreistufige Kaskade von Fonds – Fonds²⁶⁵, Kompartiment und Anteilsklasse – annähert.²⁶⁶ 131

Auch bei einer segmentierten Aktiengesellschaft wird die Fondsregulierung – zumindest hinsichtlich des AIF-Regimes – regelmässig über das Ausschliessen einer festgelegten Anlagestrategie zu verneinen sein. Sofern also kein Ermessen in der Vermögensallozierung besteht, sondern in einer Finanzierungsrunde vereinnahmte Gelder in vordefinierte Investitionsziele investiert werden, wird auch bei Gestaltung einer Aktiengesellschaft als segmentierte Verbandsperson, welche 132

²⁶⁴ Vgl weiterführend *Helbock*, Besondere Aspekte der Segmentierten Verbandsperson (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, S 22; vgl hinsichtlich weiterer Gestaltungsformen auch FN 98.

²⁶⁵ Ein Fonds in Vertrags- oder Satzungsform (management company) im Sinne des kapitalbildenden Fonds (vgl terminologisch auch den „Anstaltsfonds“ in den Art 536 ff PGR).

²⁶⁶ Vgl hinsichtlich Segmentaktionären BuA 2014/69, S 49 f.

Segmentaktien oder auch Segmentsanleihen²⁶⁷ ausgibt, die Fondsregulierung zu verneinen sein.

- 133 Zu beachten ist jedoch, dass Segmentaktien gesetzlich zwingend als Vorzugsaktien auszugestalten sind.²⁶⁸ Vorzugsaktien beinhalten dieselben Grundrechte wie Stammaktien zuzüglich einer bestimmten Bevorzugung auf das Stimmrecht, die Wahl bestimmter Organe, die Fassung von Beschlüssen über spezifische in den Statuten bestimmte Agenden, auf Dividende, auf den Liquidationsanteil oder die Bezugsrechte im Fall, dass neue Aktien ausgegeben werden.²⁶⁹ Vorzugsaktien haben sohin eine höherwertigere Berechtigung als Stammaktien. *„Es besteht die Möglichkeit, dass bei zwei verschiedenen Aktienkategorien jede gewisse Vorrechte aufweist. In diesem Falle ist jene Kategorie als Vorzugsaktie zu betrachten, die gesamthaft gesehen offensichtlich als weitaus stärker bevorrechtet erscheint.“*²⁷⁰ Reine stimmrechtslose Aktien, welche ansonsten den Stammaktien gleichgestellt sind²⁷¹, stellen gemäss PGR sohin regelmässig keine Vorzugsaktien dar. Diese berechtigen zwar standardmässig zu höheren Dividenden, da hierfür jedoch kein Stimmrecht besteht, liegt gesamtheitlich betrachtet, sofern keine besonderen Umstände hinzutreten, keine Bevorzugung im Sinne einer Vorzugsaktie vor. Derartige Eigenkapitalinstrumente stellen in Liechtenstein Partizipationscheine dar. Das Partizipationskapital ist dabei mit dem doppelten des

²⁶⁷ Hierbei ist insbesondere Art 243f Abs 1 PGR zu beachten, wonach das kontrahierende Segment und dessen Haftungsfonds auszuweisen sind.

²⁶⁸ Art 243e Abs 5 PGR.

²⁶⁹ Art 301 Abs 2 PGR.

²⁷⁰ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, S 127.

²⁷¹ Partizipationsscheine nach Art 304a PGR.

Aktienkapitals gedeckelt.²⁷² Ein Partizipant hat dabei kein Teilnahmerecht an einer Generalversammlung. Eine Vorzugsaktie kann hingegen so ausgestaltet werden, dass sie zwar kein Stimmrecht repräsentiert, aber in gesamtheitlicher Betrachtung einen Vorteil gegenüber einer Stammaktie bringt. Bei einer solchen Aktie besteht aber wie beim Partizipationsschein auch kein Teilnahmerecht an einer Generalversammlung.²⁷³ Allerdings stehen einem derartigen Vorzugsaktionär die mit dem Stimmrecht zusammenhängenden Rechte gemäss Art 304c Abs 2 PGR zu (bspw das Recht auf Einberufung einer Generalversammlung).

Die zwingende Ausgestaltung von Segmentaktien als Vorzugsaktien 134 offenbart auch die gesetzlich vorgesehene Abgrenzung zu Fondsstrukturen. Gemäss den Gesetzesmaterialien sind Segmentaktionäre „*Aktionäre der segmentierten Verbandsperson an sich [und] üben die Segmentaktionäre ihr Stimmrecht an der Generalversammlung der segmentierten Verbandsperson aus.*“²⁷⁴ Vermögensrechtlich partizipiert ein Segmentaktionär jedoch lediglich an bestimmten Segmenten.²⁷⁵ Fondsanteile werden hingegen kaum als Vorzugsaktien ausgestaltet, gemäss welchen ein Mitgliedschaftsrecht in der Verwaltungs- bzw Investmentgesellschaft besteht und vermögensrechtlich eine Partizipation an einem Kompartiment bzw Sub-Fonds verabredet wird. Vielmehr wird sich jegliche Partizipation direkt auf das jeweilige Kompartiment gemäss den Konditionen der jeweiligen Anteilsklasse beziehen.

²⁷² Art 304b Abs 1 PGR.

²⁷³ Gemäss Art 332 Abs 2 PGR steht die Teilnahme an der Generalversammlung nur stimmberechtigten Aktionären zu.

²⁷⁴ BuA 2014/69, S 49 f.

²⁷⁵ So müssen die Vermögenswerte der einzelnen Segmente untereinander und auch vom Kernvermögen nach Art 243e Abs 4 PGR separiert sein.

Unabhängig hiervon – oder auch gerade deswegen – kann eine Aktiengesellschaft in der Ausgestaltung als PCC eine interessante Strukturierungsalternative für ein Finanzierungs- bzw Investmentvehikel zwischen Fonds und klassischer Verbriefungszweckgesellschaft bilden.

5.4 Fazit Tokenisierung von Finanzinstrumenten und Collective Investment Schemes

- 135 Beim Pooling von Kapital, welches in der Folge veranlagt werden soll, stellt sich prinzipiell die Frage, ob ein Fonds gegeben ist. Eines der wichtigsten Kriterien von Fonds ist die Anlage gemäss einer festgelegten Anlagestrategie. Dies versteht sich derart, dass Ermessen in der Asset-Allozierung besteht; anders gesagt kann die diskretionäre individuelle Portfolioverwaltung auf eine kollektive Veranlagungsbasis umgemünzt werden, um einen Fonds zu begründen. Holdinggesellschaften oder Zweckgesellschaften stellen hingegen keine Fonds dar, sofern diese eine Geschäftsstrategie verfolgen. Wird dabei ein Depot an Finanzinstrumenten in Form von Token abgebildet und sollen hieran Investoren beteiligt werden, so kommt es zu einer kollektiven Veranlagung, sofern eine Verwaltungsgesellschaft ein solches Portfolio verwaltet.
- 136 Während ein UCITS bzw OGAW nur in liquide Finanzanlagen investieren darf, steht es einem AIF frei auch in andere Vermögenswerte zu investieren, weshalb ein Kryptofonds effektiv auch nur als AIF ausgestaltet werden kann, ausser es sollen lediglich die Anteile eines Fonds in Form von Token ausgegeben werden.
- 137 Ein SPV, welches Finanzinstrumente emittiert, um in vorab definierte Investitionsziele zu investieren, stellt keinen Fonds dar. Es darf hierbei

kein Ermessen in der Veranlagung des eingesammelten Kapitals vorliegen. Dies kann in Zusammenhang mit Token interessant sein, sofern eingesammeltes Kapital stur gemäss einem unveränderlichen Algorithmus veranlagt werden soll (Robo-Advisory). Es kommt hierbei nicht zur Anwendung der Fondsregulierung, solange kein Ermessen in der Veranlagung des eingesammelten Kapitals besteht.

Auch von Interesse, insbesondere in Zusammenhang mit Geschäftsmodellen von FinTech Start-ups ist, dass die liechtensteinische FMA gemäss Art 159 Abs 2 AIFMG und Art 130 Abs 2 UCITSG die Frage, ob ein Fonds vorliegt oder nicht, über schriftlichen Antrag, verbindlich beantworten muss. Hierbei ist zu beachten, dass der für die Beurteilung erforderliche Sachverhalt offenzulegen ist; die FMA ist dabei an eine hiernach ausgestellte Auskunft gemäss dem Grundsatz des Vertrauensschutzes gebunden. 138

Erwähnenswert betreffend das Regime von AIF ist, dass der Vertrieb von Anteilen eines AIF nur hinsichtlich professioneller Investoren harmonisiert ist. Liechtenstein hat zwar von der Öffnungsklausel in Art 43 Abs 1 erster Paragraph AIFMD Gebrauch gemacht und ist es folglich möglich, AIF an Privatanleger in Liechtenstein zu vertreiben (Art 129 ff AIFMG), jedoch genießt ein solcher AIF keinen Zugang zum Europass-System und ist er entsprechend nicht am europäischen Binnenmarkt passportingfähig. 139

Interessant ist auch die segmentierte Verbandsperson bzw PCC in Zusammenhang mit der Ausgestaltung von Fonds. Die PCC ist nur eine Gestaltungsform und keine eigene Gesellschaftsform. Entsprechend 140

kann zB eine Aktiengesellschaft segmentiert werden. Segmentierte Verbandspersonen nach liechtensteinischem Recht sind in ihrem Zweck auf vermögensverwaltende Tätigkeiten begrenzt.

141 Art 243e Abs 5 PGR sieht dabei vor, dass bei einer Aktiengesellschaft, welche als PCC ausgestaltet wurde, Segmentaktien ausgegeben werden können. Solche Segmentaktien können sich auf alle oder einzelne Segmente der PCC beziehen. Eine solche Struktur erinnert dabei grundsätzlich an die dreistufige Kaskade von Fonds –Fonds, Kompartiment und Anteilsklasse. Es stellt sich bei einer solchen Strukturierung ebenfalls vordergründig die Frage, ob eine festgelegte Anlagestrategie vorliegt, gemäss welcher eingesammeltes Kapital veranlagt wird. Wird dies verneint, liegt kein Fonds vor, wird dies aber bejaht, wird es in der Regel schwierig sein, die Fondsregulierung zu negieren.

142 Dabei ist zu beachten, dass Segmentaktien zwingend als Vorzugsaktien auszugestalten sind. Vorzugsaktien bilden dieselben Rechte wie Stammaktien ab und beinhalten darüber hinaus auch einen bestimmten Vorzug auf das Stimmrecht, die Dividende, den Liquidationsanteil, oder Bezugsrechte bei Ausgabe neuer Aktien; die Berechtigung von Vorzugsaktien ist sohin höher als jene von Stammaktien. Dabei ist eine Gesamtbetrachtung heranzuziehen. Partizipationsscheine (stimmrechtslose Aktien) sind deshalb nach liechtensteinischem Recht nicht als Vorzugsaktien zu behandeln, da diese zwar regelmässig zu höheren Dividenden als Stammaktien berechtigen, dafür aber kein Stimmrecht gewähren. Gesamthaft besteht sohin kein Vorzug zu den Stammaktien, weshalb keine Vorzugsaktie gegeben ist.

143

Segmentaktionäre einer segmentierten Aktiengesellschaft üben dabei ihr Stimmrecht an der Generalversammlung der segmentierten Verbandsperson aus und sind darüber hinaus an allen oder einzelnen Segmenten beteiligt; in der Gesamtbetrachtung muss jedoch ein Vorzug vorliegen. Darüber hinaus muss es auch möglich sein, pro Segment Fremdkapitalinstrumente, wie bspw eine Segmentanleihe, auszugeben.

6. Token und Verbraucherrecht

Sofern Token keine Forderungen²⁷⁶ gegenüber einem Emittenten repräsentieren, sondern als Datensatz bzw Software eine Handelsware mit intrinsischem bzw immanenten Wert darstellen (digitale Inhalte), welcher sich am freien Markt gemäss Angebot und Nachfrage bildet²⁷⁷, sind einerseits die finanzmarktrechtlichen Regularien grundsätzlich nicht anwendbar²⁷⁸ und stellt sich andererseits in der Folge die Frage, ob bzw inwiefern Konsumentenschutzbestimmungen, insbesondere betreffend das Rücktrittsrecht gemäss KSchG und FAGG, einschlägig sind.

144

²⁷⁶ Lautend auf Geld (Einlagen oder E-Geld), oder gesellschaftsrechtliche Mitgliedschafts- oder Forderungsrechte (Finanzinstrumente) – vgl Titel II. Kapitel II.2.2.2 und II.2.7.

²⁷⁷ Wobei Preis- und Wertbildung stets auseinanderzuhalten sind. Der Wert bildet sich im Zuge der Fertigung – in Bezug auf Token sohin der Entwicklung bzw Programmierung – während der Preis durch Austausch bzw Zirkulation von Handelsware und Geld entsteht.

²⁷⁸ Vgl hierzu die Abhandlung unter Titel II. im Detail, insbesondere Kapitel II.2.2.2, II.2.7.3 und II.2.7.6 hinsichtlich Token als Wertmarke bzw „token of value“.

145 Auch das FernFinG sieht in dessen Art 8 grundsätzlich ein Rücktrittsrecht vor, wobei einem Konsumenten gemäss Art 10 FernFinG bei Verträgen über Finanzdienstleistungen, deren Preise auf dem Finanzmarkt²⁷⁹ Schwankungen unterliegen, welche ausserhalb der Einflussosphäre eines Unternehmers liegen und die innerhalb der Rücktrittsfrist liegen können, kein Rücktrittsrecht zukommt. Dies betrifft auch Dienstleistungen in Zusammenhang mit übertragbaren bzw handelbaren Wertpapieren und muss sohin auch in Zusammenhang mit Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren, greifen. Dabei ist zu beachten, dass auch wenn einer Informationspflicht über das Bestehen oder Nichtbestehen eines Rücktrittsrechtes gegenüber einem Verbraucher nachzukommen ist²⁸⁰, es aufgrund eines Nichtbelehrens über ein nicht-existierendes Rücktrittsrecht nicht zu einer – dem Sinnbild deus ex machina folgenden, unerwarteten und überraschenden – Schöpfung eines solchen Rücktrittsrechtes kommt. Dies hat, wie *Gruber* anführt, zur Folge, „dass die Nichtbelehrung über das Nichtbestehen des Rücktrittsrechtes sanktionslos ist.“²⁸¹

146 Gemäss Art 4 Abs 1 KSchG kann ein Konsument ohne Grund 14 Tage nach Vertragsabschluss²⁸² eines Dienstleistungsvertrages bzw bei Kaufverträgen über Waren, sohin 14 Tage nach jenem Tag, an welchem der Vertrag zwischen Unternehmer und Konsument zustandekommt, vom

²⁷⁹ Die Definition des Finanzmarktes ist weit auszulegen und stellt nicht nur auf regulierte bzw organisierte Märkte ab, sondern genauso auf ausserbörslichen, sogenannten OTC Handel; vgl Titel II. Kapitel II.2.3.1b.

²⁸⁰ Art 5 Abs 1 lit c Z 1 FernFinG.

²⁸¹ *Gruber*, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, Heft 2, 15.02.2005, S 53 (Abschnitt III. Rücktrittsrecht des Verbrauchers), welcher sich an angegebener Stelle vertieft mit der Thematik auseinandersetzt.

²⁸² Nicht Vertragserfüllung.

Vertrag zurücktreten, sofern die Vertragserklärung des Verbrauchers nicht in den Geschäftsräumen des Unternehmers abgegeben wurde. Dieses Rücktrittsrecht wird bei Token, welche Software im Sinne von Handelswaren darstellen (digitale Inhalte bzw. „Utility-“, „Payment-“, „Currency-“ oder „Commodity-Token“, welche weder E-Geld und sohin auch keine Einlagen und darüber hinaus auch keine Finanzinstrumente darstellen, sondern allenfalls als virtuelle Währungen behandelt werden), jedoch regelmässig nicht greifen, da derartige Verträge dem Fern- und Auswärtsgeschäfte-Gesetz unterliegen.²⁸³ Das FAGG sieht jedoch ein dem KSchG vergleichbares Rücktrittsrecht für im Fernabsatz geschlossene Verträge vor.

Es kann jedoch zur Anwendung einer Ausnahme vom Rücktrittsrecht 147 nach Art 19 Abs 1 FAGG kommen, wobei hinsichtlich den angeführten Commodity Token insbesondere die lit b und lit l leg cit in Frage kommen. Ein Konsument hat kein Rücktrittsrecht nach FAGG beim Erwerb von digitalen Inhalten im Fernabsatz, welche nicht auf einem körperlichen Datenträger gespeichert werden, sofern der Unternehmer unter expliziter Zustimmung des Verbrauchers und dessen Kenntnisnahme der Folgen hinsichtlich des Rücktrittsrechts vorzeitig – vor Verstreichen der 14-tägigen Rücktrittsfrist – mit der Erfüllung begonnen hat, wobei eine Bestätigung des geschlossenen Vertrages auf einem dauerhaften Datenträger zur Verfügung zu stellen ist.²⁸⁴ Unter einem dauerhaften Datenträger verstehen sich dabei neben Papier auch USB-Sticks,

²⁸³ Art 4 Abs 3 lit d KSchG iVm Art 12 Abs 1 FAGG.

²⁸⁴ Art 19 Abs 1 lit l FAGG iVm Art 6 Abs 2 bzw Art 8 Abs 3 FAGG.

Speicherkarten, Festplatten, sowie E-Mails.²⁸⁵ Während die Berufung auf diese Ausnahme grundsätzlich möglich ist, ist diese mit einem erheblichen administrativen Aufwand verbunden und offenbart sich eine Diskrepanz hinsichtlich dem Erwerb von Token im Sinne von digitalen Inhalten²⁸⁶ im Fernabsatz und Token, welche auf einem Hardware-Wallet gespeichert sind, da diesfalls an das Hardware-Wallet als physischen Gegenstand angeknüpft wird. Zu beachten ist, dass gemäss Erwägung 19 der Verbraucherrechterichtlinie 2011/83 digitale Inhalte grundsätzlich nur dann Waren im Sinne dieser Richtlinie bzw dem FAGG darstellen, wenn sie auf einem körperlichen Datenträger gespeichert werden.

- 148 Es stellt sich sohin die Frage, ob die Ausnahme vom Rücktrittsrecht nach Art 19 Abs 1 lit b FAGG für Token überhaupt einschlägig ist, da hiernach ein Konsument kein Rücktrittsrecht hat, wenn ein Vertrag über Waren oder Dienstleistungen geschlossen wird, deren Preis Schwankungen am Finanzmarkt unterliegt, wobei ein Unternehmer hierauf keinen Einfluss haben darf und die Schwankungen noch während der Rücktrittsfrist auftreten können müssen. Der deutsche BGH befürwortete dabei ein Rücktrittsrecht gemäss dieser Bestimmung unter Berufung auf die nationale Umsetzung der Verbraucherrechterichtlinie 2011/83 Deutschlands (für Liechtenstein im FAGG umgesetzt).²⁸⁷ Heizöl wird zwar ebenfalls – wie auch viele andere Rohstoffe, Fabrikate

²⁸⁵ Art 4 Abs 1 lit e FAGG bzw Art 2 Nr 10 der Richtlinie 2011/83; vgl auch BuA 2015/37, S 25; vgl ferner Erwägung 23 der Richtlinie 2011/83 (VRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

²⁸⁶ Digitale Inhalte sind gemäss Erwägung 19 der RL 2011/83 Computerprogramme, Anwendungen, Spiele, etc.

²⁸⁷ BGH VIII ZR 249/14 vom 17.06.2015.

oder Waren – börsengehandelt, jedoch weist der Ankauf von Heizöl keinen spekulativen Charakter auf; es fehlt am aleatorischen Element.²⁸⁸ Die Bestellung von Heizöl unterliegt nämlich keiner Volatilität, da der Warenpreis vorab bedungen wurde und insofern vorhersehbar war. Bei Festpreisgeschäften ist daher der Ausnahmetatbestand vom Rücktrittsrecht des Art 19 Abs 1 lit b FAGG zu negieren. Unschädlich sind dabei Nebenumstände, welche nicht vorhersehbar waren, wie zum Beispiel der Umstand, ob der Preis zum Lieferungszeitpunkt noch günstig ist.²⁸⁹ In Bezug auf nach liechtensteinischem Recht unregulierte Token, welche auf einer Plattform gewechselt oder gehandelt werden und die dem FAGG unterliegen, bedeutet dies, dass es auf den Willen der Parteien ankommt, ob ein Fixpreisgeschäft gewollt war, oder ob die Token für Spekulationszwecke erworben werden – dies mitunter zum Preis im Zeitpunkt der Lieferung.²⁹⁰

Stadler und Pfeil propagieren dabei einen spekulativen Kern bei B2C- 149
Geschäften in Bezug auf Token.²⁹¹ In dieser Pauschalität kann dem jedoch kaum ernsthaft gefolgt werden, da gerade die Protokoll-Coins

²⁸⁸ BGH VIII ZR 249/14 vom 17.06.2015, S 6 und 9.

²⁸⁹ *Geiger in Keiler/Klauser* (Hrsg), Österreichisches und Europäisches Verbraucherrecht, § 18 FAGG, Rz 5.

²⁹⁰ Unabhängig hiervon empfiehlt es sich bei Ausgabe eines eigenen Token, welcher mittels anderer Token erworben werden kann, den Preis in Fiatgeld zu denominieren (bspw ein neu zu emittierender Token wird gegen einen bestimmten Betrag EUR oder CHF, zahlbar in ETH ausgegeben), um bei etwaigen Rücktauschansprüchen die Volatilität zumindest zu einem gewissen Grad zu entschärfen.

²⁹¹ *Stadler/Pfeil*, Kryptowährungen als volatile Waren gemäß § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, Mai 2018, S 101 (S 103).

bzw -Token neben einer Wertspekulation auch einen Verwendungszweck im Blockchain-Protokoll vorweisen (Voraussetzung für das Funktionieren des Netzwerk-Protokolles sowie der Konsensbildung, wodurch ein intrinsischer Wert gebildet wird). Es wird sohin stets zwischen Nutzern, die einen Token erwerben, um diverse Dienste im dezentralen Netzwerk zu beziehen bzw um Funktionen ausüben zu können und Investoren, die lediglich an der Wertentwicklung eines Token partizipieren möchten, zu unterscheiden sein; einem Nutzer eines Blockchain-Protokolls wird kein primäres Interesse an der Wertentwicklung eines Token unterstellt werden können, da dieser regelmäßig mit dem Protokoll interagieren und die Utilität des Token sich zum Vorteil machen möchte und den Token mitunter auch verbraucht, weshalb ein etwaiger Spekulationscharakter nachrangig ist.

- 150 Unabhängig von dieser Problematik stellt sich aber die Frage, ob Token überhaupt Waren im Sinne der VRRRL bzw dem FAGG darstellen. Nach Art 2 Nr 3 der VRRRL sind Waren grundsätzlich nur körperliche Gegenstände. Jedoch wird auch Wasser, Strom und Gas als Ware angesehen, sofern diese in einer bestimmten Menge bzw Volumen verkauft werden. Token sind mengenmässig bestimmbar und da diese elektromagnetisch gespeichert werden, kann auch die Analogie für Token herangezogen werden, dass diese wie Strom in der VRRRL behandelt werden und sofern sie in einer bestimmten Menge verkauft werden, auch als Ware im Sinne der VRRRL bzw des FAGG angesehen werden. Für diese

Analogie sprechen sich *Stadler/Pfeil* aus.²⁹² Dabei steht eine solche Analogie in klarem Widerspruch zu Erwägung 19 der VRRL, da Token Daten bzw Software und sohin digitale Inhalte im Sinne dieser Richtlinie darstellen und ist deshalb eine derartige Analogie auch abzulehnen: „Vergleichbar mit Verträgen über die Lieferung von Wasser, Gas oder Strom, wenn sie nicht in einem begrenzten Volumen oder in einer bestimmten Menge zum Verkauf angeboten werden, oder über die Lieferung von Fernwärme, sollten Verträge über digitale Inhalte, die nicht auf einem körperlichen Datenträger bereitgestellt werden, für die Zwecke dieser Richtlinie weder als Kaufverträge noch als Dienstleistungsverträge betrachtet werden.“²⁹³ Dies muss zur Folge haben, dass die Ausnahme vom Rücktrittsrecht nach Art 19 Abs 1 lit b FAGG in Bezug auf Token, welche lediglich Software im Sinne von Handelsware – sohin digitale Inhalte gemäss der VRRL bzw virtuelle Währungen nach der 5. GW-RL – darstellen, nicht zur Anwendung gelangt.

Abseits dieser Bestimmungen ist hinsichtlich dem anwendbaren Recht 151 in Zusammenhang mit Verbraucherverträgen mit Auslandsbezug generell auf Art 45 des liechtensteinischen IPRG zu verweisen. Sofern der Staat, in dem ein Verbraucher seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat, zwingend besondere Schutzbestimmungen vorsieht, gehen diese Vorschriften einer getroffenen Rechtswahl vor, vorausgesetzt, die Geschäftsbeziehung wurde nicht nur durch den Verbraucher initiiert, sondern die Geschäftstätigkeit des Unternehmers ist auch auf den Aufenthaltsstaat des Verbrauchers ausgerichtet.

²⁹² *Stadler/Pfeil*, Kryptowährungen als volatile Waren gemäß § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, Mai 2018, S 101 (S 103).

²⁹³ Erwägung 19 VRRL sowie Art 6 Abs 2 und Art 17 Abs 1 VRRL.

- 152 Hierbei ist jedoch zu beachten, dass ein erlangter ausländischer Titel mangels Vollstreckungsübereinkommen – mit Ausnahme von Österreich und der Schweiz – mit Liechtenstein faktisch nicht vollstreckbar ist, da Liechtenstein weder das EuGVÜ noch das LugÜ unterzeichnet und ratifiziert hat.²⁹⁴
- 153 Unabhängig hiervon ist zu beachten, dass selbst Rechtswahlklauseln aufgrund Irreführung ungültig sein können, wenn es unterlassen wurde, darauf hinzuweisen, dass zwingende Verbraucherschutzbestimmungen des Staates, in welchem der Verbraucher seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat, vorgehen; pauschale Rechtswahlklauseln sind sohin gegenüber Verbrauchern nichtig.²⁹⁵

²⁹⁴ Öhri, Die Grundlagen der zivilrechtlichen Verantwortlichkeit der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung betrauten Organe, LJZ 12.2007, S 100 (101); Frick, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in Liechtenstein – Ein Überblick, LJ, S 106 (110); Bergt, Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 71 f (Rz 192).

²⁹⁵ Art 3 Klausel-RL 93/13/EWR, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj>; wobei offen bleibt, wie weit die Information zum zwingenden Recht gehen muss, da dies potentiell in eine deskriptive Gegenüberstellung der jeweiligen Rechtsordnungen ausartet; vgl OGH 2 OB 155/16g vom 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000, unter Verweis auf EuGH C-191/15 vom 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612: „Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 93/13 [Klausel-RL] ist dahin auszulegen, dass eine in allgemeinen Geschäftsbedingungen eines Gewerbetreibenden enthaltene Klausel, die nicht im Einzelnen ausgehandelt wurde und nach der auf einen auf elektronischem Weg mit einem Verbraucher geschlossenen Vertrag das Recht des Mitgliedstaats anzuwenden ist, in dem der Gewerbetreibende seinen Sitz hat, missbräuchlich ist, sofern sie den Verbraucher in die Irre führt, indem sie ihm den Eindruck vermittelt, auf den Vertrag sei nur das Recht dieses Mitgliedstaats anwendbar, ohne ihn darüber zu unterrichten, dass er [...] auch den Schutz der zwingenden Bestimmungen des Rechts genießt, das ohne

Generell zu beachten ist die im EU-Raum und EWR geltende (passive) Dienstleistungsfreiheit, gemäss welcher es bspw einer (bi- oder multilateralen) Krypto-Exchange in Bezug auf Token, welche weder Finanzinstrumente, E-Geld noch Einlagen darstellen, freisteht, auch Kunden aus EU-bzw EWR-Jurisdiktionen zu akzeptieren, deren Märkte von dieser Firma nicht direkt angesprochen werden, sofern diese die Geschäftsbeziehung anbahnen. Beachtlich ist hierbei, dass während eine solche Tätigkeit in Liechtenstein, je nach konkreter Ausgestaltung niedrigschwellig bis gar nicht reguliert ausgestaltet werden kann (zumindest gemäss Rechtslage vor TVTG und solange kein Fiat-Settlement erbracht wird), die selbe Tätigkeit in Deutschland bspw strengstens reguliert sein kann, da dort auch sogenannte Rechnungseinheiten Finanzinstrumente darstellen und folglich eine Wertpapierdienstleistung erbracht wird und ein MTF zu bewilligen wäre.²⁹⁶ In Zusammenhang mit solchen Finanzdienstleistungen kann auch die Reverse Solicitation²⁹⁷ nach Art 42 MiFID II iZm Erwägung 85 der MiFID II beachtlich sein.

7. Wesentliche Ergebnisse

Dieses abschliessende Kapitel fasst die zentralen Erkenntnisse und Ergebnisse dieser Arbeit in Zusammenhang mit Token, Wertpapieren und Wertrechten zusammen.

diese Klausel anzuwenden wäre; dies hat das nationale Gericht im Licht aller relevanten Umstände zu prüfen.“

²⁹⁶ Vgl Titel II Kapitel II.2.4.

²⁹⁷ Hiernach können Drittlandfirmen auf ausschliessliche Initiative von EU- bzw EWR-Kunden Wertpapierdienstleistungen erbringen, ohne den entsprechenden Regulatorien der MiFID II zu unterliegen.

156 Zu vergegenwärtigen ist dabei, dass eine Blockchain im Prinzip eine dezentrale, öffentliche und permanente Datenbank ist. Blockchain ist dabei nicht gleich Blockchain. Zu unterscheiden ist insbesondere hinsichtlich der unterschiedlichen Berechtigungen betreffend Schreib- und Lesezugriff. Auf einer Public (permissionless) Blockchain hat anders als auf einer Private (permissioned) Blockchain jeder Nutzer Schreibrechte. Die Attribute „open“ und „closed“ Blockchain stellen hingegen auf die Ausgestaltung der Leserechte ab. Bitcoin und Ethereum sind Paradebeispiele für public open Blockchains – jeder Nutzer hat Schreib- und Lesezugriff. Eine Blockchain mit Schreibrecht für jedermann, aber eingeschränktem Lesezugriff (public closed) ist hingegen ideal geeignet für die Durchführung von anonymen Wahlen. Ist hingegen Transparenz gefragt, soll aber nicht jeder einen Schreibzugriff haben, kann eine private open Blockchain eingesetzt werden. Der behördliche Verkehr könnte hingegen auf einer private closed Blockchain verlegt werden, auf welcher sohin eingeschränkte Lese- und Schreibrechte bestehen.

157 Ein potentieller Anwendungsfall einer permissionless bzw public Blockchain liegt beispielsweise auch in der Umsetzung der sogenannten Self-Sovereign-Identity (SSI) als Ergänzung und achte Ebene des Open Systems Interconnection Model (OSI), welches das Referenzmodell für Netzwerkprotokolle darstellt. Insbesondere in Zusammenhang mit Datenportabilität von verifizierten Daten kann die Blockchaintechnologie eine wichtige Rolle einnehmen (Identifizierung, Altersverifizierung, etc). Vorzustellen ist dies bspw wie ein Layer auf Internet-Browser-Ebene. So wäre es bspw denkbar, dass personenbezogene Daten auf dieser „Meta-Ebene“ eingespeist werden und in der Folge – sofern gewünscht – auf allen sozialen Netzwerken gleichzeitig aktualisiert werden. Umgekehrt könnten einfach gesprochen auch Inhalte eingespeist

werden, ohne dass ein Website-Hoster hiervon erfährt (da die Inhalte eine Ebene höher integriert werden; bspw Werbung für Kryptowährungen auf Webseiten, die solche Werbungen an und für sich verboten haben).

Token können technisch gesehen als Datensatz dargestellt werden, der einer Zwei-Faktor-Authentifizierung unterliegt und genutzt werden kann, um softwarebasierte Dienstleistungen zu autorisieren. Zugriff wird dabei erst gewährt, wenn eine Authentifizierung erfolgreich war. Faktoren für die Authentifizierung können auf die Elemente Wissen, Besitz und Inhärenz abstellen. Dieselben Elemente finden sich dabei interessanterweise auch in der PSD II im Zusammenhang mit der starken Kundenauthentifizierung. 158

Auf dezentralen Protokollen wie Blockchains werden regelmässig auch dezentrale Apps, sogenannte Smart Contracts, im Sinne von permanenten Skripten, eingesetzt. Diese gehen auf die Agoric Computing Modelle der 1980er Jahre zurück und können auch Verträge im rechtlichen Sinne darstellen, wenn bedacht wird, dass Verträge selbst konkludent oder mündlich geschlossen werden können. 159

7.1 Die Abbildung des Vollrechtes Eigentum in einem Token

Token stellen aufgrund eines fehlenden Elements der Körperlichkeit keine Sache im Sinne des liechtensteinischen Sachenrechtes dar. Mit Inkrafttreten des TVTG am 01.01.2020 sind die sachenrechtlichen Bestimmungen auf Token jedoch sinngemäss anzuwenden. 160

- 161 Allerdings gilt ungeachtet dessen der Grundsatz „Substance over Form“ und muss stets auf das Recht, welches der Token abbildet, geschaut werden. Sofern ein Verwahrer bspw eine Sache gemäss depositum regulare für einen Verfügungsberechtigten eines Tokens verwahrt, so repräsentiert ein solcher Token effektiv das Eigentumsrecht an der in Verwahrung gegebenen Sache.
- 162 Hinsichtlich der Frage, ob ein depositum regulare vorliegt, wonach der Verwahrer nach wie vor Eigentümer einer spezifischen Sache bleibt, oder ein depositum irregulare begründet wird, gemäss welchem nur mehr ein Gattungsanspruch besteht, kommt es auf die wirtschaftlichen Absichten der Parteien an. Ein Verwahrer hat gemäss den Bestimmungen über den Verwahrungsvertrag dieselben Sachen zurückzustellen, welche in Verwahrung gegeben wurden. Dabei kann wie ausgeführt selbst dann ein depositum regulare vorliegen, wenn der Verwahrer nur Sachen derselben Art und Güte zurückzustellen hat. Es kommt auf die Abrede hinsichtlich der Eigentumsverhältnisse an. Soll der Verwahrer Eigentümer werden, liegt ein depositum irregulare vor. Soll aber der Verwahrer Eigentümer bleiben, so liegt ein depositum regulare vor. Dies kann dabei eine wichtige Rolle spielen, damit bei Tokenisierung des Eigentumsrechtes an Sachen, ein Token aus aufsichtsrechtlicher Perspektive aufgrund der fehlenden Standardisierung nicht als Finanzinstrument qualifiziert wird.
- 163 Eine Standardisierung kann dabei aber mittels Verwahrungsabrede erfolgen, was im Ergebnis unschädlich ist. So kann ein depositum regulare vorliegen, jedoch bleibt es den Parteien bzw insbesondere dem Hinterleger offen, eine nach Art, Zahl und Güte vergleichbare Sache anstatt der hingeegebenen Sache zu akzeptieren.

7.2 Wertrechte nach TVTG und Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)

Durch den BuA 2019/93 werden einerseits Wertrechte nach TVTG und 164
andererseits Wertrechte nach PGR eingeführt. Dabei bestehen zwischen den Wertrechten nach diesen Gesetzen wesentliche Unterschiede abseits der Repräsentation in einem Token bzw der Führung im Wertrechtbuch. Auf Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 sind die sachenrechtlichen Bestimmungen im Ergebnis funktional-äquivalent anzuwenden, da diesen Wertrechten dieselben Funktionen wie jenen von Wertpapieren zukommen sollen. Darüber hinaus herrscht im PGR weiterhin das Kausalprinzip vor. Auf Wertrechte nach TVTG sollen die sachenrechtlichen Bestimmungen hingegen nur funktional-adäquat, sohin sinngemäss zur Anwendung gelangen. Des Weiteren herrscht hinsichtlich der Übertragungsordnung des TVTG das Abstraktionsprinzip vor.

Dies hat zur Folge, dass bei der Übertragung von Wertrechten in Form 165
von Token nach TVTG das Verfügungsgeschäft auch abstrakt bestehen bleibt, sollte das Verpflichtungsgeschäft wegfallen. In diesem Fall wäre bereicherungsrechtlich rückabzuwickeln. Bei Wegfall der Causa bei einem Geschäft über Wertrechte gemäss PGR idF BuA 2019/93 fällt hingegen auch das Verpflichtungsgeschäft dahin und können derartige Wertrechte zukünftig vindiziert werden.

Dies deshalb, da einem Wertrecht nach PGR idF BuA 2019/93 alle Funk- 166
tionen von einem Wertpapier zukommen; sohin auch eine Transportfunktion, Legitimations- und Liberationsfunktion, Verkehrsschutzfunktion, sowie die Einredenbeschränkung. Die Bestimmung soll bewusst weitergehen als die schweizerische Rezeptionsgrundlage in

Art 973c OR, welche die Anwendung sachenrechtlicher Bestimmungen (Transportfunktion und Gutgläubenserwerb) in Bezug auf Wertrechte verneint.

- 167 Mit § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 wurde eine weitgreifende Änderung in der Zivilrechtsdogmatik vorgenommen und können alle Rechte in Form von Wertrechten abgebildet werden, wodurch diese in der Folge dem sachenrechtlichen Regime unterworfen werden können. Eine der essentiellsten (rechtsdogmatischen) Änderungen, welche der Gesetzgebungsprozess zum Blockchain-Gesetz mit sich bringt, ist sohin ausserhalb desselben zu verorten. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass das Wertrechtbuch auch so zu organisieren ist, dass ein unberechtigter Eingriff des Schuldners in Rechte des Gläubigers ausgeschlossen ist. Hierfür eignen sich auch die Blockchaintechnologie bzw VT-Systeme in der Diktion des TVTG. Die Führung des Wertrechtbuches auf der Blockchain hat nicht zwingend zur Folge, dass Wertrechte auch in Form von Token geführt werden müssen und folglich wieder dem TVTG unterliegen würden.

7.3 Tokenisierung iZm kollektiven Veranlagungsstrukturen und segmentierten Verbandspersonen

- 168 Eines der wichtigsten Kriterien von Fonds ist die Anlage gemäss einer festgelegten Anlagestrategie. Hierunter ist eine Diskretion in der Allokation von Vermögenswerten zu verstehen. Legt man die ermessensbasierte individuelle Portfolioverwaltung auf ein Kollektiv um, findet man sich in der Fondsregulierung wieder.
- 169 Holdinggesellschaften oder Zweckgesellschaften, welche beispielsweise durch Ausgabe eines Security Tokens ein Fundraising betreiben,

stellen keine Fonds dar, solange diese eine Geschäftsstrategie verfolgen. Dies bedeutet, dass bei Zeichnung der (tokenisierten) Finanzinstrumente das Investitionsziel bereits feststehen muss und in der Veranlagung auch kein Ermessen besteht. Sofern kollektive Veranlagungen mit einem gewissen Ermessensspielraum erfolgen, liegt hingegen eine festgelegte Anlagestrategie und folglich ein Fonds vor. Ein Beispiel, welches hierbei eine Gratwanderung durchführt, kann in der Veranlagung gemäss einem fixen Algorithmus gesehen werden. Auch bei einem solchen Robo-Advisory basiertem Geschäftsmodell besteht kein Ermessen in der Veranlagung des eingesammelten Kapitals, weshalb im Ergebnis das Vorliegen eines Fonds zu verneinen ist.

Auch die Repräsentation eines Depots an Finanzinstrumenten kann zu 170
einem kollektiven Anlageschema führen, sofern nicht nur ein Hinterlegungs- bzw Depotschein in Bezug auf Finanzinstrumente in einem Token repräsentiert wird, sondern – was technisch möglich wäre – ein aktiv oder passiv verwaltetes Finanzportfolio in einem Token repräsentiert wird. Wird ein solcher Token in der Folge gestückelt und an Investoren ausgegeben, kommt es effektiv zur Etablierung eines Fonds.

Zu beachten ist dabei, dass UCITS ausschliesslich in liquide Finanzan- 171
lagen investieren können, weshalb ein Kryptofonds, welcher in Token, im Sinne von digitalen Inhalten, investiert, nur als AIF strukturiert werden kann. Möglich ist aber auch, die Anteilscheine eines Fonds in Form von Token auszugeben. Essentiell ist dabei, dass die liechtenstei-

nische FMA auf schriftlichen Antrag hin verbindlich und unter Bindung an ihre Ansicht eine Auskunft erteilen muss, ob ein Fonds vorliegt oder nicht.

- 172 Beachtlich hinsichtlich AIF ist, dass deren Vertrieb im europäischen Binnenmarkt nur hinsichtlich professioneller Investoren harmonisiert ist. In Liechtenstein können Anteile eines AIF zwar auch an Retail-Investoren vertrieben werden, jedoch ist ein solcher AIF nicht passportingfähig.
- 173 Auch die im liechtensteinischen Recht vorgesehene Gestaltungsform der segmentierten Verbandsperson bzw PCC kann in Zusammenhang mit Fonds von Bedeutung sein. Beispielsweise kann eine Aktiengesellschaft segmentiert werden, wobei jedes Segment eigene Segmentaktien oder auch Segmentanleihen ausgeben kann. Ob ein Fonds bei einer Verbandsperson, welche segmentiert ist, vorliegt oder nicht, hängt wiederum wesentlich davon ab, ob eine festgelegte Anlagestrategie oder bloss eine Geschäftsstrategie verfolgt wird.

7.4 Verbrauchergeschäfte iZm Token

- 174 Das FernFinG sieht grundsätzlich ein Rücktrittsrecht vor, wobei einem Verbraucher bei Geschäften über Finanzdienstleistungen im Fernabsatz dann kein Rücktrittsrecht zukommt, wenn die vertragsgegenständlichen Finanzdienstleistungen auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegen, welche nicht vom Unternehmer beeinflusst werden und innerhalb der Rücktrittsfrist liegen. Dabei ist eigentlich auch im

FernFinG darüber zu belehren, ob ein Rücktrittsrecht besteht oder nicht; im Ergebnis ist es allerdings sanktionslos, wenn die Belehrung über das Nichtbestehen eines Rücktrittsrechtes unterbleibt, da hieraus kein Rücktrittsrecht erwächst.

Von grösserer Bedeutung ist das Verbraucherrecht jedoch betreffend 175
Token, welche Software im Sinne von digitalen Inhalten und sohin
Handelsware darstellen. Derartige Token sind in Liechtenstein auf-
sichtsrechtlich nur als virtuelle Währungen erfasst, welche keiner be-
sonderen finanzmarktrechtlichen Bewilligung für die Ausgabe oder
den Vertrieb bedürfen, da sie weitestgehend wie Handelswaren behan-
delt werden.²⁹⁸ Geschäfte in Bezug auf solche Token werden regelmä-
ssig im Fernabsatz geschlossen werden, weshalb weniger das KSchG,
sondern vielmehr das FAGG und insbesondere dessen Vorschriften be-
treffend das Rücktrittsrecht von Bedeutung sind.

Es kann jedoch zur Anwendung einer Ausnahme vom Rücktrittsrecht 176
nach FAGG kommen. Insbesondere die Ausnahmen in Art 19 Abs 1 lit
b und lit l FAGG kommen diesbezüglich in Frage. Ein Konsument hat
kein Rücktrittsrecht gemäss letzterer Bestimmung des FAGG beim Er-
werb von digitalen Inhalten im Fernabsatz, welche nicht auf einem kör-
perlichen Datenträger gespeichert werden und der Unternehmer bei
ausdrücklicher Zustimmung des Verbrauchers nach erfolgter Informa-
tion über das Rücktrittsrecht vorzeitig, vor Verstreichen der Rücktritts-
frist, mit der Vertragserfüllung begonnen hat. Dabei ist eine Bestäti-
gung des geschlossenen Vertrages auf einem dauerhaften Datenträger

²⁹⁸ Lediglich eine Meldepflicht als Wechselstube (vor Inkrafttreten des TVTG)
bzw eine Registrierung als VT-Wechseldienstleister kann je nach Geschäfts-
modell indiziert sein, vgl weiterführend Titel II. Kapitel II.2.9 und II.3.

zur Verfügung zu stellen. Dauerhafte Datenträger sind neben Papier auch USB-Sticks, Speicherkarten, oder auch E-Mails. Die Begründung dieser Ausnahme geht jedoch auch mit einem beachtlichen administrativen Aufwand einher. Zu beachten ist, dass Token auf einem Hardware-Wallet nicht als digitaler Inhalt zu sehen sind, sondern als Ware im Sinne des FAGG bzw der VRRL.

177 Weiters kommt als relevante Ausnahme allenfalls Art 19 Abs 1 lit b FAGG in Frage. Ein Verbraucher hat hiernach kein Rücktrittsrecht, wenn ein Vertrag über Waren oder Dienstleistungen geschlossen wird, deren Preis Schwankungen am Finanzmarkt unterliegt. Dies ist jedenfalls bei einem Festpreisgeschäft zu verneinen. Wurde der Warenpreis vorab ausbedungen, war dieser auch vorhersehbar. Der Umstand, ob der Preis zum Zeitpunkt der Lieferung noch günstig ist, ist hierbei unbeachtlich. Es kommt sohin auf den Willen der Parteien an, ob ein Fixpreisgeschäft hinsichtlich Token gewollt war, oder ob diese für spekulative Zwecke erworben wurden.

178 Ein pauschal spekulativer Kern bei Verbrauchergeschäften, welche Token zum Inhalt haben, kann jedoch nicht unterstellt werden, da Token oftmals eine inhärente Funktion auf einer Blockchain einnehmen und für die Ausführung von bestimmten Vorgängen bzw das Funktionieren einer Blockchain erforderlich sind und auch für die Konsens-Bildung benötigt werden. Auch dies ist bei einem Kauf von Token zu berücksichtigen, da ein Nutzer, der einen Token erwirbt, um Dienste im Zusammenhang einer Blockchain nutzbar zu machen und die Token mitunter auch verbraucht, kein primäres Interesse an einer Wertentwicklung hat. Selbst wenn ein solcher spekulativer Charakter einem konkreten Geschäft bezogen auf Token unterstellt werden kann, stellen Token jedoch keine Waren im Sinne der VRRL bzw dem FAGG dar,

weshalb diese Ausnahme vom Rücktrittsrecht von vornherein nicht herangezogen werden kann. Eine Analogie zu Strom, Wasser und Gas, welche als Ware behandelt werden, sofern diese in einer bestimmten Menge bzw Volumen verkauft werden, ist im Ergebnis zu verneinen, da dies der Erwägung 19 der VRRL direkt entgegenstehen würde: *„Vergleichbar mit Verträgen über die Lieferung von Wasser, Gas oder Strom, wenn sie nicht in einem begrenzten Volumen oder in einer bestimmten Menge zum Verkauf angeboten werden, oder über die Lieferung von Fernwärme, sollten Verträge über digitale Inhalte, die nicht auf einem körperlichen Datenträger bereitgestellt werden, für die Zwecke dieser Richtlinie weder als Kaufverträge noch als Dienstleistungsverträge betrachtet werden.“* Auch digitale Inhalte, wie Computerprogramme, Spiele, Filme, Musik, etc, wären mengenmässig bestimmbar und sollen gemäss Erwägung des Unionsrechtsgebers gerade nicht als Waren behandelt werden; die Ausnahme vom Rücktrittsrecht in Bezug auf digitale Inhalte begründet eine eigenständige Ausnahme, welche nicht mit der Ausnahme in Art 19 Abs 1 lit b FAGG kommuniziert. Diese Ausnahme ist sohin für Token als digitale Inhalte gemäss VRRL, welche auch virtuelle Währungen gemäss der 5. GW-RL darstellen können, nicht anwendbar.

Ferner ist ganz generell in Bezug auf das liechtensteinische Recht zu 179 beachten, dass ausländische Titel, mit Ausnahme von Titeln aus Österreich oder der Schweiz, in Liechtenstein nicht vollstreckbar sind, da Liechtenstein weder das EuGVÜ noch das LugÜ unterzeichnet und ratifiziert hat. Bei Prozessführung in Liechtenstein von Personen ohne Wohnsitz in Liechtenstein ist dabei im Rahmen der §§ 56 ff ZPO eine aktorische Kautio als Sicherheit für die Prozesskosten zu hinterlegen.

Weiters ist auch allgemein zu beachten, dass selbst eine Rechtswahlklausel wegen Irreführung ungültig sein kann, sofern kein Hinweis erfolgte, dass zwingende Verbraucherschutzbestimmungen des Verbraucheraufenthaltsstaates vorgehen (EuGH C-191/15, VKI/Amazon EU Sàrl: *„Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 93/13 [Klausel-RL] ist dahin auszulegen, dass eine in allgemeinen Geschäftsbedingungen eines Gewerbetreibenden enthaltene Klausel, die nicht im Einzelnen ausgehandelt wurde und nach der auf einen auf elektronischem Weg mit einem Verbraucher geschlossenen Vertrag das Recht des Mitgliedstaats anzuwenden ist, in dem der Gewerbetreibende seinen Sitz hat, missbräuchlich ist, sofern sie den Verbraucher in die Irre führt, indem sie ihm den Eindruck vermittelt, auf den Vertrag sei nur das Recht dieses Mitgliedstaats anwendbar, ohne ihn darüber zu unterrichten, dass er [...] auch den Schutz der zwingenden Bestimmungen des Rechts genießt, das ohne diese Klausel anzuwenden wäre; dies hat das nationale Gericht im Licht aller relevanten Umstände zu prüfen.“*

- 181 Zu beachten ist letztlich, dass eine Dienstleistung in Bezug auf Token im Sinne von digitalen Inhalten, je nach konkreter Ausgestaltung niedrigschwellig reguliert sein kann, die selbe Tätigkeit aber in anderen Jurisdiktionen wie bspw Deutschland regulatorisch strengstens erfasst werden kann, da dort auch sogenannte Rechnungseinheiten (wie Token) Finanzinstrumente darstellen und folglich für den Handel von Token nach deutschem Recht ein MTF zu bewilligen wäre.

II. Token Offerings und dezentrale Handelsplätze

1. Einleitung und Untersuchungsgegenstand

Während die Arbeit unter Titel I. – Token als Wertrechte – primär die zivilrechtliche Natur von Token und deren Übertragung in Liechtenstein behandelt, wird in gegenständlicher Abhandlung der Fokus auf die aufsichtsrechtlichen Aspekte, insbesondere im Zusammenhang mit Token Offerings gelegt, wobei europäische Rechtsakte im Besonderen in der Abhandlung berücksichtigt werden. Der Begriff des Token Offerings wird vorliegend bewusst gewählt, da diesem der höchste Abstraktionsgrad hinsichtlich des öffentlich-rechtlich relevanten Anbietens von Token zugeschrieben werden kann und der Kreativität hinsichtlich Wortneuschöpfungen für eine Emission von Token schier unerschöpflich scheint. Für Insider in der Blockchain-Branche²⁹⁹ bewegen sich diese nicht legaldefinierten Termini von ICO (Initial Coin Offering in Anlehnung an den Börsengang – „Initial Public Offering“; IPO), über Abarten hiervon wie DAICO (Dezentralized Autonomous Initial Coin Offering), IPCO (Initial Public Coin Offering), IEO (Initial Exchange Offering), IDO (Initial DEX Offering) oder ITO (Initial Token Offering), den eher technisch bezogenen Begriff TGE (Token Generating Event) bis hin zu Wertungen, die der rechtlichen Beurteilung bezüglich der

182

²⁹⁹ Die Begrifflichkeit „Blockchain“ ist in gegenständlicher Arbeit als pars pro toto für die Distributed Ledger Technology zu sehen.

Klassifikation vorgreifen wie etwa ETO (Equity Token Offering), ACO (Accredited Coin Offering) oder STO (Security Token Offering).³⁰⁰

- 183 Diese Begriffe sind dabei höchst heterogen ausgestaltet und ist es letztlich auch immer im Einzelfall zu beurteilen, ob blockchainbasierte Geschäftsmodelle und das involvierte Token-Design bzw die Token-Struktur eine finanzmarktrechtliche Bewilligung auslösen. Den vorgenannten Begrifflichkeiten ist nicht einmal zwingend ein öffentliches oder privates Angebot von Token gemein. Hierunter kann auch lediglich die technische Erzeugung von Token gemeint sein³⁰¹, oder aber die

³⁰⁰ Vgl hinsichtlich der facettenreichen Wortkreationen *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (64); *Sinha*, IEOs, ICOs, STOs and Now IDOs – How to Raise Funds for Crypto in 2019?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019, 20:43.

³⁰¹ Vgl Vernehmlassungsbericht der Regierung betreffend die Schaffung eines Gesetzes über auf vertrauenswürdigen Technologien (VT) beruhende Transaktionssysteme (Blockchain-Gesetz; VT-Gesetz; VTG) und die Abänderung weiterer Gesetze, welcher am 28.08.2018 von der Regierung verabschiedet wurde und erstmals stringent zwischen Token-Erzeuger und Token-Emittent unterscheidet. Token-Emittent ist dabei nach Art 2 Abs 1 lit I TVTG idF BuA 2019/54 eine Person, welche Token im eigenen Namen und für eigene oder fremde Rechnung anbietet oder eine Token-Emission im fremden Namen – im Namen eines Auftraggebers, welcher einen Bevollmächtigungsvertrag (sohin das zweiseitige Rechtsgeschäft des Auftrages im Innenverhältnis und eine Vollmacht mit Wirkung im Aussenverhältnis) eingeht – für fremde Rechnung durchführt. Eine solche direkte oder offene Stellvertretung mit Rechtswirkung der gesetzten Handlungen des Vertreters für den Vertretenen entspräche in Bezug auf Finanzinstrumente im Wesentlichen einem Platzierungsgeschäft – vgl BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, zuletzt geändert am 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeff.html.

Generierung von Token im Zuge des sogenannten Minings bzw Minings, welches bei Proof-of-Work-Mechanismen³⁰² üblich ist. Das Bitcoin-Protokoll setzt beispielsweise auf den vorgenannten Proof-of-Work-Mechanismus und sieht vor, dass jeder Block 50 neue Bitcoin generiert, wobei diese Anzahl an neu geschaffenen Bitcoin alle 210'000 Blöcke halbiert wird und die kleinste Untereinheit, 1 Satoshi³⁰³, unteilbar ist.³⁰⁴ Mittels geometrischer Folge veranschaulicht, sieht dies wie folgt aus:

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

³⁰² Auch PoW; hierunter versteht sich vereinfacht beschrieben die Zurverfügungstellung von Rechenleistung zur Lösung von bestimmten kryptographischen Berechnungen, wobei bei Lösen der Aufgaben Blöcke erschaffen und der Blockchain zugeführt werden. Durch diese neuen Blöcke werden dabei Transaktionen bestätigt und neue Token ausgegeben. Darüber hinaus gibt es auch weitere Mechanismen wie Proof-of-Stake (PoS) und auch hybride Formen; sa Buterin, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

³⁰³ 0.00000001 BTC, benannt nach dem ominösen Erfinder des Bitcoin Protokolls, *Satoshi Nakamoto*. Vgl das Bitcoin Whitepaper, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

³⁰⁴ <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

- 184 Hieraus resultiert das Limit von gerundet 21 Millionen Bitcoin (exakt 20'999'999.9769 BTC³⁰⁵), wobei die 50 Bitcoin des Genesis Blocks nicht übertragbar sind³⁰⁶ und auch weitere Irregularitäten zu unübertragbaren Bitcoins geführt haben.³⁰⁷
- 185 Insofern dient das derartige (technische) Erzeugen und Inverkehrbringen solcher Token aber auch nicht zwangsläufig einer Kapitalisierung am Finanzmarkt bzw Unternehmensfinanzierung, sondern können die ausgegebenen Token auch einfach einen dem blockchainbasierten Geschäftsmodell inhärenten Zweck – eine Utility – haben, was nach liechtensteinischem Recht regelmässig auch keine allzu grossen regulatorischen Konsequenzen mit sich ziehen wird. Dabei ist also zu beachten, ob es zu einem Angebot von Token im Zuge eines Fundraisings kommt (mithin Token Offering), oder ob die Token eigentlich digitale Inhalte im Sinne von Daten bzw Software als Handelsware darstellen und mit kommerzieller Absicht verkauft werden (mithin Token Sale).
- 186 Demgemäss scheint aber auch die versuchte Legaldefinition im Draft Report der Europäischen Crowdfunding Service Provider Verordnung

³⁰⁵ Dies ist auf die grosse Fragmentierung bei der Division und die Beschränkung der Anzahl von Bits der Bitcoin auf die 8. Ziffer nach der Dezimalstelle zurückzuführen.

³⁰⁶ https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31; dies ist auch der Grund, weshalb ETH quasi mittels Transfers auf die Adresse 0x0 vernichtet werden können (sog „burning“), da niemand über den Private Key dieser Adresse verfügt.

³⁰⁷ <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, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

(ECSP) verfehlt, da diese ausschliesslich auf virtuelle Währungen, bzw in der vormaligen Diktion des TVTG idF BuA 2019/54³⁰⁸ auf Zahlungstoken³⁰⁹ abstellt. Wörtlich lautet es in der ECSP: „*‘Initial Coin Offering or ICO’ means raising funds from the public in a dematerialised way using coins or tokens that are put for sale for a limited time by a business or an individual in exchange for fiat or virtual currencies.*“³¹⁰

Diese Formulierung trägt jedoch nicht den mannigfaltigen Ausgestaltungsvarianten von Token Rechnung, welche grundsätzlich alle Rechte repräsentieren können. Berechtigterweise wurden ICOs im finalen Report gestrichen. Während den ICOs hier nach wie vor eine Finanzierungs-komponente zugeschrieben wird, welche insbesondere für KMU interessant sein könne, wird abseits der kapitalmarktrechtlichen Einordnung auch erkannt, dass die Technologie bspw den Technologietransfer beschleunigen kann. Es wurde rechtzeitig erkannt, dass die Inkludierung von ICOs in der ECSP die damit im Zusammenhang stehenden rechtlichen Unsicherheiten nicht zu lösen vermag und wird dort auch festgehalten, dass die Europäische Kommission in Zukunft

³⁰⁸ Bericht und Antrag 2019/54 der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und die Abänderung weiterer Gesetze; Art 2 Abs 1 lit d TVTG-BuA („TVTG“).

³⁰⁹ In BuA 2019/93, S 23 wurde der Zahlungstoken wiederum gestrichen.

³¹⁰ Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf, S 28.

eine umfassende unionsrechtliche Rahmengesetzgebung vorschlagen könnte, welche auf einer gründlichen Folgenabschätzung basiert.³¹¹

- 188 Die konkrete Forschungsfrage der vorliegenden Arbeit lautet sohin: *Wann liegt ein Token Offering vor und wie werden Token Offerings im liechtensteinischen Aufsichtsrecht behandelt?* Die konkretisierende Unterfrage hierzu lautet: *Können Token auch Einlagen, E-Geld oder Finanzinstrumente repräsentieren? Wie verhalten sich diese drei Regularien zueinander bzw. wodurch grenzen sie sich von virtuellen Währungen ab?* Hierbei muss *no-
lens volens* auch der unionsrechtliche Rechtsrahmen Berücksichtigung finden. Die Arbeit soll dabei im Besonderen auf Token Offerings über sogenannte dezentrale Handelsplätze bzw. dezentrale Märkte eingehen. Als dezentrale Handelsplätze werden zum Beispiel EtherDelta³¹²,

³¹¹ Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (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, S 8 und 9 (Rz 11a und 15a).

³¹² <https://etherdelta.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:21; eine Exchange ohne Matching Engine (Bulletin Board), auf welcher Nutzer Order erstellen müssen.

IDEX³¹³, Token Store³¹⁴ oder die Stellar Decentralized Exchange (DEX)³¹⁵ erfasst, auf welchen völlig dezentral, sohin peer-to-peer (p2p), Kryptowährungen bzw Token, mitunter auch solche Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren, gehandelt werden können.³¹⁶ Die Interessenszusammenführung kann dabei von dem jeweiligen Netzwerk-Protokoll – der Blockchain selbst – durchgeführt werden und

³¹³ <https://idex.market/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:21. IDEX führt das Orderbuch offchain (zentral), wie auch 0x – <https://0x.org/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:22. AirSwap verfügt hingegen über ein dezentrales Orderbuch, <https://www.airswap.io/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:22. Andere sogenannte „Crypto-Exchanges“ haben überhaupt kein Orderbuch im herkömmlichen Sinne, so zB Uniswap, <https://uniswap.io/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:23, oder DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:24, (eine auf einer holländischen Auktion – Rückwärtsauktion oder auch Auktion mit fallenden Preisen – basierende Exchange).

³¹⁴ <https://token.store/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:24.

³¹⁵ <https://stellarterm.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:21; Die Stellar DEX speichert das Orderbuch on-chain, wickelt Transaktionen on-chain ab und verfügt über ein in das Stellar-Protokoll integriertes Matchmaking.

³¹⁶ Im Unterschied zu Exchanges, bei denen Orderbuch, Matching und Settlement off-chain angelegt sind bzw erfolgen, so zB OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:24. Abseits von Exchanges für Finanzinstrumente gibt es auch zentrale Intermediäre für Token, welche weder Finanzinstrumente, E-Geld noch Einlagen darstellen – bspw Binance (<https://www.binance.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:25), Bittrex (https://international.bittrex.com, aufgerufen am 15.09.2019, 16:25), Coinbase (<https://www.coinbase.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:26), etc, welche ihr Orderbuch allesamt off-chain führen und Token auch zentral in einem Omnibus-Wallet halten, um Transaktionskosten auf der Blockchain zu minimieren.

unterscheidet sich ein solcher dezentraler Handelsplatz von dem organisierten Kapitalmarkt dadurch, dass dieser nicht von einem zentralen Intermediär, sondern von der Summe der Netzwerknutzer – sohin von dem Netzwerk als dezentrale autonome Organisation – selbst betrieben wird. In diesem Zusammenhang ist weiters nachfolgende Unterfrage zu eruieren: *Finden finanzmarktrechtlichen Regularien auf dezentrale Handelsplätze Anwendung – und falls dies zu bejahen sein sollte, in welcher Form bzw in welchem Umfang und wie unterscheiden sich diese Regularien von denjenigen für organisierte Handelsplätze?*

1.1 Finanzmarktrechtliche Würdigung von DLT-basierten Geschäftsmodellen

- 189 Die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein verfolgt gemäss Art 4 FMAG die Ziele der *Gewährleistung der Stabilität des Finanzmarktes Liechtenstein, den Schutz der Kunden, die Vermeidung von Missbräuchen sowie die Umsetzung und Einhaltung anerkannter internationaler Standards*. Das Finanzmarktrecht verfolgt sohin eine *„eine technologieneutrale, risikogerechte und für bestehende Marktteilnehmer nicht-diskriminierende Regulierung“*.³¹⁷ Auch DLT- bzw Blockchain-basierte Geschäftsmodelle können grundsätzlich unter den Anwendungsbereich der Finanzmarktregulierung fallen, wobei ein funktioneller Ansatz verfolgt wird, was bedeutet, dass jedes Modell bzw jede Token-Struktur einzelfallbezogen analysiert wird (bspw Erzeugung von Token im Rahmen eines Token Offerings).

³¹⁷ Vgl die Aufgaben der liechtensteinischen FMA - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:21; FMA Liechtenstein, Innovation als Herausforderung – und als Chance!, 20.07.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>.

Die faktische wirtschaftliche Ausgestaltung eines Tokens und die hieraus resultierende rechtliche Qualifikation stellt sohin aus aufsichtsrechtlicher Perspektive den Dreh- und Angelpunkt dar. Dabei ist stets zwischen Geschäftsmodell und Token-Design zu differenzieren. Ein Token muss kein Finanzinstrument darstellen, jedoch kann das Geschäftsmodell dennoch einer spezialgesetzlichen Bewilligung, welches der Aufsicht durch die FMA (Liechtensteiner Finanzmarktaufsicht) gemäss FMAG untersteht, unterliegen. Anders herum kann es auch sein, dass das Geschäftsmodell finanzmarktrechtlich unreguliert ist, jedoch ein Token ein Finanzinstrument darstellt, was folglich mit bestimmten Beschränkungen bspw im Vertrieb einhergeht, oder aber einen Prospekt erforderlich macht. 190

Der technologieneutrale Ansatz ist dabei nicht nur bei der Beurteilung durch die FMA massgebend, sondern wurde diesem Aspekt auch im TVTG Rechnung getragen. So verstehen sich unter dem gesetzlichen Oberbegriff der vertrauenswürdigen Technologien bzw vertrauenswürdigen Technologiesystemen gemäss Art 2 Abs 1 lit a und b TVTG grundsätzlich auch technische Umsetzungsvarianten der Distributed Ledger Technology. Dies ist vor jenem Hintergrund zu verstehen, dass die aktuell noch angenommene bzw unterstellte Vertrauenswürdigkeit einer Blockchain künftig nicht mehr zwingend gegeben sein muss (so zB durch den technologischen Fortschritt iZm der Quantentechnologie vorstellbar, durch welche Computer einen massgeblichen Rechenleistungszuwachs erfahren).³¹⁸ Das Vertrauen, welches im klassischen Fi- 191

³¹⁸ Vgl BuA 2019/54, S 44 und 56, vgl ferner Wertpapierprospekt Postera Fund, S 101.

nanzmarkt in einen zentralen, qualifizierten und zuverlässigen Finanzintermediär bzw in ein geeignetes Finanzinstitut gelegt wird, wird bei derartigen dezentralen Technologien obsolet, da dieses durch die Summe der Nutzer des Netzwerkes ersetzt wird, welche ihrerseits die Richtigkeit der jeweiligen Transaktionen bestätigen und sohin die Möglichkeit der Kompromittierbarkeit bzw Korruptierbarkeit ab einer bestimmten Grösse des Netzwerkes vernachlässigbar gering ist.³¹⁹ Das Vertrauen wird dabei allerdings nicht ausschliesslich durch die Technologie gewährt, sondern ergibt sich neben den kryptographischen Funktionen in Kombination mit der Dezentralität, welche zwar eine inhärente Eigenschaft der Technologie ist, letztlich aber auf die einzelnen Nutzer des Netzwerkes zurückzuführen ist; es gibt einige Blockchains die eine derart geringe Teilnehmeranzahl und folglich Rechenleistung (Hash-Rate) vorweisen, dass diese durch die Rechenleistung einzelner Server-Farmen – welche kurzfristig angemietet werden können – kompromittierbar sind. Subjekt des Vertrauens bildet sohin eigentlich die Summe der Nutzer eines Netzwerkes – sohin das Kollektiv – und nicht die Technologie an sich, welche dahingehend nur das Mittel zum Zweck, das Objekt, auf welches das Vertrauen projiziert wird, darstellt. Insofern kann man auch trefflich über die Namensgebung betreffend das TVTG streiten, da die Technologie weder vertrauenswürdig noch vertrauensunwürdig ist und auch nicht der Eindruck erweckt werden soll, dass bisher bestehende Technologiesysteme nicht vertrauenswürdig sind.³²⁰

³¹⁹ Vgl <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:40, für diverse Schwächen wie Majority oder Sybil Attacks.

³²⁰ Vgl zur Terminologie des TVTG BuA 2019/54, S 56 f.

1.2 Amtspraxis der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein

Die liechtensteinische FMA weist auf eine potentielle Anwendbarkeit 192
finanzmarktrechtlicher Vorschriften auf blockchain- bzw tokenbasierte
Geschäftsmodelle hin. Token können je nach konkreter Ausgestaltung
demnach Mitgliedschafts- bzw Forderungsrechte repräsentieren und
aufgrund eines Investitionscharakters bei Vorliegen weiterer Kriterien
Finanzinstrumente darstellen. Dienstleistungen, welche sich auf Finan-
zinstrumente beziehen, bedürfen dabei im Regelfall einer spezialge-
setzlichen finanzmarktrechtlichen Bewilligung von der FMA bzw kann
für die Ausgabe von Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren,
darüber hinaus auch ein Wertpapierprospekt erforderlich sein.³²¹

Weiters hat sich die FMA zu virtuellen Währungen wie Bitcoin geäußert. 193
Demnach sind virtuelle Währungen eine digitale Repräsentation
von Werten, welche gewisse Ähnlichkeiten zu gesetzlichen Zahlungsmitteln
aufweisen.³²² Kryptowährungen wie BTC oder ETH weisen
demnach eine zahlungsmittelstellvertretende Funktion auf (Art 2 Abs
1 lit I SPG schreibt virtuellen Währungen in Zusammenhang mit der
Aktivität einer Wechselstube, welche gesetzliche Zahlungsmittel gegen

³²¹ FMA Faktenblatt «Initial Coin Offering» vom 10.09.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf>, zuletzt aktualisiert am 01.10.2018.

³²² FMA Faktenblatt zu virtuellen Währungen, zuletzt aktualisiert am 16.02.2018, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf>.

virtuelle Währungen tauscht, zudem eine Funktion der Wertaufbewahrung zu).³²³ Dies ist essentiell für die Abgrenzung von Token zu E-Geld, kommt E-Geld doch kein Spar- bzw Anlagezweck zu.³²⁴

- 194 Die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein folgt in ihrer gängigen Amtspraxis wie bereits dargelegt einem technologieneutralen Ansatz. Dies bedeutet, dass sie anhand eines funktionellen Ansatzes konkrete Geschäftsmodelle bzw wirtschaftliche Modelle rechtlich beurteilt.³²⁵
- 195 Hinsichtlich der rechtlichen Einstufung von Token folgt die Finanzmarktaufsicht dabei weitestgehend der international gebräuchlichen Nomenklatur und differenziert demgemäss zwischen Utility Token bzw Commodity Token, Security- respektive Equity Token und Payment Token bzw Currency Coins. Hierbei gilt es jedoch anzumerken, dass diese wirtschaftlich geprägte Namensgebung lediglich als unverbindlicher Indikator für die rechtliche Einstufung herangezogen werden kann. Die vorgenannten termini technici sind gesetzgeberisch nicht

³²³ Vgl BuA 2016/159, S 31, wonach World of Warcraft Gold aufgrund mangelnder Umtauschmöglichkeit in Fiatgeld keine virtuellen Währungen (im Sinne des SPG) darstellen sollen. Kritisch hierzu *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und BlockchainTechnologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, S 63 (S 65 f). Auch die EZB ist hierauf eingegangen und hielt fest wie folgt: *“However, there seems to be a black market for buying and selling WoW Gold outside the virtual currency scheme.”*, EZB, Virtual Currency Schemes, October 2012, S 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³²⁴ Vgl die Kapitel II.2.2.2, II.2.7 und II.2.9, insbesondere auch in Zusammenhang mit der EFTA Rechtssache E-9/17 (Falkenhahn AG und FMA Liechtenstein).

³²⁵ Vgl FMA, Innovation als Herausforderung – und als Chance, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:42.

verankert und werden teilweise auch innerstaatlich von den zuständigen Behörden aufsichtsrechtlich anders definiert als bspw steuerrechtlich.³²⁶ Wesentlich zu beachten ist hierbei aus rechtlicher Sichtweise, dass sowohl ein etwaiger auszugebender Token als auch das darunterliegende wirtschaftliche Modell einer Unternehmung gesondert zu evaluieren sind. Security Token repräsentieren zumeist Finanzinstrumente, während Currency Coins eine zahlungsmittelstellvertretende Funktion aufweisen und sohin als Tauschmittel dienen, jedoch nicht zwingend ein Zahlungsinstrument im finanzmarktrechtlichen Kontext darstellen.

Hinsichtlich der Utility Token, welche in dieser Form wie auch die übrigen Definitionen nicht legifert sind, wird aus aufsichtsrechtlicher 196
Warte in der Praxis grundsätzlich der Ansatz einer Negativdefinition zur Abgrenzung verfolgt. Demgemäss sind Utility Token Token, die weder Finanzinstrumente darstellen („Security Token“) noch E-Geld abbilden (vor allem sogenannte „Stablecoins“, die mit Fiatwährungen hinterlegt sind und zudem die übrigen Voraussetzungen des E-Gelds erfüllen) und des Weiteren keine Einlagen repräsentieren.³²⁷ Utility Token mit Handelswaren gleichzusetzen dürfte darüber hinaus trennscharf sein, da an virtuelle Währungen bzw Token insbesondere ab Inkrafttreten des TVTG höhere aufsichtsrechtliche Anforderungen

³²⁶ Vgl *Bont*, Kryptowährungen – und was machen die Regulatoren?, FMA Merkblatt, 26.10.2017, S 7 und FINMA Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, S 2 f.

³²⁷ *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).

gestellt werden, als an Handelswaren. Dennoch können solche Utility oder Commodity Token, welche nach liechtensteinischem Recht weitestgehend unreguliert sind, klassischerweise als digitale Inhalte im Sinne des FAGG³²⁸ bzw als virtuelle Währungen im Sinne der 5. GW-RL gesehen werden.

- 197 Derartige Token ermöglichen regelmässig den Zugang zu bestimmten Plattformen oder ermöglichen in gutscheinähnlicher Funktion den rabattierten Bezug von Waren und/oder Dienstleistungen bzw beinhalten ähnliche Rechte respektive Funktionen. Token umfassen aber auch reine Protokoll-Token, welche das Funktionieren einer Blockchain sowie die Konsensbildung auf derselben überhaupt erst ermöglichen, oder aber auch sogenannte Asset- bzw Asset-Backed-Token, welche bspw den Herausgabeanspruch an einer Sache abbilden und sohin ein zivilrechtliches Traditionspapier bzw Warenwertpapier (respektive mangels urkundlichen Charakters ein Vermögensrecht) darstellen. Aufsichtsrechtlich stellen all diese Token sogenannte Commodity Token dar, auch wenn diese unterschiedlichste Rechte und nicht per se Handelswaren repräsentieren. Nicht zuletzt deshalb macht es auch Sinn, Token einzelfallbezogen zu analysieren, auch wenn sich die oben angeführten Termini in dieser Branche etabliert haben und zumeist auch einen zutreffenden Kern beinhalten.

³²⁸ Vgl Titel I. Kapitel I.6.

2. Finanzmarktrechtliche Analyse von Token

Nachfolgend sollen besonders relevante aufsichtsrechtliche Aspekte im Zusammenhang mit Token Offerings berücksichtigt werden, wobei ein thematischer Fokus auf dezentrale Handelssysteme, Finanzinstrumente, Einlagengeschäft und E-Geldgeschäft gelegt wird. Letztlich ist zu berücksichtigen, dass eine abschliessende Behandlung der Materie angesichts der Schnelllebigkeit dieses Themenbereiches und der bewusst offen formulierten Fragestellung, sofern überhaupt möglich, den Umfang dieser Arbeit bei weitem sprengen würde. Es soll deshalb ein wissenschaftlich aufgearbeitetes, aber zugleich praxisrelevantes Blickfeld auf Token Offerings und dezentralen Handelsplätzen geschaffen werden und eine Abgrenzung von virtuellen Währungen zum Einlagengeschäft, zum E-Geld-Begriff und zu Finanzinstrumenten erfolgen. Die Systematik bezogen auf die wissenschaftliche Auseinandersetzung in der vorliegenden Arbeit folgt dabei im Wesentlichen der als dogmatisch sinnvoll erachteten aufsichtsrechtlichen Bewilligungskaskade, welcher auch die FMA Liechtenstein in organisatorischer Hinsicht folgt, wie sich dies ergibt, wenn man einen Blick auf die der FMA Liechtenstein zur Aufsicht unterstellten Bereiche (Bereich Banken; Wertpapiere und Märkte; Versicherungen und Vorsorgeeinrichtungen³²⁹ und

198

³²⁹ Auf den Bereich Versicherungen wird gegenständlich nicht weiter eingegangen, da dies den Rahmen der vorliegenden Arbeit sprengen würde. Es sei insofern lediglich darauf verwiesen, dass Versicherungsprodukte auch in Form von Token repräsentiert werden können, bzw dass blockchainbasierte Anwendungen auch im Bereich des Versicherungsgeschäftes von Interesse sein können. Es ist insofern lediglich darauf hinzuweisen, dass auf derartige Geschäftsmodelle potentiell die Solvabilität II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>, bzw das liechtensteinische VersAG

Geldwäschereiprävention und andere Finanzintermediäre), sowie den durch die liechtensteinische FMA in diesem Zusammenhang zu vollziehenden Gesetzen, wirft.

2.1 Charakteristika und Anwendungsbereich des BankG

199 Da die Bewilligungen im Bankengesetz wie ausgeführt kaskadenartig strukturiert sind, gilt es zu beachten, dass eine Bewilligung als Bank- bzw Kreditinstitut an höchster Stelle steht. Folglich befreit eine Konzession als Bank im Grunde von einer Lizenzierung als Wertpapierfirma, E-Geld- bzw- Zahlungsinstitut oder als sonstiger Finanzintermediär. Natürlich sind (makroprudenzielle) Regularien, welche eine Aufgabentrennung vorsehen, zu beachten und darf auch eine Bank nicht jegliche Finanzaktivitäten in einer Person vereinen (Stichwort: Massnahmen gegen „too interconnected to fail“ und „too big to fail“).

und die IDD, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, sowie die liechtensteinische Vorabumsetzung (mangels Beschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses zur Übernahme in den EWR-Acquis) im VersVertG relevant sein können.

Das Bankengesetz gilt für Banken und Wertpapierfirmen³³⁰, geregelte Märkte, Betreiber von multilateralen oder

200

³³⁰ Mindestkapital nach Art 24 Abs 1 BankG CHF 10 Mio für Banken und CHF 730'000.00 für (grosse) Wertpapierfirmen bzw den Gegenwert in Euro oder US-Dollar (CHF 125'000.00 für Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis nach Art 30v Abs 1 lit a BankG). Die jährliche Aufsichtsabgabe von Banken beträgt mindestens CHF 100'000.00 und maximal CHF 250'000.00 bzw CHF 1'000'000.00 bei Bankkonzernen, die der konsolidierten Aufsicht unterstehen (Anhang 1 Teil I Abschnitt A zum FMAG). Bei Wertpapierfirmen beträgt die Aufsichtsabgabe mindestens CHF 50'000.00 pa bzw CHF 15'000 bei Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis. Die maximale Aufsichtsabgabe von Wertpapierfirmen beträgt CHF 120'000 im Jahr (CHF 100'000.00 für Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis) und CHF 500'000.00 für Wertpapierfirmenkonzerne (CHF 250'000.00 für Konzerne von Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis) – vgl Anhang 2 Teil I Abschnitt B zum FMAG. Die Grundabgabe von Vermögensverwaltungsgesellschaften beträgt hingegen CHF 5'000.00 pro Jahr und maximal CHF 100'000.00 (Anhang 2 Teil II Abschnitt A zum FMAG). Dabei ist zu beachten, dass Banken die nachfolgenden Eigenkapitalvorschriften (Eigenmittelquoten und Zusammensetzung der haftenden Eigenmittel) einzuhalten haben: Hartes Kernkapital (Core Equity Tier 1 (CET1); 4.5 %), Kapitalinstrumente gemäss Art 28 CRR und allenfalls Art 29 CRR (zB Aktien); Zusätzliches Kernkapital (Additional Tier 1 (AT1); 1,5 %), Kapitalinstrumente gemäss Art 51 bzw Art 61 CRR (zB spezifische nachrangige Anleihen / Contingent Convertible Bonds – „CoCos“); Ergänzungskapital (Tier 2 (T2); 1,5 %), Kapitalinstrumente und nachrangige Darlehen gemäss Art 63 ff bzw Art 71 CRR (zB nachrangige Anleihen / „CoCos“); Kapitalerhaltungspuffer gemäss Art 129 CRD IV und 4a BankG (2,5 % in Form von hartem Kernkapital); Mögliche zusätzliche Säule 2 Eigenmittelanforderung gemäss Art 104 CRD IV (das vorhergehende entspricht der Säule 1) zur Deckung von weiteren Risiken, welche nicht über die Säule 1 abgedeckt sind, zB aufgrund eines risikoreichen Geschäftsmodells; institutsspezifischer antizyklischer Kapitalpuffer (CCB) gemäss Art 130 CRD IV / Art 4a ff BankG (derzeit für Liechtenstein 0 %); Systemrisikopuffer gemäss Art 133 CRD IV / Art 7i BankV (2,5 % der risikogewichteten Aktiva); weitere Puffer für Global oder Other Systemically Relevant

organisierten Handelssystemen³³¹, Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis³³², lokale Firmen, Organismen für gemeinsame Anlagen, Versicherungsunternehmen sowie für alle Personen, die Warenderivate, welche an Handelsplätzen gehandelt werden, oder wirtschaftlich gleichwertige OTC-Kontrakte³³³, halten.³³⁴

Institutions sind möglich (G-SRI/O-SRI Puffer wird durch FMA für Systemrelevante Institute festgesetzt; bis zu 2 % der risikogewichteten Aktiven. Neben den Anforderungen an die Solvenz sind auch jene an die Liquidität zu beachten.

³³¹ Die Gebühr für die Bewilligung eines MTF oder OTF bei der FMA beträgt CHF 30'000.00 (Anhang 1 Abschnitt A Nr 1 lit o und p zum FMAG). Für den Betrieb eines Handelsplatzes sind sohin zwei Bewilligungen anzustreben – zuerst jene für eine Wertpapierfirma und dann die Bewilligung für den MTF und/oder OTF, den diese Wertpapierfirma betreibt. Eine Wertpapierfirma kann dabei sowohl MTF als auch OTF betreiben, solange diese auf separaten Systemen abgebildet werden. Die jährlichen Aufsichtsabgaben für MTF bzw OTF betragen mindestens CHF 50'000.00 und maximal CHF 120'000.00 bzw CHF 500'000.00, sofern ausländische Repräsentanzen oder Zweigstellen existieren, die der konsolidierten Aufsicht unterliegen (Anhang 2 Titel I Abschnitt H zum FMAG).

³³² Mindestkapital CHF 125'000.00 nach Art 30v Abs 1 lit a BankG (mittlere Wertpapierfirma). Die kleine Wertpapierfirma ist national im VVG geregelt (Vermögensverwaltungsgesellschaft) und beträgt deren Mindestkapital nach Art 8 Abs 2 lit a VVG CHF 100'000.00 oder den Gegenwert in Euro oder USD. Vergleiche die Dreiteilung der Wertpapierfirmen in Art 28 Abs 2 iVm Art 29 Abs 1 und 3 CRD IV. Die Bewilligungsgebühr bei der FMA beträgt für Banken CHF 100'000.00, für Wertpapierfirmen und Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis CHF 30'000.00 und für Vermögensverwaltungsgesellschaften CHF 10'000.00 (Anhang 1 Abschnitt A Nr 1 lit a und b sowie Abschnitt B Nr 1 zum FMAG). Auch für den Entzug der Bewilligung und das Erlöschen einer Bewilligung fallen jeweils Gebühren an.

³³³ „Over the counter“; ausserbörslicher Handel.

³³⁴ Art 2 BankG.

Bankgeschäfte sind dabei einerseits die klassischen Kernaufgaben von Banken wie die Annahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern (Passivgeschäft)³³⁵, die Ausleihung von Geldern an einen unbestimmten Kreis von Kreditnehmern bzw Darlehensgeschäfte (Aktivgeschäft)³³⁶. Neben der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen³³⁷ stellen jedoch auch die Ausgabe von E-Geld³³⁸ bzw die Ausführung von Zahlungsdienstleistungen³³⁹ Bankgeschäfte dar. 201

Das Aktiv- und Passivgeschäft stellen dabei die eigentlichen den Banken respektive CRR-Kreditinstituten vorbehaltenen Tätigkeiten dar. Gemäss Art 2 Abs 1 CRD erstreckt sich der Anwendungsbereich der 202

³³⁵ Art 3 Abs 3 lit a BankG stellt hier fälschlicherweise auf die Annahme von Einlagen und (statt „oder“) anderen rückzahlbaren Geldern ab. Dies basiert auf Anhang I Nr 1 der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.06.2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (CRD IV), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>; das Aktivgeschäft heisst so, weil es sich auf die Aktivseite der Bilanz auswirkt.

³³⁶ Art 3 Abs 3 lit b BankG, Anhang I Nr 2 zur CRD IV; das Passivgeschäft wirkt sich auf die Passivseite, das Aktivgeschäft auf die Aktivseite der Bilanz aus.

³³⁷ Art 3 Abs 3 lit d iVm Anhang 2 Abschnitt A und B zum BankG; Anhang I Nr 7-9, Nr 11-12 CRD IV respektive Anhang I Abschnitt A und B zur Richtlinie 2014/65/EU, des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

³³⁸ Art 3 Abs 3 lit f BankG; Art 3 Abs 1 lit c Nr 2 EGG; Anhang I Nr 15 zur CRD IV.

³³⁹ Art 3 Abs 3 ZDG; Anhang I Nr 4 zur CRD IV.

Richtlinie auf sogenannte Institute. Ein Institut ist dabei ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma nach der CRR.³⁴⁰ Art 4 Abs 1 Z 1 CRR definiert Kreditinstitute dabei als Unternehmen, deren Tätigkeit darin liegt, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder³⁴¹ des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren (auch CRR-Kreditinstitut³⁴²). CRR-Wertpapierfirmen definieren sich hingegen als juristische Personen, die gewerbsmässig Wertpapierdienstleistungen für Dritte und/oder Anlagetätigkeiten durchführen.³⁴³ Ausgenommen hiervon sind Kreditinstitute, lokale Firmen³⁴⁴ und

³⁴⁰ Art 3 Abs 1 Z 3 CRD IV iVm Art 4 Abs 1 Nr 3 der Verordnung EU 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.06.2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

³⁴¹ Die CRR geht also richtigerweise, aber entgegen der CRD IV von der Annahme von Einlagen oder (nicht und) anderer rückzahlbarer Gelder iZm dem Einlagengeschäft aus.

³⁴² Zu beachten ist, dass die EZB gemäss Art 4 iVm Art 14 SSM-VO (Single Supervisory Mechanism) für die Zulassung von Kreditinstituten zuständig ist, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. Dies trifft jedoch basierend auf Art 2 Nr 1 SSM-VO nur auf die Euro-Zone zu, sofern nicht eine enge Zusammenarbeit zwischen der EZB und der nationalen zuständigen Behörde beschlossen wurde. Per Stand 15.09.2019 gibt es keine derartigen Beschlüsse und ist insofern für Liechtenstein weiterhin die FMA die zuständige Behörde für die Zulassung von Banken.

³⁴³ Art 4 Abs 1 Z 2 CRR iVm Art 4 Abs 1 Nr 1 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID I), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, bzw Art 4 Abs 1 Z 1 MiFID II.

³⁴⁴ Firmen die auf Derivate- und Kassamärkten für eigene Rechnung ausschliesslich zur Absicherung von Positionen auf Derivatemärkten tätig sind; Art Abs 1 Z 4 CRR respektive Art 30u BankG.

Wertpapierfirmen gemäss Art 29 Abs 1 CRD³⁴⁵ bzw Art 29 Abs 3 CRD³⁴⁶.

2.2 Token Offerings und Bankgeschäfte

Im Folgenden sind Token Offerings aus dem Blickwinkel von Bankgeschäften zu analysieren. Hierunter fallen wie angeführt die den Banken vorbehaltenen Aktiv- und Passivgeschäfte³⁴⁷ einerseits und andererseits weitere Dienstleistungen wie Wertpapierdienstleistungen und Nebenleistungen, die Ausgabe von E-Geld, etc.³⁴⁸ Nachfolgend sollen insbesondere die den Banken vorbehaltenen Aktivitäten analysiert werden.

2.2.1 Bankgeschäfte (Passivgeschäft)

³⁴⁵ Wertpapierfirmen mit Administrationsbefugnis gem Art 30v BankG, welche Gelder oder Wertpapiere für Kunden verwalten dürfen (mittlere Wertpapierfirma).

³⁴⁶ Wertpapierfirmen, welche keine Kundengelder bzw Kundenwertpapiere halten dürfen und auch nicht für eigene Rechnung handeln respektive feste Übernahmeverpflichtungen eingehen dürfen, sondern lediglich die in Anhang I Abschnitt A Nr 1, 2, 4 und 5 zur MiFID II (Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Nr 1, 2, 4 und 5 zum BankG) angeführten Wertpapierdienstleistungen erbringen dürfen (kleine Wertpapierfirmen; für Liechtenstein Vermögensverwaltungsgesellschaften).

³⁴⁷ Art 1a Abs 1 BankV. Bankgeschäfte sind die in Art 1a Abs 1 lit a bis c BankV genannter Geschäfte. Es sind dies die Annahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern, die gewerbsmässige Ausleihung von Geldern an Kreditnehmer und die Erbringung von reinen Zahlungsverkehrsdienstleistungen. Reine Zahlungsverkehrsdienstleistungen sind dabei nicht legaldefiniert und bleibt unklar, wie sich derartige Dienste zu Zahlungsdiensten gemäss ZDG verhalten.

³⁴⁸ Vgl Art 3 Abs 3 BankG.

Art 3 Abs 3 BankG definiert Einlagengeschäfte als Bankgeschäfte, welche sich durch die Annahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern³⁴⁹ definieren (Passivgeschäft, da derartige Geschäfte auf der Passivseite in der Bankbilanz stehen); sohin die Annahme von fremden bzw rückzahlbaren Geldern des Publikums. Unter dem Begriff „Gelder“ werden dabei Buchgeld bzw Giralgeld und Banknoten sowie (Scheide-)Münzen, sohin gesetzliche Zahlungsmittel subsumiert.³⁵⁰ Ge-

³⁴⁹ Der Gesetzestext in Art 3 Abs 3 lit a BankG spricht hier fälschlicherweise von der „Annahme von Einlagen und anderen rückzahlbaren Geldern“ anstatt der Konjunktion „oder“. Darüber hinaus definiert das BankG in Art 3 Abs 3 lit a und b das Passiv- als auch das Aktivgeschäft, je für sich genommen, als Bankgeschäft. Art 4 Abs 1 Nr 1 CRR definiert ein Kreditinstitut (CRR-Kreditinstitut) hingegen als *ein Unternehmen dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren*. Ein nach CRR notifizierbares CRR-Kreditinstitut erbringt sohin stets Aktiv- und Passivgeschäft. Ein Bankinstitut nach BankG liegt hingegen bereits bei Erbringen eines dieser Geschäfte vor, wobei das BankG hinsichtlich dem Aktivgeschäft auf das Ausleihen von (fremden) Geldern abstellt, sohin ein Einlagengeschäft für das Kreditgeschäft voraussetzt, während die CRR lediglich von der Kreditgewährung für eigene Rechnung spricht. Vgl weiterführend zu Geldleihe und Kreditleihe *Laurer/Kammel* in *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, Rz 9.

³⁵⁰ *Laurer* in *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3. Auflage, § 1 BWG, Rz 4.

setzliche Zahlungsmittel stellen gemäss dem liechtensteinischen Gesetz über die Einführung der Frankenwährung³⁵¹ auf den Schweizerfranken als Liechtensteiner Franken als ausschliessliche gesetzliche Währung und sohin gesetzliches Zahlungsmittel ab (Art 1 leg cit).³⁵²

Einlagengeschäfte definieren sich insofern als die Entgegennahme von fremden gesetzlichen Zahlungsmitteln mit einer Rückzahlungsverpflichtung. Zu beachten ist, dass auf rückzahlbare Gelder vom Publikum abgestellt wird.³⁵³ Kryptowährungen stellen aber wie ausgeführt gerade keine gesetzlich anerkannten Zahlungsmittel dar (weder in Liechtenstein noch in anderen Rechtsordnungen). Vielmehr werden diese je nach repräsentiertem Recht als Tauschmittel betrachtet, welche an Zahlungs statt akzeptiert werden können; hierzu besteht jedoch anders als bei den gesetzlichen Zahlungsmitteln keine Verpflichtung und vermag die Annahme von Token aus diesem Grund kein Einlagengeschäft zu begründen. 205

Das Anbieten bzw Durchführen von Passivgeschäften im Sinne des Art 3 Abs 3 lit a BankG zieht als Folge mit sich, dass man Schuldner aus einem vertraglichen Verhältnis über die Verwaltung von Geldern oder 206

³⁵¹ LGBl-Nr 1924.008, ausgegeben am 20.06.1924.

³⁵² Interessant ist in diesem Zusammenhang die Bestimmung in Art 2 des Gesetzes über die Einführung der Frankenwährung, wonach gesetzliche Zahlungsmittel mit einem Nennwert von über CHF 2.00 verpflichtend an Zahlung zu nehmen sind.

³⁵³ Erwägung 14 der CRD IV bzw Erwägung 6 der CRD III. Die Terminologie der Bankgeschäfte bezieht sich auf die Sichtweise von einer Bank. Bei einem Passiv- bzw Debitgeschäft (Passivdarlehen) ist die Bank, wie namentlich impliziert wird, Schuldnerin, während diese bei einem Aktiv- bzw Kreditgeschäft (Aktivdarlehen) eine Gläubigerstellung bezieht.

die Annahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern wird. Die zivilrechtliche Vertragsgrundlage für derartige Einlagengeschäfte kann heterogen gestaltet sein (bspw. depositum irregulare³⁵⁴, muss aber jedenfalls eine Rückzahlungsverpflichtung beinhalten. Ein Passivgeschäft wird jedoch nicht begründet, wenn Gelder für jemand anderen angenommen und lediglich weitergeleitet werden. Dabei ist zu beachten, dass der eigentlich vorgesehene Empfänger auch offengelegt werden muss, ansonsten stellt bereits der initiale Empfang der Gelder ein Einlagengeschäft dar.³⁵⁵

207 Essentiell sind die Ausnahmen des Passivgeschäftes in Art 1a Abs 2 BankV. Demnach ist jede Übertragung von Geldern vom Einlagenbegriff ausgeschlossen, welche das Ziel der Erfüllung gegenseitiger Leistungen im Rahmen von Kontrakten auf Eigentumsübertragung oder von Dienstleistungsverträgen verfolgen oder aber als Sicherheitsleistung³⁵⁶ transferiert wurden. Diese Ausnahme ist insofern im alltäglichen

³⁵⁴ Das in Verwahrung genommene muss nicht als solches zurückgegeben werden (Stückschuld bzw. Speziesschuld), sondern nur ein gemäss Art und Güte Entsprechendes (Gattungsschuld).

³⁵⁵ Laurer in Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz, BWG, 3. Auflage, § 1 BWG, Rz 5 f.

³⁵⁶ In Bezug auf Token wäre die Ausnahme vom Einlagengeschäft trotz Übertragung von Geldern im Zusammenhang mit hebelfinanziertem Trading von nichtregulierten Token bspw. auf einer Krypto-Exchange relevant und denkbar, wenn Gelder als Sicherheit zum Bezug eines Darlehens in Token übereignet werden. Dies ist nicht zu verwechseln mit dem Margin Trading, bei welchem Gelder kreditiert werden (Kreditgeschäft nach Art 4 Abs 1 Z 1 CRR) und in der Folge Differenzkontrakte mit Hebelwirkung (Contracts for Difference; CFDs) durch Begründen von short und/oder long Positionen eingegangen werden

chen Rechtsverkehr höchst relevant, auch wenn dies die wenigsten aktiv wahrnehmen werden, da diese Ausnahmebestimmung auf die Rückzahlungsverpflichtung bzw das Fehlen derselben abstellt und als solches den synallagmatischen Leistungsaustausch im Sinne der Grundsätze *do ut des* respektive *quid pro quo* umschreibt. Sofern die Gelder zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen oder als Sicherheit übertragen werden, liegt kein Einlagengeschäft vor. Ein solches kann nur vorliegen, wenn eine Rückzahlungsverpflichtung der hingebenen Gelder besteht.³⁵⁷

In Token Offerings, in welchen Token im Sinne von Software als Handelsware mit intrinsischem Wert³⁵⁸ gegen gesetzliche Zahlungsmittel ausgegeben werden, liegt insofern kein Einlagengeschäft vor, da die Gelder zum Bezug einer konkreten Gegenleistung dienen und keine Rückzahlungsverpflichtung besteht. Es stellt sich die Frage, ob dies

(das Eingehen von short und long Positionen gleichzeitig wird auch als *Straddling* bezeichnet). Das Kreditieren von Token im Sinne von virtuellen Währungen stellt dabei mangels Eigenschaft von Geldern kein Kreditgeschäft im Sinne der CRR dar. Vgl für ein Praxisbeispiel auch das sogenannte „Margin Trading“ bzw „Leveraged Trading“ der Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, aufgerufen am 29.10.2019, 22:52. Werden sohin Token unter Hingabe einer Sicherheitsleistung in Fiatgeld kreditiert, liegen weder ein Einlagen- noch ein Kreditgeschäft vor. Eine Kreditierung kann aber nur von bereits bestehenden Token und nicht anstatt einer Generierung und Ausgabe von Token erfolgen, um so bspw dem E-Geld-Regime auszuweichen. Denn bei Rückzahlung von derart kreditierten Token können diese nicht einfach aus dem Verkehr gezogen werden (was bei Tilgung einer Forderung der Fall wäre – „buyback and burn“).

³⁵⁷ Art 1a Abs 2 lit a BankV; vgl UVS Wien vom 05.05.2004 zu 06/42/9144/2003.

³⁵⁸ Token die weder Finanzinstrumente, E-Geld noch Einlagen, sohin virtuelle Währungen oder sonstige digitale Inhalte darstellen.

auch der Fall ist, wenn das Token Offering einen sogenannten Soft-Cap („Floor“ als Gegenposition zum „Hard-Cap“³⁵⁹) vorsieht. Wird ein solcher Soft-Cap – ein bestimmter Schwellenwert in einem bestimmten Zeitdelta – in der Finanzierungsrunde nicht erreicht, so sehen Durchführer von solchen Token Offerings mitunter vor, dass die Gelder rückabgewickelt werden, da das Geschäftsmodell mangels ausreichender Finanzierung nicht realisiert werden kann. Selbst hierin ist jedoch kein Einlagengeschäft zu erkennen, da keine unbedingte Rückzahlungsverpflichtung³⁶⁰, sondern lediglich eine schwebend unwirksame, (suspensiv) bedingte Rückzahlungsverpflichtung besteht. Der Telos der Vertragsgrundlage liegt ja in dem Bezug von Token, welche bestimmte Rechte repräsentieren, gegen Hingabe gesetzlicher Zahlungsmittel. Lediglich wenn bestimmte Konditionen nicht eintreten, entsteht ein Anspruch auf Rückabwicklung. Dies ist jedoch keine Rückzahlungsverpflichtung, welche das BankG bzw die BankV vor Augen hatte, sondern ist dies ein gegenseitiger Rückabwicklungsanspruch der involvierten Parteien ihrer gegenseitigen Leistungen.

- 209 Eine weitere bedeutende Ausnahme des Einlagengeschäftes umfasst Geldleistungen bei der Ausgabe von Anleihen³⁶¹ oder anderen standardisierten Schuldverschreibungen oder nicht verkündeten Rechten

³⁵⁹ Schwellenwert, bei dem die Finanzierungsrunde (das Token Offering) beendet wird, da das Finanzierungsziel erreicht wurde.

³⁶⁰ Zum Merkmal der Unbedingtheit des Rückzahlungsanspruches vergleiche BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, P 5.

³⁶¹ Auch hier ist das Vorliegen von Einlagengeschäften möglich, sofern das Ermessen des Emittenten hinsichtlich der Mittelverwendung eingeschränkt ist und ein Rückzahlungsanspruch abhängig vom Erfolg des Einsatzes der finanziellen Mittel aus der Begebung der Anleihe besteht. Vgl *Laurer in Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3. Auflage, § 1 BWG, Rz 5 mwN.

gleicher Funktion (dematerialisierte Wertpapiere bzw buchmässig geführte Wertrechte/Vermögensrechte), sofern die Entgegennahme der (rückzahlbaren) Gelder nach Billigung eines Prospektes gemäss der Prospekt-VO bzw dem EWR-WPPDG erfolgt oder sofern keine Prospektspflicht besteht. Dies ist essentiell, da ansonsten jede Anleiheausgabe ein Bankgeschäft begründen würde, zumal sich derartige Schuldverschreibungen dadurch auszeichnen, dass das Recht auf Rückzahlung samt Zinsen verbrieft wird (gesetzliche Fiktion, dass Anleihen kein Einlagengeschäft begründen; ähnlich der Fiktion, dass das E-Geldgeschäft keine Einlage darstellt). Interessant ist hierbei, dass auch eine Einlage grundsätzlich ähnlich einer solchen Anleihe (bzw einem Darlehen mangels kapitalmarktrechtlicher Standardisierung) ausgestaltet sein kann, dabei dürfen Finanzinstrumente, wie Kapital- oder Geldmarktinstrumente nicht als Zahlungsinstrumente fungieren. Bezogen auf Token Offerings kann diese Ausnahme bedeutsam sein, sofern die ausgegebenen Token Anleihen, sohin Finanzinstrumente, darstellen. Hinsichtlich Anleihen ist zudem relevant, dass Wertpapierfirmen solche nicht zur Finanzierung eigener betrieblicher Aufwendungen ausgeben dürfen.³⁶²

Weitere Ausnahmen vom Einlagengeschäft begründen Kundengelder bei Wertpapierfirmen, die nicht verzinst werden und ausschliesslich im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen genutzt werden können.³⁶³ Selbiges gilt für Gelder, die an Versicherungsunternehmen oder Vorsorgeeinrichtungen im Zusammenhang mit Lebensversicherungen

³⁶² Art 1a Abs 3 BankV.

³⁶³ Art 1a Abs 2 lit c BankV.

oder Vorsorgeverhältnissen übermittelt werden.³⁶⁴ In dieselbe Kerbe schlagen, wenn auch nicht explizit genannt, Zahlungsinstitute, welche Zahlungsdienstleistungen erbringen und hierfür mitunter Zahlungskonten zur Durchführung von Zahlungsvorgängen einrichten. Gelder auf Zahlungskonten dürfen dabei nur für Zahlungsdienstleistungen verwendet werden, weshalb auch keine Zinsen gewährt werden können.³⁶⁵

- 211 Ausgenommen vom Einlagenbegriff sind auch Einlagen des Interbankenverkehrs, Einlagen von Einlegern bei Vereinen und Stiftungen mit ideellen Zweck abseits der Finanzbranche, sowie Einlagen von Aktionären und Gesellschaftern mit qualifizierter Beteiligung am Schuldner.³⁶⁶ Letztlich wird eine Ausnahme direkt in Art 3 Abs 3 lit a BankG konstatiert, wonach ein entgegengenommener Geldbetrag dann kein Einlagengeschäft begründet, wenn dieser im Zuge eines E-Geldgeschäftes angenommen wird und unmittelbar gegen E-Geld eingetauscht wird (gesetzliche Fiktion, dass keine Einlage vorliegt).³⁶⁷

2.2.2 Abgrenzungsfragen zum Einlagen- und E-Geldgeschäft und Finanzinstrumentenbegriff

³⁶⁴ Art 1a Abs 2 lit d BankV.

³⁶⁵ Art 4 Abs 1 Z 51 iVm Z 54 ZDG; vgl Art 4 Abs 1 Z 41 iVm Art 2 Abs 2 ZDG.

³⁶⁶ Art 1a Abs 2 lit e BankV; bei Gesellschaftseinlagen besteht darüber hinaus sogar ein gesetzliches Verbot der Einlagenrückgewähr, was das Vorliegen eines Einlagengeschäftes ausschliesst.

³⁶⁷ Die Ausgabe von E-Geld ist dabei nach Art 3 Abs 3 lit f BankG iVm Art 3 Abs 1 lit b EGG ein den Banken und E-Geldinstituten vorbehaltenes Bankgeschäft. Art 3 Abs 3 lit f BankG verweist fälschlicherweise auf „Art. 3 Bst. b E-Geldgesetz“ (recte Art 3 Abs 1 lit b EGG) was wohl auf ein redaktionelles Versehen zurückzuführen ist.

Mit Bezug auf Token können mit E-Geld erworbene Token zwar bei Vorliegen der restlichen Tatbestandsmerkmale wiederum E-Geld darstellen³⁶⁸, jedoch begründet die Annahme von E-Geld gemäss gesetzlicher Fiktion kein Einlagengeschäft nach dem BankG, da E-Geld zwar als Geldbetrag im Sinne vom EGG und ZDG definiert ist³⁶⁹, jedoch nicht als Einlage oder andere rückzahlbare Gelder gemäss dem BankG gilt. Durch die Divergenz der Begrifflichkeiten „Geldbeträge“ und „Gelder“ entsteht dabei keine planwidrige Regelungslücke und kann das Einlagengeschäft auch dann nicht umgangen werden, wenn bspw ein Token, der E-Geld darstellt, gegen Geldbeträge ausgegeben wird und später das derart tokenisierte E-Geld (durch eine gesellschaftsrechtlich separate Entität) unter Rückzahlungsverpflichtung entgegengenommen bzw in Verwahrung genommen wird, da das E-Geld stets eine Forderung lautend auf Geld gegenüber der Emittentin darstellt.³⁷⁰ Zudem

³⁶⁸ Vgl Kapitel II.2.7.

³⁶⁹ Vgl Art 3 Abs 1 lit b EGG iVm Art 4 Abs 1 Z 54 ZDG sowie Art 4 Abs 1 Z 18 ZDG.

³⁷⁰ Als solche muss diese Forderung auch in den Büchern der Gesellschaft geführt werden und konkret als Verbindlichkeit auf der Passivseite aufscheinen. Wird ein Token, welcher lediglich Daten bzw Software im Sinne von digitalen Inhalten bzw einer Handelsware ausgegeben (welcher für Transaktionen oder sonstige Funktionen, wie der Konsensbildung auf einer Blockchain eingesetzt werden kann), entsteht keine (Geld)Forderung, welche unter den Passiva zu führen wäre; vielmehr werden die digitalen Inhalte verkauft, woraus ein Erlös generiert wird.

sind die durch ein E-Geld-Institut vom Kunden mittelbar oder unmittelbar entgegengenommenen Gelder angemessen zu sichern.³⁷¹ Hieraus wird ersichtlich, dass das E-Geldgeschäft die zweite Seite derselben Münze darstellt, welche auch das Einlagengeschäft regelt.

- 213 Das Einlagengeschäft wird dabei in Art 3 Abs 3 lit a BankG definiert als die Annahme von Einlagen und [recte: oder] anderen rückzahlbaren Geldern, wobei bei einem E-Geldgeschäft die Entgegennahme eines Geldbetrages per gesetzlicher Fiktion kein Einlagengeschäft zu begründen vermag, sofern der entgegengenommene Geldbetrag direkt gegen E-Geld getauscht wird. Das E-Geldgeschäft wird dabei im BankG definiert als die Ausgabe von E-Geld gemäss Art 3 Bst b EGG [recte: Art 3 Abs 1 lit b EGG]. Es stellt sich sohin die Frage, ob das Einlagengeschäft wieder aufleben kann, wenn zwar alle Tatbestandsmerkmale von E-Geld gegeben sind, die Anwendbarkeit des EGG jedoch aufgrund eines Ausnahmetatbestandes³⁷² zu verneinen ist; relevant kann dies insbe-

³⁷¹ Art 11 EGG iVm Art 5 EGV iVm Art 5 ZDV. E-Geldinstitute können sich dabei keiner Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungseinrichtung anschliessen (bspw dem EAS; Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungs-Stiftung SV mit Sitz in Vaduz). Das EAG wurde zwar erst 2019 mit LGBL 2019.103 eingeführt, jedoch setzt es die Richtlinie 2014/49 um (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj> (Deposit Guarantee Schemes Directive), welche jedoch nach Art 2 Abs 1 Nr 9 DGSD iVm Art 4 Abs 3 DGSD für Kreditinstitute gemäss Art 4 Abs 1 Nr 1 CRR zur Anwendung gelangt und deren Anschluss an ein Einlagensicherungssystem regelt, jedoch Art 5 Abs 1 lit d DGSD folgend nicht für Einlagen von Finanzinstituten gilt. Unter Finanzinstitute fallen auch E-Geld-Institute gemäss Art 4 Abs 1 Nr 26 CRR iVm Anhang I Nr 15 zur CRD IV.

³⁷² Vgl zu den Ausnahmetatbeständen von E-Geld Kapitel II.2.7.3.

sondere für sogenannte interne Stablecoins mit zahlungsmittelstellvertretender Funktion sein.³⁷³ Die Antwort soll vorweggenommen werden und in der Folge im Detail erläutert werden. Demnach kann ein Einlagengeschäft bei Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes des E-Geldgeschäftes nicht wieder aufleben. Dies deshalb, da ein Einlagengeschäft bei Ausgabe von E-Geld, wie ausgeführt, per gesetzlicher Fiktion nicht gegeben ist. Greift sodann eine Ausnahme des E-Geldtatbestandes, so ist der Geltungsbereich des EGG grundsätzlich gegeben und der ausgegebene elektronische Wert stellt weiterhin E-Geld dar, auch wenn

³⁷³ Dies sind Token, welche nur von einer Emittentin oder einer Gesellschaftsgruppe akzeptiert werden, weshalb selbst bei Vorliegen der übrigen Tatbestandsmerkmale von E-Geld regelmässig eine Ausnahme greifen wird. Sofern ein solcher Stablecoin lediglich von der Emittentin akzeptiert wird, liegt schon gar kein E-Geld vor, da es an einem wesentlichen Tatbestandsmerkmal, der Akzeptanz von Dritten, fehlt (eine solche ist aber bei Kryptobörsen, welche multilateral handeln anzunehmen). Bei einer Gesellschaftsgruppe wird hingegen die Ausnahme eines begrenzten Netzes vertretbar sein – entweder aufgrund eingeschränkter Bezugsmöglichkeiten bestimmter Gattungen funktional zusammengehöriger Waren oder Dienstleistungen, oder aber aufgrund der Akzeptanz in einem beschränkten Netzwerk (Einzelhandelskette oder Franchise). Idee eines solchen Stablecoins ist es dabei Regulierungen zu vermeiden (sowohl eine Bewilligung als Bankinstitut als auch als E-Geld-Institut) und dennoch ein möglichst taugliches Surrogat für die Akzeptanz von Fiatgeld bzw gesetzlichen Zahlungsmitteln durch ein Unternehmen zu gewähren. Gleichzeitig wird ein Systembruch zur Blockchaintechnologie vermieden und ein Delivery-vs-Payment System geschaffen, da die Token der unterschiedlichen Blockchains nicht direkt getauscht werden können. Solche Stablecoins sind meistens nicht konzipiert, das System eines Unternehmens überhaupt zu verlassen und können auch rein buchmässig ohne Ausgabe von Token geführt werden. Interessant können diese bspw für sogenannte Crypto-Exchanges sein, unabhängig davon, ob diese bilateral oder multilateral konzipiert sind, um ihr eigenes wirtschaftliches Ökosystem zu schaffen.

dessen Ausgabe keiner Bewilligung bedarf; hierfür spricht auch, dass Ausnahmen mitunter zu begründen sind³⁷⁴.

- 214 E-Geld ist dabei ein elektronisch oder magnetisch gespeicherter monetärer Wert in Form einer Forderung gegenüber der Emittentin, welcher gegen Geldbeträge ausgegeben wird, um Zahlungsvorgänge auszuführen und der auch von anderen Personen als der Emittentin hierfür akzeptiert wird. Das EGG regelt dabei generell die gewerbsmässige Ausgabe von E-Geld durch E-Geld-Emittenten.³⁷⁵ Die Ausnahmetatbestände sind dabei in Art 2 Abs 2 EGG geregelt, wonach unter Verweis auf das ZDG bei begrenzten Netzen kein E-Geld vorliegt. Aus der Zusammenschau dieser Aspekte ist festzuhalten, dass monetäre Werte gemäss den Ausnahmebestimmungen weiterhin den Begriff des E-Geldes erfüllen, jedoch weitestgehend bewilligungsfrei gestellt sind. Begrifflich wird dieses bewilligungsfreie E-Geld auf Gesetzesebene lediglich als „monetärer Wert“ bezeichnet.³⁷⁶ Solche monetären Werte stellen wie ausgeführt weiterhin E-Geld dar, doch werden deren Emittenten bei Begründen einer Ausnahme nicht in dem Sinne reguliert, dass eine Bewilligung als E-Geld-Institut zu beantragen ist. Nicht erfasst von der Bewilligungspflicht als E-Geld-Institut gemäss EGG sind folglich monetäre Werte, die aufgrund Vorliegens aller Tatbestandmerkmale grundsätzlich E-Geld darstellen würden, jedoch wegen einer Ausnahme keiner Bewilligung als E-Geld-Emittentin bedürfen. Hierdurch wird aber klar, dass dogmatisch der Anwendungsbereich des E-Geld-Gesetzes weiterhin eröffnet ist und E-

³⁷⁴ Vgl Art 2 Abs 2 EGG iVm Art 3 Abs 1 lit g und Art 3 Abs 3 ZDG.

³⁷⁵ Art 2 Abs 1 iVm Art 3 Abs 1 lit b EGG.

³⁷⁶ Art 2 Abs 2 EGG.

Geld vorliegt, weshalb bei Vorliegen eines E-Geld-Ausnahmetatbestandes das Einlagengeschäft nicht mehr aufleben kann.

Eine andere Ansicht³⁷⁷ ist abzulehnen. Ein Einlagengeschäft zeichnet sich wie ausgeführt durch die unbedingte Rückzahlungspflicht³⁷⁸ der Gelder aus, welche einer Forderung lautend auf Rückzahlung eines Geldbetrages (nicht eine Forderung auf Leistung Zug-um-Zug von Waren oder Dienstleistungen) immanent ist. Dabei schliesst das Vorliegen eines E-Geldgeschäftes wie ausgeführt das Einlagengeschäft aus. Ein weitestgehend bewilligungsfrei gestelltes E-Geldgeschäft – begründet durch eine Ausnahme, welche eine Privilegierung darstellen soll – kann nicht wiederum zum Aufleben des Einlagengeschäftes und sohin einer strengeren Regulierung führen.

Art 1a Abs 2 lit a BankV konstatiert, dass Gelder, welche als synallagmatische Gegenleistung im Rahmen eines Vertrages auf Eigentumsübertragung oder eines Dienstleistungsvertrages zu sehen sind oder als Sicherheitsleistung übertragen werden, keine Einlagen darstellen.³⁷⁹ Da Token nicht als Sache qualifiziert werden³⁸⁰, sind insbesondere die Ent-

³⁷⁷ Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, §1a ZAG, Rz 71.

³⁷⁸ „Unter den Einlagebegriff fallen nur solche Verbindlichkeiten, durch die das Unternehmen selber zum Rückzahlungsschuldner der entsprechenden Leistung wird.“ – BVGer B-4772/2017 vom 19.12.2017, Z 5.2.

³⁷⁹ Vgl UVS Wien vom 05.05.2004 zu 06/42/9144/2003.

³⁸⁰ Vgl Art 20 SR iVm Art 171 SR, wonach der Sachenrechtsbegriff ein Element der Korporalität voraussetzt; *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinschen Sachenrecht, Band I, S 389 (Art 171 SR Rz 1 ff); vgl ferner BuA 2019/54, S

gegennahme von Geldern im Zusammenhang mit einem Dienstleistungsvertrag oder einer Sicherheitsleistung relevant, um ein Einlagengeschäft ausschliessen zu können.

- 217 Es kommt dabei wesentlich auf die Funktion des derart zahlungsmittelstellvertretenden Tokens bzw Stablecoins an, da ansonsten argumentiert werden kann, dass dieser dem eigentlichen Geschäft nur vorge-schoben wird und sohin eine Umgehung des Einlagengeschäftes bzw E-Geldgeschäftes vorliegt und der Token nicht im Zusammenhang mit einer Dienstleistung steht, wie dies anzunehmen sein wird, wenn ein Token gegen gesetzliche Zahlungsmittel zurückgetauscht (eingelöst) werden kann und hierbei aus dem Verkehr gezogen bzw vernichtet wird. Diesfalls wird ersichtlich, dass ein solcher Token keine eigene Wertmarke (im Sinne eines digitalen Inhaltes wie Software als Handelsware oder einer virtuellen Währung) repräsentiert, sondern der Wert nur in der Forderung (auf unbedingte Rückzahlung) liegt und der Token effektiv eine Forderung lautend auf Geld repräsentiert. Einlagen liegen wie ausgeführt bei vertraglicher Vereinbarung über die Verwahrung und/oder Verwaltung von gesetzlichen Zahlungsmitteln vor; es entsteht eine unbedingte Forderung gegenüber dem verwahrenden Institut auf Rückzahlung – ähnlich wie bei E-Geld.³⁸¹ Ein Stablecoin im

126, wonach auf die Übertragungsordnung gemäss TVTG die sachenrechtlichen Bestimmungen funktional-adäquat, sohin sinngemäss, nicht jedoch äquivalent zum Tragen kommen sollen; gleichwohl können Token das Eigentumsrecht (bspw den Herausgabeanspruch als Folge des Vollrechtes Eigentum) repräsentieren.

³⁸¹ Vgl zur Repräsentation eines unbedingten Rückzahlungsanspruches mittels Token BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token,

ausgeführten Sinne, welcher jederzeit in gesetzliche Zahlungsmittel zurückgetauscht werden kann, würde lediglich ein Surrogat bzw Substitut einer derartigen Forderung bilden. Repräsentiert ein Coin eine solche Forderung lautend auf Geld, kann dieser als E-Geld eingestuft werden (wohl aber aufgrund der elektromagnetischen Abbildung des Geldwertes keine Einlage repräsentieren).

Wird bei einem derartigen Stablecoin sohin ein Ausnahmetatbestand des E-Geldes geltend gemacht, kommt es nicht zu einer aufsichtsrechtlichen Verschlimmbesserung in der finanzmarktrechtlichen Bewilligungskaskade, da das Einlagengeschäft nicht wieder auflebt.³⁸² Unter diesem Blickwinkel ist das E-Geldregime eine Seite derselben Münze 218

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&v=1, S 9 f.

³⁸² Anderer Ansicht *Terlau in Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Findeisen* propagiert hingegen, dass § 1a Abs 5 deutschen ZAG idF vom BGBl. I S. 1506 (Nr. 35) lex specialis zum Einlagengeschäft sei. Diese Bestimmung verweist auf die gleichen Ausnahmetatbestände wie der liechtensteinische Art 2 Abs 2 EGG. Dabei scheint nicht gänzlich nachvollziehbar, wie bzw in welcher Form und in welchem Ausmass eine Ausnahmebestimmung des Anwendungsbereichs des E-Geld-Regimes zugleich lex specialis zum Einlagengeschäft sein soll; *Findeisen in Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1a, Rz 104. Zutreffend ist aber jedenfalls, dass E-Geld – auch solches, das aufgrund eines Ausnahmetatbestandes bewilligungsfrei ist – per gesetzlicher Fiktion kein Einlagengeschäft darstellt; ob dieses nun lex specialis darstellt, kann dahingestellt bleiben, scheint aber zumindest für das liechtensteinische Recht aufgrund der Ausnahme des Einlagengeschäftes, bei Vorliegen eines E-Geldgeschäftes gemäss BankG, auszuschliessen zu sein (ansonsten könnte das E-Geldgesetz als speziellere Regelung auch dem Bankgesetz, welches das Einlagengeschäft regelt, derogieren – vgl hierzu weiterführend Kapitel II.2.7.3, Rz 400).

wie das Einlagengeschäft. Der Rücktausch (bzw das Einlösen von E-Geld gegen die hingegebenen Geldbeträge) ist dabei nur Ausfluss des Vorliegens einer vertraglichen Forderung lautend auf Geld und ist der Rücktausch unter dem E-Geld-Regime sohin tatbildlich und nicht bloss Rechtsfolge des Vorliegens von E-Geld. Das E-Geldgeschäft stellt auf die aufsichtsrechtlichen Bewilligungsvoraussetzungen abstellend eine Privilegierung zum Einlagengeschäft dar.³⁸³

- 219 Um das Einlagengeschäft generell auszuschliessen, müsste die für Einlagen notwendige unbedingte Rückzahlungsverpflichtung ausgeschlossen werden. Diese wäre denkbar, wenn ein Stablecoin, welcher eine Forderung repräsentiert, lediglich zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen, nicht aber zum Rückbezug des monetären Wertes be-

³⁸³ Wie unter Kapitel II.2.7 im Detail ausgeführt wird, kann der Rücktausch bei Vorliegen einer Forderung nicht einfach ausgeschlossen werden, um so das E-Geldgeschäft zu negieren, da das Rücktausch- bzw Einlösungsrecht direkt aus der Forderung resultiert. Der Rücktausch ist sohin Tatbestandsmerkmal für das Vorliegen von E-Geld und begrifflich austauschbar mit dem Vorliegen einer Forderung lautend auf Geld und nicht bloss Rechtsfolge bzw logische Konsequenz aus dem Vorliegen einer Forderung mit welcher Zahlungsvorgänge durchgeführt werden können. Dabei kann über die aus einem E-Geldgeschäft entgegengenommenen Gelder nach Art 11 EGG iVm Art 5 EGV iVm Art 5 ZDV nicht frei verfügt werden, sondern sind geeignete Sicherungsanforderungen zu treffen. Ausserdem ist nach Art 44 Abs 2 EGG dem Kunden eines E-Geld-Institutes jederzeit der monetäre Wert des gehaltenen E-Geldes zum Nennwert zu ersetzen und herrscht nach Art 45 EGG ein strenges Zinsverbot. Dass die Rücktauschbarkeit zum Nennwert Tatbestandsmerkmal und nicht bloss Rechtsfolge ist, ergibt sich dabei bereits aus der dogmatischen Einstufung des E-Geldgeschäftes als Einlagengeschäft, welches lediglich per gesetzlicher Fiktion nach Art 3 Abs 3 lit a BankG bzw Art 6 Abs 3 E-Geld-RL, bei Vorliegen besonderer Voraussetzungen anders behandelt wird als das Einlagengeschäft.

rechtigt und sohin als Gutschein funktioniert, oder aber wenn ein solcher Stablecoin unter einer Bedingung ausgegeben wird. Eine solche könnte beispielsweise dahingehend lauten, dass der Stablecoin für eine bestimmte Anzahl an Tagen für das Trading auf einer sogenannten Krypto-Exchange³⁸⁴ eingesetzt werden kann. Wird die Bedingung auflösend mit Wirkung ex nunc³⁸⁵ vereinbart, fällt die vertragliche Grundlage, sofern kein Trade binnen der vereinbarten Frist durchgeführt wird, weg. Die vertragliche Grundlage wird sohin vernichtet und ein Inhaber eines solchen Stablecoins hätte folglich einen bereicherungsrechtlichen (nicht vertraglichen) Anspruch auf Rückerhalt der gesetzlichen Zahlungsmittel, mit welchen er den Stablecoin erworben hat.³⁸⁶ Es ist sohin Leistung und Gegenleistung zurückzustellen. Der kondiktionsrechtliche Rückabwicklungsanspruch stellt dabei ein gesetzliches Rückforderungsrecht³⁸⁷ dar und ist hierin keine vertragliche Forderung

³⁸⁴ Unabhängig davon, ob diese bilateral oder multilateral funktioniert. Vgl weitergehend zu diesem unscharfen Begriff, welcher unterschiedliche Geschäftsmodelle erfasst *Schopper/Raschner*, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, S 249 (251).

³⁸⁵ Bei Wirkung ex tunc würden gesetzliche Zinsen iHv 5 % pa gemäss § 1000 ABGB anfallen. Bei einer suspensiven Bedingung wäre zu deren Eintritt der Vertrag schwebend unwirksam.

³⁸⁶ Die Forderung ist sohin auch nur zum Bezug von Waren im Sinne von Token als digitale Inhalte oder virtuelle Währungen und nicht auf einen Geldbetrag gerichtet, was sowohl das Einlagengeschäft als auch das E-Geldgeschäft ausschliesst.

³⁸⁷ *Condictio causa finita* nach § 1435 ABGB – nachträglicher Wegfall der Rechtsgrundlage (mit sachenrechtlicher Wirkung ex nunc; bei der *condictio sine causa* nach § 877 ABGB oder der *condictio indebiti* gemäss § 1431 ABGB ist hingegen ex tunc rückabzuwickeln).

auf unbedingte Rückzahlung zu erkennen, wodurch ein Einlagengeschäft begründet würde, da bereicherungsrechtliche Ansprüche auf gesetzlichen Schuldverhältnissen basieren. Es obliegt dabei der Privatautonomie ein Gestaltungsrecht zu vereinbaren, mit welchem die Vertragsgrundlage vernichtet werden kann.³⁸⁸ Bei Ausbedingung einer Resolutivbedingung im oben angeführten Sinne entsteht keine vertragliche Forderung auf (unbedingte) Rückzahlung der Gelder bzw einer etwaigen sonstigen Gegenleistung, sondern eine bereicherungsrechtliche Forderung.³⁸⁹ Dies muss in der Folge umso mehr für Token gelten,

³⁸⁸ Denkbar wäre ein Gestaltungsrecht, welches eine Potestativbedingung mit einer resolutiven Bedingung dahingehend verbindet, dass zB eine Person, welche einen solchen Stablecoin, der eine Forderung repräsentiert, mit Fiatgeld erworben hat, das Recht hat, die Vertragsgrundlage zu vernichten, sofern die Stablecoins nicht zum Handeln auf einer bestimmten Handelsplattform binnen einer bestimmten Zeitperiode eingesetzt wurden.

³⁸⁹ Vgl bspw *Laurer/Kammel* in *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, Rz 5, welche festhalten, „*dass Bankgeschäfte [hier das Einlagengeschäft] nur betreibt, wer Schuldner aus dem Vertrag über die Verwaltung oder Einlage der fremden Gelder ist [...]*“ und sohin – was grundsätzlich banal erscheint – nur auf vertragliche Schuldverhältnisse abstellt. Dasselbe Bild zeichnet sich beim E-Geldgeschäft ab. *Haghofer*, Ausgabe und Rücktauschbarkeit von E-Geld in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, § 17, Rz 1 (S 224), führt aus, dass „*sie [gemeint die Ausgabe und Rücktauschbarkeit von E-Geld nach den §§ 17 bis 20 öEGG die vertragsrechtlichen Bedingungen für die Ausgabe und die Rücktauschbarkeit von E-Geld [...]]*“ regeln. Entsprechend schliesst auch hier die Vereinbarung über ein Gestaltungsrecht, wie einer auflösenden Bedingung, das Vorliegen einer vertraglichen Forderung und folglich den Anwendungsbereich des EGG aus. Ergänzend kann hier wiederum auch vorgebracht werden, dass eine ein solcher Stablecoin auch lediglich eine Forderung zum Bezug von anderen Token im Sinne von virtuellen Währungen, nicht aber eine Forderung lautend auf Geld, repräsentiert.

welche digitale Inhalte gemäss FAGG oder virtuelle Währungen³⁹⁰ gemäss der 5. GW-RL darstellen, bei welchen folglich ein Rücktrittsrecht gemäss KSchG bzw FAGG geltend gemacht werden kann.³⁹¹

Die Ansicht zum Einlagengeschäft deckt sich dabei mit der deutschen 220
Lehre zum KWG. *„Dreh- und Angelpunkt des Einlagengeschäftstatbestandes ist das Rückzahlungsversprechen, auf das der Einleger vertraut.“*³⁹² Für das Vorliegen eines Einlagengeschäftes muss die Rückzahlung sohin Teil der gewerbsmässig abgeschlossenen vertraglichen Verabredung sein, abstellend auf welche das Geld überlassen wird; der Betreiber eines Einlagengeschäftes verspricht sohin die Rückzahlung der vom Einleger hingegebenen Gelder. Das Titelgeschäft kann ein Gelddarlehen oder auch ein depositum irregulare sein bzw in sonstigen Vertragstypen bestehen, welchen eine Vereinbarung auf Rückzahlung immanent ist.³⁹³ *„An dem Merkmal der Rückzahlbarkeit iSd Einlagengeschäftstatbestandes fehlt es einem Rechtsgeschäft dagegen, wenn sich der Anspruch, wie bei*

³⁹⁰ Die Qualifikation schliesst dabei gemäss Erwägung 8 und 10 der 5. GW-RL von vornherein das Vorliegen von E-Geld aus – vgl hierzu weiterführend Kapitel II.2.7 und II.2.9.

³⁹¹ Vgl Titel I. Kapitel I.6.

³⁹² *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG mit CRR, § 1 Abs 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 109.*

³⁹³ *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG mit CRR, § 1 Abs 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110 f.*

einem gescheiterten Kaufvertrag der Anspruch auf Rückzahlung des Kaufpreises, lediglich als sekundäre Vertragspflicht aufgrund des Rücktritts des Käufers von dem Kaufvertrag ergibt.“³⁹⁴

- 221 Es stellt sich in der Folge die Frage, ob ein Stablecoin, welcher eine Forderung lautend auf Geld gegenüber die Emittentin repräsentiert, jedoch aufgrund einer Ausnahme des E-Geldgesetzes (bspw begrenzte Netze) kein bewilligungspflichtiges E-Geld darstellt und sohin auch kein Erbringen eines Einlagengeschäftes zu begründen vermag, ein Fi-

³⁹⁴ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG mit CRR, § 1 Abs 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b; vgl BaFin Merkblatt Einlagengeschäft vom 11.03.2014: „Rückzahlbar sind Gelder, wenn ein zivilrechtlicher Anspruch auf ihre Rückzahlung besteht oder bei dem Geldgeber jedenfalls der Anschein eines solchen Anspruchs erweckt wird. [...] Dabei kommt es für die bankaufsichtsrechtliche Einordnung der Gelder als „rückzahlbar“ nicht auf bestimmte zivilrechtliche Vertragsgestaltungen oder die zivilrechtliche Zuordnung des zugrundeliegenden Geschäfts zu einem bestimmten Vertragstypus, etwa einem Darlehensvertrag [...] an. Maßgebend ist vielmehr der tatsächliche Gehalt der Geldüberlassung. [...] An der Rückzahlbarkeit fehlt es dagegen, wenn der Rückzahlungsanspruch erst im Rahmen einer anfänglich unvorhergesehenen Rückabwicklung des Vertrages entsteht, etwa als Schadenersatzanspruch.“ Bei kondiktionsrechtlicher Rückabwicklung im zuvor beschriebenen Beispiel besteht keine Vertragsgrundlage mehr. Die Rückabwicklung und folglich ein Rückzahlungsanspruch ist auch anfänglich unvorhersehbar, sofern die Übereignung von Geldern nicht der Erfüllung eines Einlagengeschäftes dient, sondern ein Token bspw primär zum Handeln auf einer Krypto-Exchange zum Einsatz kommen soll und sohin als synallagmatisches „Delivery versus Payment“ im Zuge der Vertragserfüllung dient. Die Ausgabe eines solchen Token kann für den Betreiber einer Krypto-Exchange durchaus Sinn ergeben, zumal unzählige Token auf unterschiedlichen Blockchain-Protokollen basieren und entsprechend aufgrund technischer Inkompatibilität der unterschiedlichen Netzwerkprotokolle auch nicht direkt gegeneinander gehandelt werden können; eine solche Brücke kann sohin mittels eines eigenen Token geschlagen werden und besteht hierdurch auch keine Abhängigkeit von systemfremden Fiatgeld-Transaktionen.

nanzinstrument (Fremdkapitalinstrument, welches sich auf die bilanzielle Passivseite auswirkt) darstellen kann, sofern die im Stablecoin repräsentierte Forderung nach einer bestimmten Fristigkeit bzw Laufzeit samt Zinsen fällig bzw rückgezahlt wird und kein Zahlungsinstrument darstellt.³⁹⁵ Bei einem Stablecoin, welcher eine Forderung abbildet, die kein unbedingtes Rückzahlungsrecht darstellt, handelt es sich zwar aufgrund gesetzlicher Fiktion um keine Einlage, jedoch kann eine (kurzfristige) Anleihe bzw ein Geldmarktinstrument vorliegen.³⁹⁶ Dies ist jedoch nach liechtensteinischem Recht auszuschliessen, sofern ein solcher Token ein Zahlungsinstrument zum Bezug von Waren

³⁹⁵ Die Kriterien der Standardisierung, Übertragbarkeit und Handelbarkeit vorausgesetzt (vgl Kapitel II.2.3.1). Dabei kann neben einer Schuldverschreibung im Sinne einer Anleihe auch ein Zero-Bond bzw eine Nullkuponanleihe vorliegen, bei welcher die Verzinsung über die volle Laufzeit ausschliesslich durch die Differenz zwischen (einem niedrigeren) Ausgabekurs und (einem höheren) Rückzahlungskurs ausgedrückt wird (bzw ein Geldmarktinstrument im Sinne einer kurzfristigen Anleihe).

³⁹⁶ So bspw der in der Schweiz emittierte XCHF, welcher eine kurzfristige Anleihe (Geldmarktinstrument) mit 0 % Zinsen und automatischem Rollover darstellt, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospektus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 16:59; das Vorliegen eines Finanzinstrumentes in Zusammenhang mit E-Geld bzw Zahlungsinstrumenten ist dabei nach liechtensteinischem Rechtsverständnis nur denkbar, sofern kein Zahlungsinstrument vorliegt. Diesfalls kann wie ausgeführt ein Finanzinstrument wie eine Schuldverschreibung vorliegen. Hingegen stellt in Liechtenstein, anders als dies in Deutschland mitunter vertreten wird, E-Geld jedenfalls kein Finanzinstrument dar (vgl § 1 Abs 11 Z 7 KWG – „Rechnungseinheiten“). In Deutschland stellt der Eigenhandel mit E-Geld folglich (anders als in Liechtenstein, vgl Kapitel II.2.7) eine Finanzdienstleistung (das liechtensteinische Pendant hierzu sind die Wertpapierdienstleistungen) dar. Vgl hierzu *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, §1a ZAG, Rz 111.

und/oder Dienstleistungen (wie bspw ein Einkaufsgutschein) darstellt, welcher aber aufgrund eines Ausnahmetatbestandes (bspw der Ausnahme der begrenzten Netze) unter der PSD II keine Notwendigkeit einer Bewilligung auslöst.

- 222 Für die Umsetzung eines internen Stablecoins im beschriebenen Sinne, welcher mittels gesetzlichen Zahlungsmitteln erworben werden kann und eine Forderung (lautend auf Geld oder lautend auf Waren und/oder Dienstleistungen) darstellt, ist es also essentiell, gerade von dieser Forderungseigenschaft wegzukommen, hin zum Stablecoin als eigenständige Wertmarke (im Sinne von Software als Handelsware und sohin als digitaler Inhalt oder virtuelle Währung), um sowohl das Einlagen- als auch E-Geldgeschäft sowie das Vorliegen eines Finanzinstrumentes jedenfalls zu vermeiden, ohne einen Ausnahmetatbestand unter der PSD II heranziehen zu müssen – vorausgesetzt, es ist das Ziel, unter diesen Regimen möglichst unreguliert zu sein.³⁹⁷ Dies ist möglich, sofern der Stablecoin eine eigene Wertmarke darstellt und sohin im Rahmen eines synallagmatischen Verhältnisses die eigentliche Gegenleistung bildet, welche Zug-um-Zug bezogen wird.³⁹⁸ Hierbei kann ein

³⁹⁷ Steuerrechtlich kann dies im Ergebnis jedoch zu einer Belastung durch Einkommenssteuer einerseits und Mehrwertsteuer andererseits führen, wenn ein Token oder Stablecoin als Handelsware behandelt wird.

³⁹⁸ Diesbezüglich wäre ein Stablecoin als Datensatz bzw Software und sohin letztlich als Handelsware mit eigenständigem Wert einzustufen. Hier kann über Art 2 Abs 3 iVm Art 10 Abs 2 lit b URG argumentiert werden, dass der Rechtsnehmer die Gelder im Rahmen eines Dienstleistungsvertrages an den Verkäufer des Stablecoins überträgt und sohin eine der – abseits der Ausnahme im Zusammenhang mit dem E-Geldgeschäft – abschliessend definierten Ausnahmen vom Einlagengeschäft in Art 1a Abs 2 lit a BankV zum Tragen kommt (Einräumung bzw Veräusserung von Nutzungsrechten; Veräusserung von

verbraucherfreundliches unbefristetes, ewiges Rücktrittsrecht mit Wirkung ex nunc für Stablecoins vereinbart werden, wodurch kondiktionsrechtlich rückabzuwickeln ist. Effektiv kann hierdurch ein interner, gesetzliche Zahlungsmittel substituierender Stablecoin, welcher eine eigenständige Wertmarke mit intrinsischem Wert³⁹⁹ repräsentiert, geschaffen werden, welcher bei Ausübung eines Rücktrittsrechts basierend auf bereicherungsrechtlichen Ansprüchen jederzeit in gesetzliche Zahlungsmittel zurückgetauscht werden kann (Leistung und Gegenleistung sind zurückzustellen; der Token als eigenständige Wertmarke, welcher keine Forderung repräsentiert, kann auch nicht einfach vernichtet werden; bzw bleibt es auch möglich, den Token – insbesondere bei multilateral ausgestalteten Krypto-Börsen, bei welchen die ausgebende/verkaufende Stelle bei späterem Handel nicht mehr die Gegenpartei darstellt – zurückzukaufen, wobei derart erworbene Token dann auch in den Büchern – nicht als Forderung, da diese bei Einlösung getilgt würde – als Vermögen aufscheinen würde und ein etwaiges steuerbares Ereignis auslösen könnte; aufsichtsrechtlich würde sich bei Vorliegen einer virtuellen Währung zusätzlich die Frage stellen, ob in der Folge eine Wechselstubentätigkeit bzw eine Tätigkeit eines VT-

Werksexemplaren). Die Ausnahmebestimmung vom Einlagenbegriff in der Bankenverordnung ist dabei ident zu Art 3a Abs 3 lit a der schweizerischen BankV. Nach FINMA Rundschreiben 2008/3, Publikumseinlagen bei Nichtbanken, 20.11.2008, zuletzt geändert am 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>, Rz 10 f, geht die chBankV davon aus, „dass alle Verbindlichkeiten Einlagecharakter haben“. So haben bspw „eine Anzahlung bei einem Kaufvertrag, ein Vorschuss bei einem Auftrag, ein Mietzinsdepot usw“ keinen Charakter von Einlagen.

³⁹⁹ Der Wert wird dabei durch den Markt (Angebot und Nachfrage) gewährleistet – bspw wenn dieser für das Handeln auf einer Krypto-Handelsplattform eingesetzt werden kann.

Wechseldienstleisters erbracht wird). Mangels Durchführung eines gewerbsmässigen Umtauschs bzw Wechsels liegt in einer bereicherungsrechtlichen Rückabwicklung aber auch keine Wechselstubentätigkeit.⁴⁰⁰ Dabei erscheint es zielführend, dass unter dem Regime des TVTG über den registrierungspflichtigen VT-Wechseldienstleister auch der gewerbsmässige Wechsel von Token gegen andere Token erfasst wird⁴⁰¹, da der vorliegende Anwendungsfall, bei welchem Token gegen interne Stablecoins getauscht werden können, ansonsten aufsichtsrechtlich nicht erfasst wäre, obwohl ein solcher zahlungsmittelstellvertretender interner Stablecoin gewissermassen ein Surrogat zu gesetzlichen Zahlungsmitteln bildet, wenn er auch eine darüber hinausgehende Funktion erfüllt und einen Medienbruch (crypto-fiat) unterbindet und den Handel von Token blockchainübergreifend ermöglicht.

- 223 Darüber hinaus wäre es auch möglich, einen zahlungsmittelstellvertretenden Stablecoin, welcher eine eigenständige Wertmarke repräsentiert, in gesetzliche Zahlungsmittel zu wechseln. So kann eine Gesellschaft einen Stablecoin gegen gesetzliche Zahlungsmittel als eigenständige Wertmarke, nicht als Forderung, ausgeben und diesen Stablecoin zudem auf ihrer Handelsplattform mit Bezug auf Token zur Durchführung von Handelsaufträgen akzeptieren. Dabei könnte die gesellschaftsrechtliche Entität diesen Stablecoin auch bilateral in gesetzliche Zahlungsmittel gegen das eigene Buch und auf eigene Rechnung wechseln. Dies würde allerdings eine bei der FMA meldepflichtige Tätigkeit als Wechselstube gemäss Art 2 Abs 1 lit l SPG iVm Art 3

⁴⁰⁰ Vgl zur Wechselstube Kapitel II.2.9.

⁴⁰¹ Art 2 Abs 1 lit r TVTG idF BuA 54/2019.

Abs 3 lit a SPG begründen (bzw nach Inkrafttreten des TVTG eine registrierungspflichtige Tätigkeit als VT-Wechseldienstleister).⁴⁰²

2.2.3 Fazit Abgrenzung Einlagen- und E-Geldgeschäft

Während das Einlagengeschäft auf die Annahme von Einlagen oder anderen unbedingt rückzahlbaren Geldern abstellt, definiert sich das E-Geldgeschäft als Ausgabe von E-Geld, welches einen magnetisch oder elektronisch gespeicherten monetären Wert in Form einer Forderung darstellt, der gegen Zahlung eines Geldbetrages erworben werden kann und zur Durchführung von Zahlungsvorgängen dient und hierfür von anderen Personen als nur von einer Emittentin akzeptiert wird. Beim E-Geldgeschäft werden sohin wie beim Einlagengeschäft Gelder (und auch E-Geld selbst) angenommen, welche unbedingt zurückzahlen sind. Aufsichtsrechtlich liegt kein Einlagengeschäft vor, wenn Gelder angenommen werden und im Gegenzug unmittelbar E-Geld ausgegeben wird; dies stellt eine gesetzliche Fiktion dar.

224

Es ist also sowohl für das Einlagengeschäft als auch das E-Geldgeschäft wesentlich, dass auf die Forderung zur unbedingten Rückzahlung von Geldern bzw Geldbeträgen abgestellt wird. Vor diesem Hintergrund ist E-Geld eine Seite derselben Münze des Passivgeschäftes, welches aufsichtsrechtlich gegenüber dem Einlagengeschäft privilegiert behandelt wird. Die Beurteilung, ob E-Geld vorliegt, ist auch im Zusammenhang mit Token bzw Stablecoins relevant. Hierbei ist essentiell zu hinterfragen, ob ein Token eine eigenständige Wertmarke darstellt, die einen inneren Wert aufweist und wie eine Handelsware, bspw als Software, gehandhabt wird (digitaler Inhalt oder virtuelle Währung), oder ob der

225

⁴⁰² Vgl Kapitel II.2.9; Art 2 Abs 1 lit 1 bis SPG idF BuA 2019/93.

Token tatsächlich eine Forderung lautend auf Geld repräsentiert. Ein Indiz für letztere Annahme läge vor, wenn der Token bei Rücktausch vernichtet wird, da eine Emittentin keine Forderung gegen sich selber halten kann. Hinsichtlich der virtuellen Währungen oder digitalen Inhalte kommt es streng genommen zu keiner Ausgabe, sondern werden diese verkauft (Token Offering vs Token Sale).

226 Weiters zu beachten ist, dass bei der Argumentation des Vorliegens eines Ausnahmetatbestandes vom E-Geld-Regime das Einlagengeschäft nicht wieder aufleben kann. Dogmatisch liegt immer noch E-Geld vor bzw ist das E-Geld-Regime auch anwendbar, dieses unterliegt bei Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes lediglich geringeren Anforderungen in der Bewilligung – so ist die FMA in bestimmten Fällen über das Vorliegen einer Ausnahme zu informieren und ist diese auch zu begründen. Per gesetzlicher Fiktion liegt dabei kein Einlagengeschäft vor, wenn E-Geld ausgegeben wird. Auch wenn die Ausgabe von solchem E-Geld folglich keiner Bewilligung als E-Geld-Institut bedarf, kann bei Begründen eines Ausnahmetatbestandes vom E-Geldgeschäft das Einlagengeschäft nicht mehr aufleben. Offen bleibt, ob ein Token überhaupt Einlagen repräsentieren kann, oder ob diesfalls nicht stets eine Speicherung eines monetären Wertes in elektromagnetischer Form – und sohin E-Geld – vorliegt. Dies ist wohl zu bejahen, da das Einlagengeschäft nur auf Bar- und Buchgeld direkt abstellt und keine Repräsentation desselben vorsieht; ein Token könnte lediglich im Rahmen eines Authentifizierungsmechanismus zur Verfügung über Einlagen fungieren.

227 Ein Coin kann folglich bei Repräsentation einer Forderung lautend auf Geld aufgrund der elektromagnetischen Eigenschaft eines Tokens, nur E-Geld, nicht aber auch Einlagen darstellen. Ein Einlagengeschäft kann,

losgelöst vom Bezug zu Token, dadurch ausgeschlossen werden, dass die für Einlagen tatbildliche unbedingte Rückzahlungsverpflichtung von Geldern ausgeschlossen wird. Denkmöglich wäre dies über eine auflösende Bedingung mit Wirkung ex nunc, oder aber eine Ausgestaltung, wonach mit den gegebenen Geldern nur Waren und/oder Dienstleistungen bezogen werden können, jedoch kein unbedingter Rücktauschanspruch des Geldwertes besteht. Im Falle der auflösenden Bedingung würde die Vertragsgrundlage wegfallen und wäre bereicherungsrechtlich, nicht aber aus einer vertraglichen Verabredung heraus, rückabzuwickeln.⁴⁰³ Eine Ausgabe einer Forderung lautend auf Geld oder zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen zur Erreichung eines wertstabilen Stablecoins scheint diesbezüglich aber gar nicht zwingend notwendig. Ein Token kann auch als Software unter Vereinbarung eines konsumentenfreundlichen Rücktauschrechtes ausgegeben werden. Auch ein solcher Token, welcher eine Handelsware

⁴⁰³ In der Folge kann jedoch wiederum ein Finanzinstrument vorliegen, wenn solche Coins standardisiert, übertragbar und handelbar sind und kein Zahlungsinstrument darstellen. Eine denkbare Variante der Repräsentation einer Forderung in einem Coin unter Vermeidung sowohl des Einlagengeschäftes als auch des Vorliegens von Finanzinstrumenten, könnte mittels eines nicht erstattungsfähigen Gutscheins zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen realisiert werden. Ein solcher Coin kann schon allein deshalb kein Finanzinstrument darstellen, da Zahlungsinstrumente nie übertragbare Wertpapiere im Sinne des Art 4 Abs 1 Nr 44 MiFID II darstellen können; vgl auch BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html. Gleichzeitig kann ein Gutschein so ausgestaltet werden, dass ein Ausnahmetatbestand des ZDG bzw der PSD II greift.

darstellt, wäre in der Folge der Ausübung des Rücktauschrechtes konditionenrechtlich zurückzustellen bzw wäre der Vertrag rückabzuwickeln (condictio causa finita). Eine solche Ausgestaltung zieht aber mitunter einkommens- und mehrwertsteuerliche Folgen mit sich.

- 228 *„Dreh- und Angelpunkt des Einlagengeschäftstatbestandes ist das Rückzahlungsversprechen, auf das der Einleger vertraut.“*⁴⁰⁴ *„An dem Merkmal der Rückzahlbarkeit iSd Einlagengeschäftstatbestandes fehlt es einem Rechtsgeschäft dagegen, wenn sich der Anspruch, wie bei einem gescheiterten Kaufvertrag der Anspruch auf Rückzahlung des Kaufpreises, lediglich als sekundäre Vertragspflicht aufgrund des Rücktritts des Käufers von dem Kaufvertrag ergibt.“*⁴⁰⁵ Damit ein Einlagengeschäft vorliegen kann, muss also die Rückzahlung Inhalt der vertraglich geschlossenen Abrede, gemäss welcher Gelder übergeben wurden, sein.
- 229 Ein Finanzinstrument in Zusammenhang mit E-Geld kann nach liechtensteinischem Recht selbst dann nicht vorliegen, wenn ein Ausnahmetatbestand des E-Geldgeschäftes vorliegt, was auch das Einlagengeschäft ausschliesst (was nach Art 1a Abs 2 BankV bei Annahme von Geldern iZm der Ausgabe einer Anleihe ohnehin der Fall wäre), da diesfalls immer noch ein Zahlungsinstrument vorliegt, was wiederum das Vorliegen eines übertragbaren Wertpapiers ausschliesst.
- 230 Bei Ausgabe eines standardisierten, übertragbaren und handelbaren Wertrechtes, welches kein Zahlungsinstrument darstellt und das nach einer gewissen Laufzeit zu tilgen ist und auf welches Zinsen gewährt

⁴⁰⁴ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG mit CRR, § 1 Abs 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 109.

⁴⁰⁵ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG mit CRR, § 1 Abs 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.

werden, liegt potentiell ein Security Token vor, welcher eine Schuldverschreibung repräsentiert. Anders als in Deutschland wurden in Liechtenstein Recheneinheiten bzw Rechnungseinheiten und sohin (Token in Form von) E-Geld nicht als Finanzinstrumente legiferiert. Der Finanzinstrumentebegriff ist dabei nach MiFID II und auch gemäss BankG nicht mit Zahlungsinstrumenten zu vereinbaren. Bei Ausnahme vom E-Geld-Begriff kann insofern ohne explizite gesetzgeberische Vorgabe eine Schuldverschreibung wie eine Anleihe nicht vorliegen.

Auch Geldmarktinstrumente dienen nicht der Durchführung von Zahlungsvorgängen, wie dies bei Zahlungsinstrumenten der Fall ist. So stellt bspw der in der Schweiz emittierte XCHF eine kurzfristige (einmonatige) Anleihe mit 0 % Zinsen und automatischem Rollover dar (Geldmarktinstrument). Der Handel mit einem solchen Instrument bedarf folglich – nach liechtensteinischem Verständnis – der Bewilligung als regulierter Handelsplatz; die Durchführung von Zahlungsvorgängen darf dabei nicht vorgesehen werden, da ansonsten kein Finanzinstrument vorliegt.⁴⁰⁶ Liegt ein Instrument vor, mit welchem Zahlungen bewirkt werden können (Bar- und Giralgeld, E-Geld oder auch Einkaufsgutscheine), schliesst dies das Vorliegen eines übertragbaren Wertpapiers und folglich eines Finanzinstrumentes aus.⁴⁰⁷ 231

⁴⁰⁶ Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: „*The main purpose of the CryptoFranc is to serve as a liquidity instrument for the Swiss crypto ecosystem. For example, a Bitcoin (BTC) trader could use it to temporarily transfer funds into CryptoFrancs or a Swiss startup could use it to raise funds in its accounting currency instead of using volatile crypto currencies. It is neither intended to be used as a long-term storage of Swiss Francs, nor to be used as a means of payment for everyday transactions.*“, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>.

⁴⁰⁷ Art 4 Abs 1 Nr 44 MiFID II bzw Art 3a Abs 1 Z 42 BankG.

232 Grob eingegliedert kann festgehalten werden, dass Einlagen primär einen Wertaufbewahrungscharakter bzw Sparzweck aufweisen, während bei E-Geld die Durchführung von Zahlungsvorgängen im Vordergrund steht und sohin über einen Zahlungszweck verfügt und dass Finanzinstrumente letztlich einen Investitionscharakter haben. Virtuelle Währungen können hingegen einen oder alle dieser Zwecke und noch weitergehende Funktionalitäten (bspw Zugangsfunktion, Konsensbildung, etc) in sich vereinen.⁴⁰⁸

2.2.4 Bankgeschäfte (Aktivgeschäft)

233 Das den Banken vorbehaltene Passivgeschäft bildet dabei über die Hauptgeschäftsfelder von Banken neben der Risikotransformation – der Losgrößen- und Fristentransformation – eine Brücke zum Aktivgeschäft, welches auf der Aktivseite der Bankbilanz ausgewiesen wird. Dieses definiert sich in Liechtenstein als die *gewerbsmässige Ausleihung von fremden Geldern an einen unbestimmten Kreis von Kreditnehmern*.⁴⁰⁹ Solche Kreditgeschäfte sind dann anzunehmen, wenn basierend auf einem zivilrechtlichen Darlehens- oder Kreditvertrag die Valuta in gesetzlichen Zahlungsmitteln zur Verfügung gestellt wird.⁴¹⁰ Die Definition, wonach nur die Ausleihung von fremden Geldern ein

⁴⁰⁸ Vgl die Ausführungen in Erwägung 10 der 5. GW-RL.

⁴⁰⁹ Art 1a Abs 1 lit b BankV.

⁴¹⁰ *Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, Rz 9; BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, vom 08.01.2009, zuletzt geändert am 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaefht.html.

Aktivgeschäft darstellen soll, mutet seltsam an und geht auf die Beratung im Landtag vom 14.05.1992 zurück.⁴¹¹ Hiernach wurde die Meinung vertreten, dass das Kreditieren von eigenen Geldern kein Bankgeschäft im Sinne eines Aktivgeschäftes darstelle, weshalb die ursprüngliche Formulierung des BuA 1992/8 betreffend Art 3 Abs 3 lit b BankG⁴¹² letztlich umgestellt wurde. *„In Absatz 4 lit. b) ist lediglich von der „Ausleihung von Geldern an einen unbestimmten Kreis von Kreditnehmern“ die Rede. Dazu ist zu sagen - auch wenn man für die Banken hier gedanklich daran festhält, dass sie selbstverständlich nicht nur eigene Mittel, sondern auch fremde Mittel an Kreditnehmer ausleiht - dass diese Formulierung zu einer falschen Interpretation Anlass geben könnte, insofern als man sagen könnte, auch die gewerbsmässige Ausleihung eigener Mittel ist ein Bankgeschäft. Und das wäre grundfalsch. Niemand kann jemandem die gewerbsmässige Ausleihung eigener Mittel - ausschliesslich eigener Mittel verwehren. Das ist in unserer freien Wirtschaft undenkbar.“*⁴¹³ Art 4 Abs 1 Nr 1 CRR definiert Kreditinstitute hinsichtlich des Aktivgeschäftes als Unternehmen, welche Kredite für eigene Rechnung vergeben. Hieraus lässt sich kein Abstellen auf die Verleihung von fremden Geldern ableiten. Nach autonomer Auslegung des Europarechts⁴¹⁴ wird in Liechtenstein auch das Ausleihen von eigenem Kapital im Sinne von Umlaufvermögen unter CRR ein Aktivgeschäft darstellen; jegliche andere Auslegung wäre unhaltbar. Wie in FN 423 jedoch ausgeführt wird, ist

⁴¹¹ Landtagsprotokoll vom 14.05.1992 zum Bankengesetz, S 730.

⁴¹² Damals noch in Art 3 Abs 4 lit b BankG idF BuA 1992/8.

⁴¹³ Ritter im LTP vom 14.05.1992 zum Bankengesetz, S 730.

⁴¹⁴ Unmittelbar anwendbares Gemeinschaftsrecht ist auf Gemeinschaftsebene autonom auszulegen, während Richtlinien gemeinschaftsrechtskonform auszulegen sind.

per 28.06.2019 die CRR in Liechtenstein mangels Beschlusses des gemeinsamen EWR-Ausschusses noch nicht unmittelbar anwendbar, sondern wurde lediglich vorab umgesetzt.

234 Gemäss Art 7 Abs 7 ZDG dürfen auch Zahlungsinstitute Kredite gewähren, sofern die Gewährung von Krediten eine Nebentätigkeit darstellt und diese nur im Zusammenhang mit Zahlungsvorgängen gewährt werden. Darüber hinaus müssen solche Kredite spätestens binnen 12 Monaten ab Ausgabe zurückgezahlt werden und dürfen diese nicht aus Geldern gegeben werden, welche in der Absicht entgegengenommen worden sind respektive in der Intention gehalten werden, Zahlungsvorgänge zu realisieren.

235 In Zusammenhang mit softwarebasierten Plattformen ist darauf zu achten, dass nicht Peer-to-Peer-Kredite (Crowdlending) ohne entsprechende Bewilligung vergeben werden. Alle Gläubiger, welche ihr Geld gewerbsmässig verleihen, unterstünden hierbei einer Bewilligungspflicht. Ohne Vorliegen einer entsprechenden Konzession als Bank der jeweiligen Kreditgeber wäre auch der Betreiber einer solchen Plattform potentiell in unerlaubte Aktivitäten verwickelt, sofern nicht lediglich Kredite vermittelt werden und die Vergabe der Kredite durch entsprechend bewilligte Banken erfolgt. Nicht vom Kreditgeschäft erfasst ist weiters die Kreditierung von Token. Letztlich können auf solchen Plattformen auch dem ZDG unterstellte Dienstleistungen eine Rolle spielen und eine Bewilligungspflicht mit sich ziehen.⁴¹⁵

236

⁴¹⁵ BaFin, Crowdlending, vom 04.01.2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html.

Anders als bspw in Österreich stellt in Liechtenstein nur das unechte Factoringgeschäft eine Kreditvergabe dar.⁴¹⁶ Beim echten Factoring kauft eine Factoring-Gesellschaft Forderungen an und übernimmt auch das Delkredererisiko (und wird sohin zum Neugläubiger).⁴¹⁷ Die Gesellschaft (Factor), die die Forderung erwirbt, muss also um deren Eintreibung besorgt sein und trägt das Ausfallrisiko. Beim unechten Factoring übernimmt der Factor hingegen dieses Ausfallrisiko nicht.⁴¹⁸ Der solcherart tätig werdende Factor stellt dem Forderungsinhaber Liquidität bereit. Diese Zurverfügungstellung von Liquidität stellt ein Kreditgeschäft dar, welches Banken vorbehalten ist (Art 3 Abs 3 lit b BankG).⁴¹⁹

Mit Bezug auf Token kann das echte Factoringgeschäft in Liechtenstein 237
bspw für Unternehmer interessant sein, welche es ihren Kunden ermöglichen möchten, ihre Waren und/oder Dienstleistungen mit Token

⁴¹⁶ § 1 Abs 2 Z 16 BWG erfasst den „Ankauf von Forderungen aus Warenlieferungen oder Dienstleistungen, die Übernahme des Risikos der Einbringlichkeit solcher Forderungen und im Zusammenhang damit der Einzug solcher Forderungen“, sohin das echte, wie auch das unechte Factoring als Bankgeschäft.

⁴¹⁷ Die Forderung wird zivilrechtlich mittels Zession abgetreten (§ 1392 ABGB). Der Zedent (Altgläubiger) überträgt seine Forderung gegenüber dem Zessus (Schuldner) an den Zessionar (Neugläubiger). Das Factoring unterscheidet sich vom Inkassogeschäft dadurch, dass beim Factoring Forderungen nach Fakturierung veräußert werden, während beim Inkasso fremde Forderungen im fremden Namen (aussergerichtlich) eingezogen werden.

⁴¹⁸ Auch die Vereinbarung, dass der Factor die Forderung beim Schuldner einzuziehen hat und der Factor auf den Altgläubiger greifen kann, wenn der Schuldner die Forderung nicht begleicht (Schuldbeitritt, wie die Bürgschaft nach § 1346 ABGB) stellt ein unechtes Factoring dar.

⁴¹⁹ Vgl Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka (Hrsg), § 1 BWG, Rz 24.

zu beziehen, um zusätzliche Absatzkanäle zu schaffen, obwohl sie selber nicht unbedingt Token an Zahlungs statt akzeptieren wollen.

- 238 Dies kann unter anderem so gestaltet werden, dass zwischen einem Händler und dessen Kunden eine vertragliche Beziehung über den Bezug einer Ware und/oder einer Dienstleistung abgeschlossen wird, in welchem stipuliert wird, dass der Kunde einen Wertbetrag denominated in gesetzlichen Zahlungsmitteln, zahlbar in Token schuldet.⁴²⁰ Der Unternehmer tritt in der Folge diese Forderung an einen Factor als Neugläubiger formfrei ab, wobei als Abtretungspreis bspw der Preis der bezogenen Ware und/oder Dienstleistung abzüglich einer Service Gebühr herangezogen werden kann.⁴²¹ Der Neugläubiger trägt sohin das Delkredererisiko und muss um die Eintreibung der Forderung bemüht sein. In dieser Konstellation leistet sohin ein Händler und in der Folge Altgläubiger an einen Verbraucher bzw Kunden als Schuldner, welcher Zug-um-Zug seine Gegenleistung, denominated in gesetzlichen Zahlungsmitteln, zahlbar in Token an den Factor und Neugläubiger, welchem die Forderung abgetreten wurde, transferiert. In der Folge hat der Factor dem Händler als Abtretungsgläubiger den geschuldeten Betrag in gesetzlichen Zahlungsmitteln – nach eventueller Stundung – auszuhändigen. Der Factor kann die Token dabei gegen das eigene Buch in gesetzliche Zahlungsmittel wechseln⁴²², oder er tauscht diese

⁴²⁰ Die Festsetzung des Wechselkurses gesetzlicher Zahlungsmittel zu Token, welcher für die Erfüllung der Verbindlichkeit eines Kunden heranzuziehen ist, kann bspw auf den Kurs im Zeitpunkt des Transfers der Token zur Erfüllung der Verbindlichkeit festgelegt werden.

⁴²¹ Der Schuldner ist über diese Zession in Kenntnis zu setzen.

⁴²² Dies wird eine Wechselstüben-tätigkeit bzw nach Inkrafttreten des TVTG die Tätigkeit als VT-Wechseldienstleister begründen; vgl Kapitel II.2.9.

bei anderen Intermediären um. Dieses Prozedere kann dabei durch eine technische Schnittstelle entsprechend implementiert werden und löst je nach konkreter Ausgestaltung nach liechtensteinischem Recht keine weiteren finanzmarktrechtlichen Bewilligungspflichten aus.

2.2.5 Fazit Aktiv- und Factoringgeschäft

Das Aktiv- bzw Kreditgeschäft definiert sich als die Verleihung von fremden Geldern an einen unbestimmten Kreis von Kreditnehmern. In Bezug auf tokenbasierte Geschäftsmodelle kann das Aktivgeschäft insbesondere in Zusammenhang mit dem Factoring eine Rolle spielen. Anders als in Österreich ist in Liechtenstein das Factorgeschäft nicht per se als Bankgeschäft definiert und sohin auch nicht den Banken vorbehalten. Vielmehr ist zwischen dem echten und dem unechten Factoring zu unterscheiden – es ist also darauf abzustellen, wer das Delkredere trägt. Übernimmt ein Factor berufsmässig Forderungen mitsamt dem Ausfallsrisiko, liegt ein echtes Factoring vor, welches in Liechtenstein aufsichtsrechtlich nicht erfasst wird. Anders verhält sich dies beim unechten Factoringgeschäft. Das Delkredere geht nicht auf den Factor über (ähnlich dem Inkasso) und steuert dieser derjenigen Person, welche das Delkredere trägt, Liquidität bei. Der Factor agiert sohin als Kreditgeber und verwirklicht das den Banken vorbehaltene Aktivgeschäft.

239

2.3 Token als Finanzinstrumente

Das Bankengesetz regelt abseits der klassischen Aktiv- und Passivgeschäften auch Finanzinstrumente sowie darauf bezogene Wertpapierdienstleistungen. Soweit Token Finanzinstrumente gemäss Anhang 2

240

Abschnitt C zum BankG bzw Anhang I Abschnitt C zur MiFID II repräsentieren, werden diese zwar auf technischer Ebene digitalisiert bzw tokenisiert, jedoch verlieren derartige Security Token hierdurch nicht ihre Eigenschaft als Finanzinstrument. Dienstleistungen, welche sich auf solche Security Token beziehen, sind in der Regel auch von finanzmarktrechtlichen Regularien erfasst. Gerade das Angebot respektive der Handel der Token ist dabei von Bedeutung, da die rein technische (nicht berufsmässige) Schaffung bzw Generierung von Token an sich – ohne weitere Inverkehrbringung durch Ausgabe derselben – von keiner weiteren aufsichtsrechtlichen Relevanz ist.

- 241 Gemäss Art 1 Abs 3 lit c BankG dient das Bankengesetz darüber hinaus auch der Umsetzung und Durchführung der MiFID I. Für die Auslegung weiterer bank- bzw finanzmarktrechtlicher Begriffsbestimmungen können bei erfolgter Harmonisierung in der EU bzw im EWR sohin insbesondere die MiFID II und die MiFIR⁴²³, wie auch die CRR und die

⁴²³ Verordnung EU 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. Dies ist für Liechtenstein bedeutsam, zumal sich für die MiFIR, wie auch für die MiFID II, per Stand 28.06.2019 der Übernahmebeschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses in den EWR-Acquis noch im Entwurfsstadium befindet und selbst die Verordnung ohne nationale Vorabumsetzung keine Berücksichtigung fände, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600>, <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>.

CRD IV herangezogen werden.⁴²⁴ Die MiFID II wurde dabei vorab nationalgesetzlich im BankG und weiteren kapitalmarktrechtlichen Spezialgesetzen umgesetzt.⁴²⁵

Art 3 Abs 2 iVm Abs 3 lit d BankG definiert die in Anhang 2 Abschnitt A und B zum BankG abschliessend aufgezählten Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen, welche sich auf die ebenfalls abschliessend aufgezählten Gruppen von Finanzinstrumenten in Anhang 2 Abschnitt C zum BankG beziehen, soweit sie gewerbsmässig ausgeübt werden, als Bankgeschäfte.⁴²⁶ Diese sind in Liechtenstein Banken und Wertpapierfirmen vorbehalten und stellen auf Finanzinstrumente ab. Finanzinstrumente nach Anhang 2 Abschnitt C zum BankG können vereinfacht in Anteilsrechte (Eigenkapitalinstrumente)⁴²⁷ und Schuldverschreibungen (Fremdkapitalinstrumente)⁴²⁸ bzw Zertifikate auf ebendiese (Kapitalmarktinstrumente), Geldmarktinstrumente⁴²⁹ und Derivate⁴³⁰ zusammengefasst werden. Eigenkapital liegt grundsätzlich

⁴²⁴ Art 3a Abs 2 BankG; auch der Status der CRD IV und der CRR ist per 28.06.2019 „Entry into force of Joint Committee Decision (JCD) pending“ <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036> und wurden diese Rechtsakte in Liechtenstein lediglich national vorab umgesetzt.

⁴²⁵ BuA 2017 / 14 vom 04.04.2017 und BuA 2017/72 vom 26.09.2017. Per 29.03.2019 gab es erst einen Entwurf für einen Beschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses zur Übernahme von MiFID II in den EWR-Acquis.

⁴²⁶ Vgl hinsichtlich der Gewerbsmässigkeit auch Art 2 Abs 1 BankV.

⁴²⁷ Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit a und Nr 3 zum BankG; in der Diktion des PGR auch Mitgliedschaftsrechte.

⁴²⁸ Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit b zum BankG; in der Diktion des PGR auch Forderungsrechte.

⁴²⁹ Anhang 2 Abschnitt C Nr 2 zum BankG.

⁴³⁰ Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit c und Nr 4-10 zum BankG.

vor, wenn die Finanzierungsmittel für einen unbegrenzten Zeitraum zur Verfügung gestellt werden und einen zu liberierenden Nennwert⁴³¹ haben, während sich Fremdkapital durch eine Laufzeit auszeichnet, nach welcher es mitsamt Zinsen zurückzuzahlen ist; beide werden buchhalterisch auf der Passivseite abgebildet (Forderung der Mitglieder oder Gläubiger gegen die Gesellschaft).

- 243 Token, die Merkmale von Finanzinstrumenten vorweisen oder vergleichbare Rechte abbilden, sind in der Folge als Finanzinstrumente einzustufen. Dementsprechend werden auch Tätigkeiten bezogen auf solche Security Token als bewilligungspflichtig im Sinne des Bankengesetzes oder sonstiger einschlägiger Regularien erfasst, sofern keine Ausnahmetatbestände greifen. Zu beachten ist, dass Nebendienstleistungen nur von Personen erbracht werden dürfen, welche über eine Bewilligung verfügen, die zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen berechtigt.⁴³²
- 244 Anders als in Deutschland und Österreich hat man in Liechtenstein davon abgesehen, zusätzliche Finanzinstrumente auf nationaler Ebene zu schaffen, wie bspw die Veranlagungen nach dem österreichischen § 1 Abs 1 Z 3 KMG 2019 oder Vermögensanlagen nach dem deutschen § 1 Abs 2 VermAnlG. Dies sind zb Anteile am Vermögen (Treuhandvermögen) oder Namensschuldverschreibungen⁴³³, Beteiligungen an

⁴³¹ Anders als bspw Genussscheine, vgl Art 304 Abs 3 PGR.

⁴³² Art 2 Abs 2 BankV.

⁴³³ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018.

Kommanditgesellschaften, stille Beteiligungen oder eine Beteiligung an einer GesbR.⁴³⁴

2.3.1 Übertragbare Wertpapiere

Um Anleger zu protegiere ist der Terminus des übertragbaren Wertpapiere, welche eine Teilmenge der Finanzinstrumente bilden, aufsichtsrechtlich extensiv auszulegen.⁴³⁵ Auch wenn der Katalog an Finanzinstrumenten im Anhang I Abschnitt C der MiFID II bzw Anhang 2 Abschnitt C des BankG grundsätzlich⁴³⁶ nur demonstrativer Natur ist, so sind die angeführten Kategorien wohl taxativ⁴³⁷ (Art 4 Abs 1 Nr 44

245

⁴³⁴ Rundschreiben 07/2012 der österreichischen FMA zu Fragen des Prospektrechts vom 04.12.2012, Rz 49 (S 12); *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 47 ff.

⁴³⁵ Vgl zB *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 62.

⁴³⁶ Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 zum Bankengesetz definiert übertragbare Wertpapiere zwar nicht abschliessend, da auf übertragbare Wertpapiere wie Eigenkapitalinstrumente, Fremdkapitalinstrumente und derivative Instrumenten verwiesen wird, jedoch ist für das Vorliegen eines übertragbaren Wertpapiere auch eine Vergleichbarkeit zu den angeführten Instrumente, eine sogenannte funktionale Äquivalenz, gefordert. Vgl hierzu *Schopper/Raschner*, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, S 249 (253).

⁴³⁷ Vgl *Hacker/Thomale*, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 25: „However, it is precisely for novel types of investment products, such as tokens, that the list becomes relevant: it offers archetypical examples of securities that show what the legislator had in mind when regulating these entities. From a functional perspective, tokens must at least be comparable to these typical securities in order to trigger securities regulation.“

lit a MiFID II regeln Eigenkapitalinstrumente, lit b leg cit Fremdkapitalinstrumente und lit c leg cit derivative Instrumente).⁴³⁸ Token, welche sohin ein Fremdkapitalinteresse ähnlich demjenigen eines Schuldtitelgläubigers oder ein aktionärsähnliches Eigenkapitalinteresse beinhalten, sind dabei funktional äquivalent⁴³⁹ zu den genannten Kategorien von übertragbaren Wertpapieren und müssen folglich auch als solche Finanzinstrumente behandelt werden.⁴⁴⁰ Da die MiFID II an den Begriff des Finanzinstrumentes keine Gewinnerwartung knüpft, fallen

⁴³⁸ Vgl BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018, wonach bspw Anteile an Vermögenswerten, welche von einem Emittenten im eigenen Namen und auf fremde Rechnung gehalten werden, sogenannte Vermögensanlagen bilden, welche vom nationalgesetzlichen deutschem Aufsichtsrecht erfasst werden, jedoch keine Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II darstellen. So sind bspw auch Treuhandzertifikate gemäss Art 928 PGR grundsätzlich nicht als übertragbare Wertpapiere im Sinne von Finanzinstrumenten zu sehen, da diese lediglich zivilrechtliche Wertpapiere darstellen und zum Genuss des Treugutes berechtigen; zu überprüfen wäre lediglich die funktionale Äquivalenz zu Finanzinstrumenten aufgrund einer etwaigen Standardisierung. Doch auch wenn derartige Treuhandzertifikate übertragbar ausgestaltet werden, stellen sie eine direkte Beteiligung an (spezifischen) Vermögenswerten dar, was kein Finanzinstrument gemäss dem abschliessenden Kanon an Finanzinstrumenten gem MiFID II zu begründen vermag.

⁴³⁹ In den USA wird der Begriff des Finanzinstrumentes dabei gemäss dem sogenannten Howey-Test an eine Gewinnerwartung geknüpft. Die MiFID II stellt nicht auf eine solche Gewinnerwartung ab, jedoch kann die Erwartung auf zukünftige Geldflüsse in Zusammenhang mit einer Forderung funktional vergleichbar oder äquivalent zu übertragbaren Wertpapieren sein und sohin als Finanzinstrument qualifizieren. Vgl hierzu *Hacker/Thomale*, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 26.

⁴⁴⁰ *Höhlein/Weiß*, Krypto-Assets, ICO und Blockchain: prospektrechtliche Perspektive und aufsichtsrechtliche Praxis, RDF 2019, S 116 (S 119 mwN).

Token in Zusammenhang mit sogenannten Proof-of-Stake-Mechanismen einer Blockchain, welche mitunter für die Konsensbildung genutzt werden, nicht unter den Finanzinstrumentebegriff. Hierbei können beispielsweise aus dem dezentralen Netzwerk Renditen generiert werden, oder generell Abstimmungen getroffen werden, indem Token gehalten („ge-staked“) werden. Dies stellt jedoch eine Funktion dar, welche das Funktionieren einer Blockchain bzw die Konsensbildung auf einer solchen gewährleistet und wird kein passives, dividendenähnliches oder zinsbasiertes Einkommen generiert, sondern erhält ein Token-Holder eine solche Gegenleistung nur für die Erbringung von spezifischen Dienstleistungen (bspw für die Validierung von Transaktionen auf einer Blockchain). Mangels Repräsentation eines Eigen- oder Fremdkapitalinteresses (einer Forderung gegenüber einer Entität) erfüllen solche Staking-Mechanismen bzw generell Governance- und Konsens-Funktionen von Token einer Blockchain nicht den Begriff eines Finanzinstrumentes.

Trotz der an und für sich weiten Exegese von übertragbaren Wertpapieren darf dabei nicht übersehen werden, dass die aufsichtsrechtliche Definition von übertragbaren Wertpapieren lediglich eine Teilmenge der zivilrechtlichen Wertpapiere bildet.⁴⁴¹ Unionsrechtlich sind die Finanzinstrumente sohin in den Grenzen der angeführten Kategorien abschliessend geregelt⁴⁴², nationalgesetzlich können abseits der Definition von Finanzinstrumenten jedoch weitere Anlageprodukte bestimmten

⁴⁴¹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 62.

⁴⁴² Vgl FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), Chapter 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>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:19.

Regularien unterworfen werden. Wesentlich ist, dass Wertpapiere, die standardisiert, übertragbar und handelbar sind, jedoch Zahlungsinstrumente darstellen, mit welchen folglich Zahlungsvorgänge bezweckt werden können, keine übertragbaren Wertpapiere und sohin keine Finanzinstrumente darstellen.⁴⁴³ So stellen auch (tokenisierte) Gutscheine oder E-Geld nach liechtensteinischem Verständnis keine Finanzinstrumente dar.⁴⁴⁴

247 Übertragbare Wertpapiere definieren sich nach Art 3a Abs 1 Z 42 BankG als Gattungen⁴⁴⁵ von Wertpapieren, welche auf dem Kapital-

⁴⁴³ Art 3a Abs 1 Z 42 BankG; Art 4 Abs 1 Nr 44 MiFID II; BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

⁴⁴⁴ Anders verhält sich dies in Deutschland, wonach Rechnungseinheiten als eigener Typ an Finanzinstrumenten erfasst werden – vgl § 1 Abs 11 Z 7 KWG – „Rechnungseinheiten“. Es stellt sich nach deutschem Recht die Frage, wie sich dies bei einem Zahlungsinstrument, welches zugleich eine Rechnungseinheit darstellt, verhält (bspw ein Gutschein, welcher im Token repräsentiert wird).

⁴⁴⁵ Die Kategorien bzw Gattungen sind nicht definiert, stellen jedoch auf die zivilrechtliche Grundlage ab und werden von den nationalen Aufsichtsbehörden in der EU als vertretbare, fungible, austauschbare oder idente Rechte bezeichnet, welcher einer Anzahl von Investoren ausgestellt werden. Dies stellt wesentlich auf die Standardisierung und auch die funktionale Äquivalenz ab. Liegt ein individualisierter Anspruch eines Investors gegenüber einer Entität dar, so ist dies kein Gattungsanspruch und liegt auch keine Standardisierung vor. Ein solches Recht ist zwar ein Wertpapier bzw Wertrecht im zivilrechtlichen Sinne, jedoch kein Finanzinstrument gemäss aufsichtsrechtlicher Beurteilung. Vgl hierzu ESMA Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, Januar 2019, ESMA50-157-1384, Rz 16, <https://www.esma.eu>

markt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten.⁴⁴⁶ Für die Qualifikation als übertragbare Wertpapiere ist es essentiell, dass handelbare Verbriefungen vorliegen, welche üblicherweise in hoher Anzahl und mit äquivalentem Inhalt versehen werden. Anleger erwerben dabei idente Rechte ohne Möglichkeit einer Individualisierung dieser Rechte, welche sich auf den Basiswert beziehen, bzw ohne Möglichkeit der Individualisierung des Erwerbsvorganges.⁴⁴⁷

Bei jenem an die Anwendbarkeit der kapitalmarktrechtlichen Spezialgesetze⁴⁴⁸ anknüpfenden und insofern notwendigem Wesen der übertragbaren Wertpapiere als Finanzinstrumente ist auf alle Gattungen

[ropa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf). Durch das Abstellen auf vertretbare Rechte wird auch klar, dass nicht zwingend eine wertpapierrechtliche Urkunde für das Vorliegen eines Finanzinstrumentes gefordert wird.

⁴⁴⁶ Vgl Art 4 Abs 1 Nr 44 MiFID II; zu beachten ist, dass Kapitalmarktinstrumente, welche gemeinsam mit Geldmarktinstrumenten die Finanzmarktinstrumente bilden sich von Zahlungsinstrumenten dadurch differenzieren, dass erstere Anlagezwecken dienen und letztere zum Bezwecken von Zahlungsvorgängen fungieren. Finanzinstrumente und Zahlungsinstrumente schliessen sich dabei gegenseitig aus; Token weisen jedoch mitunter Anlagecharakter als auch Zahlungsfunktion auf – solche virtuellen Währungen erfüllen insofern weder den Begriff des Finanzinstrumentes noch denjenigen des Zahlungsinstrumentes. Vgl ESMA Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, Januar 2019, ESMA50-157-1384, Rz 38 ff, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

⁴⁴⁷ Zivony, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 61.

⁴⁴⁸ Bspw das BankG, WPPG, VVG, AIFMG, etc.

von übertragbaren Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsmitteln, abzustellen.⁴⁴⁹

Die Definition der übertragbaren Wertpapiere beinhaltet sohin drei sich gegenseitig bedingende positive Tatbestandsmerkmale: Erstens die Übertragbarkeit, welche Bedingung des zweiten Merkmals, der Handelbarkeit (am Kapitalmarkt) ist und letztens die Standardisierung. Die Standardisierung von Wertpapieren stellt dabei im Wesentlichen auf den allgemeinen Gattungsbegriff ab. Es geht dabei um vertretbare, fungible, austauschbare bzw massenhaft ausgegebene idente Rechte; nicht erforderlich für das Vorliegen eines Finanzinstrumentes ist die tatsächliche Ausstellung einer physischen Urkunde – auch Wertrechte können den Begriff des übertragbaren Wertpapiers und sohin des Finanzinstrumentes erfüllen.

- 249 Auch Geldmarktinstrumente sind nach Art 4 Abs 1 Nr 17 MiFID II in den notwendigen Tatbestandsmerkmalen ähnlich⁴⁵⁰ wie übertragbare Wertpapiere ausgestaltet und definieren sich als *„die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelten Gattungen von Instrumenten, wie Schatzanweisungen, Einlagezertifikate und Commercial Papers, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten.“* Die Del-VO zur MiFID II⁴⁵¹ sieht in Art 11 zudem

⁴⁴⁹ Art 3a Abs 1 Z 42 BankG.

⁴⁵⁰ Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), Wertpapierhandelsrecht, § 2 WpHG, Rz 40 ff; vgl ferner Reschke in Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg), Kreditwesengesetz mit CRR, § 1 KWG, Rz 1031.

⁴⁵¹ Del-VO 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

vor, dass es Geldmarktinstrumenten immanent ist, dass ihr Wert jederzeit bestimmt werden kann, dass es sich nicht um Derivate handelt und ihre Fälligkeit bei der Emission maximal 397 Tage beträgt.⁴⁵²

a. Standardisierung

Der Begriff der Gattung ist dabei zivilrechtlich und nicht aufsichtsrechtlich zu beurteilen. Das Genus stellt auf vertretbare, sohin andere, jedoch gleichartige und damit ersetzbare Rechte ab (Gattungsschuld – das eine ersetzt das andere). Das ABGB kennt dabei die Unterscheidung in vertretbare und unvertretbare Sachen eigentlich nicht, sondern unterscheidet zwischen verbrauchbaren und unverbrauchbaren Sachen.⁴⁵³ Vertretbare, sohin fungible, Sachen lassen sich mangels brauchbarer individueller Merkmale – anders als nicht gattungsmässig umschreibbare unvertretbare Sachen – nicht voneinander abgrenzen und sind entsprechend beliebig austauschbar. Im rechtsgeschäftlichen Verkehr werden vertretbare Sachen nach Mass, Zahl und Gewicht bestimmt. Während hinsichtlich der Fungibilität auf die Auffassung im Verkehr abzustellen ist, richten sich Genus- respektive Species-Schuld nach dem Willen und der Vereinbarung der Parteien, abhängig davon,

250

⁴⁵² Vgl für eine ähnliche Definition auch Art 2 Abs 1 lit o UCITSD sowie Art 50 Abs 1 lit a, b, c und h UCITSD und Erwägung 36 der UCITSD; vgl ferner Art 10 Abs 1 lit a der Verordnung 2017/1131 über Geldmarktfonds, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

⁴⁵³ § 301 öABGB; Art 20 SR bzw die Rezeptionsgrundlage Art 641 ZGB definieren die Sache gar nicht. Hierzu heisst es nur, dass „*wer Eigentümer einer Sache ist, kann in den Schranken der Rechtsordnung über sie nach seinem Belieben verfügen.*“

ob das Leistungsobjekt nach allgemeinen oder individuellen Merkmalen definiert wird.⁴⁵⁴ Auch wenn in Liechtenstein der sachenrechtliche Teil des ABGB durch autonome Gesetzesbestimmungen ersetzt wurde, so kennt auch das Liechtensteiner Sachenrecht unter dem Abschnitt der Nutzniessungen in Art 232 und 244 SR und auch das PGR in Art 681 Abs 3 PGR bezogen auf die einfache Gesellschaft vertretbare bzw verbrauchbare Sachen und können die österreichischen Ausführungen *ce-teris paribus* herangezogen werden.⁴⁵⁵

- 251 Das Tatbestandsmerkmal der Standardisierung ist dementsprechend gegeben, wenn eine Gattung von Wertpapieren respektive Wertrechten inhaltlich komparabler Rechte verbrieft bzw im Fall von Wertrechten (bspw mittels Token) abgebildet werden. Dies ist anzunehmen, wenn die in einer Urkunde verkörperten Rechte respektive urkundslosen, dematerialisierten Vermögensrechte⁴⁵⁶, beispielsweise für die Geltendmachung derselben untereinander beliebig ausgewechselt werden können, wodurch diese in Instrumenten abgebildeten Rechte eine Fungibilität wie auch eine Zirkulationsfähigkeit erreichen. Die übertragbaren Wertpapiere bzw Wertrechte können hiernach getreu Art und Zahl der Stücke gehandelt werden, wobei die Rechte keine Individualisierung auf Wunsch eines Anlegers oder sonstige Modifikationen zulassen dürfen (*ideme* Rechte).⁴⁵⁷ Überdies ist es erforderlich, dass der Handel basierend auf der Standardisierung allein aufgrund des Preises

⁴⁵⁴ *Helmich* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 und 6.

⁴⁵⁵ Vgl hinsichtlich des Gattungsbegriffs auch *Opilio*, Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht, Bd 1, Art 216, Rz 008.

⁴⁵⁶ Wertrechte, welche bspw durch Token repräsentiert werden.

⁴⁵⁷ Vgl auch Titel I. Kapitel I.1.2 zur Standardisierung durch funktionale Äquivalenz bei *depositum irregulare*.

stattfindet und es zu keinen individualisierten Bedingungen über den Handelsabschluss kommt (identer Erwerbsvorgang).⁴⁵⁸

b. Handelbarkeit am Kapitalmarkt

Die als Wesensmerkmal von übertragbaren Wertpapieren erforderliche Handelbarkeit stellt auf eine Handelbarkeit am Kapitalmarkt ab.⁴⁵⁹ Dies macht es weiters erforderlich, dass die Wertpapiere auf Handelsplattformen, welche regelmässig massenweise Angebots- und Nachfragepositionen von solchen Wertpapieren führen, von potentiellen Myriaden an Interessenten gehandelt werden können. Erfasst von dem untechnischen wie legistisch nicht definierten Begriff der Handelsplattformen sind neben geregelten Märkten, MTF⁴⁶⁰ und OTF⁴⁶¹ auch systematische Internalisierer – sohin sowohl der börsliche als auch der ausserbörsliche⁴⁶² Handel. Es kommt dabei nicht auf einen faktischen Handel der Wertpapiere an, sondern lediglich auf die grundsätzliche Möglichkeit, diese in grosser Anzahl zu offerieren bzw nachzufragen. Demgemäss ist von vornherein eine angemessen voluminöse Emission

252

⁴⁵⁸ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 56.

⁴⁵⁹ Die Del-VO 2017/568 zur MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj, sieht in deren Art 1 eine Definition der freien Handelbarkeit vor. Demgemäss gelten übertragbare Wertpapiere als frei handelbar, wenn sie zwischen den Parteien eines Geschäfts gehandelt und anschliessend übertragen werden können und wenn alle der gleichen Kategorie wie das besagte Wertpapier angehörende Wertpapiere fungibel sind.

⁴⁶⁰ Multilateral Trading Facility / Multilaterales Handelssystem; MHS.

⁴⁶¹ Organised Trading Facility / Organisiertes Handelssystem; OHS.

⁴⁶² OTC-Trade; over the counter.

unabdingbar. Anders als bei geregelten Märkten ist allerdings keine Erforderlichkeit an einen Streubesitz gestellt.⁴⁶³

- 253 Es ist für das Kriterium der Handelbarkeit unbeachtlich, ob der Kapitalmarkt organisiert, sohin ein staatlich regulierter wie überwachter geregelter Markt, oder nicht derart geregelt ist, da die Handelbarkeit auf alle Kapitalmärkte abstellt. Der Kapitalmarkt ist nicht expressis verbis legaldefiniert, jedoch erfasst dieser ganz generell neben den öffentlich-rechtlichen geregelten Märkten („Börsen“) auch private Kapitalmärkte wie die angeführten MTF und OTF, aber auch OTC-Märkte. Als solche bilden auch dezentrale Handelsplätze bzw decentralized exchanges (DEX)⁴⁶⁴ einen Teil des Kapital- bzw Finanzmarktes. Wie ausgeführt kommt es nicht auf einen tatsächlichen Handel der Wertpapiere bzw

⁴⁶³ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 54.

⁴⁶⁴ Dezentrale Protokolle basierend auf der Distributed Ledger Technology, wie bspw die Blockchain, welche keinen zentralen Betreiber aufweisen und de-facto von der Summe seiner Nutzer als kollektiv, sohin dem Netzwerk selbst, betrieben wird. Werden auf solchen, auch als dezentrale autonome Organisationen (DAO) bezeichneten Peer-to-Peer-Netzwerken, welche das unkompromittierbare und unkorruptierbare übermitteln („broadcasting“) von Zuständen („states“ – im Unterschied zu Torrent-Netzwerken, welche ebenfalls dezentral sind) ermöglichen, Finanzinstrumente gehandelt, so müssen finanzmarktrechtliche Bestimmungen mitunter Berücksichtigung finden. Ein häufig anzutreffendes Wesensmerkmal solcher DEX im Unterschied zu Kapitalmärkten mit zentralem Intermediär ist es, dass diese sowohl das Matching als auch das Clearing und Settlement in sich vereinen, zumindest solange keine Abwicklung in gesetzlichen Zahlungsmitteln, sondern ausschliesslich in Token erfolgt. Gesellschaftsrechtlich stellt sich die Frage, ob solche dezentrale Netzwerke bzw DAOs Gesellschaften ohne Persönlichkeit (personenrechtliche Gemeinschaften) wie eine einfache Gesellschaft nach Art 649 ff bzw Art 680 ff PGR sind.

Wertrechte an, sondern ist es genügend, dass der Handel dieser Anlageprodukte möglich ist.⁴⁶⁵

Weiters setzt das Tatbestandsmerkmal der Handelbarkeit keine freie Handelbarkeit voraus. Eine solche wird gemäss Art 51 Abs 1 MiFID II⁴⁶⁶ nur für den Handel an geregelten Märkten gefordert. Selbst vinkulierte Instrumente können grundsätzlich übertragbare Wertpapiere darstellen. Die Grenze bilden die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen. Eine Handelbarkeit kann bspw bei Anteilen einer GmbH nicht angenommen werden, da diese einer besonderen Übertragungsordnung⁴⁶⁷ unterworfen sind.⁴⁶⁸ Auch bei Namenspapieren⁴⁶⁹ ist einzelfallbasiert zu prüfen, ob diese handelbar im oben angeführten Sinne sind. Aus Art 35 Abs 2 MiFID-DVO⁴⁷⁰ ergibt sich, dass selbst nicht frei handelbare Wertpapiere als übertragbare Wertpapiere eingestuft werden können. Eine eingeschränkte Handelbarkeit schliesst dabei allerdings wie ausgeführt die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt aus.

c. Übertragbarkeit

⁴⁶⁵ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018.

⁴⁶⁶ Art 40 Abs 1 zweiter Unterabsatz MiFID I; vgl Art 55b Abs 5 BankV.

⁴⁶⁷ Notariatsaktspflicht in Österreich gem § 76 Abs 2 GmbHG; Erforderlichkeit der öffentlichen Beurkundung beim Handelsregister einer Übertragung eines Gesellschaftsanteils gemäss Art 403 Abs 4 PGR.

⁴⁶⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 54.

⁴⁶⁹ Während bei auf Inhaber lautenden Papieren nur der Inhaber eines Wertpapiers das darin verbriefte Recht geltend machen kann, kann bei Namenspapieren nur derjenige, auf dessen Namen das Wertpapier lautet, die in diesem verbrieften Rechte geltend machen.

⁴⁷⁰ Verordnung 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

255 Die Handelbarkeit am Kapitalmarkt setzt eine frequente Möglichkeit der Zirkulation voraus, weshalb dem Tatbestandsmerkmal der Übertragbarkeit für sich genommen keine besondere Relevanz beizumessen ist. Die kapitalmarktrechtliche Handelbarkeit verlangt ein Mehr als die blossе Möglichkeit einer Zession. Hinsichtlich der Übertragbarkeit ist entsprechend auf die Handelbarkeit abzustellen. Ist die Handelbarkeit am Kapitalmarkt gegeben, ist auch die Übertragbarkeit anzunehmen.⁴⁷¹

2.3.2 Equity, equity-like und non-equity transferable securities

256 Übertragbare Wertpapiere gemäss Anhang 2 Abschnitt C zum BankG können dabei unterschiedlich ausgestaltet sein. So werden einerseits Eigenkapitalinstrumente wie insbesondere Aktien oder Anteile an (Personen-)Gesellschaften oder ähnliche Instrumente (equity), sowie Zertifikate (Hinterlegungsscheine bzw Depotschein) für solche Wertpapiere (equity-like, wie bspw auch ETFs⁴⁷²) erfasst⁴⁷³, andererseits auch Nichteigenkapitalinstrumente (non-equity) wie Fremdkapitalinstrumente und Derivate respektive strukturierte Finanzprodukte.⁴⁷⁴ Unter Fremdkapitalinstrumenten verstehen sich dabei Schuldverschreibungen oder (verbriefte) Schuldtitel, einschliesslich Zertifikaten hierauf.⁴⁷⁵ Unter Berücksichtigung der Definition von übertragbaren

⁴⁷¹ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 55.

⁴⁷² Exchange Traded Funds.

⁴⁷³ Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit a zum BankG.

⁴⁷⁴ Vgl hinsichtlich der Terminologie Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 58.

⁴⁷⁵ Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit b zum BankG; auch eine Unterscheidung in Dividendenwerte (Eigenkapitalinstrumente) und Nichtdividendenwerte (Fremdkapitalinstrumente) ist geläufig.

Wertpapieren kann jedoch der Mangel einer Verbriefung nicht zur Ab-
erkennung des Status als Finanzinstrument erfolgen.⁴⁷⁶

Die erwähnten Hinterlegungsscheine sind dabei handelbare Zertifi- 257
kate, welche den Besitz von Aktien oder ETFs repräsentieren⁴⁷⁷ und in
der Währung des Marktes, in welchem es gehandelt wird, notiert und
gehandelt wird. Die Idee hinter Hinterlegungsscheinen bzw sogenann-
ten Depository Receipts ist die Erleichterung des Kaufs, Haltens oder
Verkaufs von Wertpapieren durch Investoren ausserhalb ihres Heimat-
marktes, ergo ein (indirekter) jurisdiktionsübergreifender Handel von
den den Zertifikaten zugrunde liegenden Finanzinstrumenten. Der
durch die Zertifikate abgebildete Basiswert wird bei einer Depotbank
als Verwahrstelle hinterlegt. Ein Zertifikat verbrieft respektive reprä-
sentiert insofern die Hinterlegung des Rechts an einem Finanzinstru-
ment und stellt demgemäss ein schuldrechtliches Instrument dar
(schuldrechtliche Aktionärsstellung und deshalb eigenkapitalähn-
lich).⁴⁷⁸

Die Definition des Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit c zum BankG – *alle* 258
sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren berech-

⁴⁷⁶ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 58.

⁴⁷⁷ Oder aber zB auch Anleihen. In diesem Fall handelt es sich naturgemäss
nicht mehr um ein „equity-like instrument“, sondern um „non-equity“ bzw
noch spezifischer „debt instruments“.

⁴⁷⁸ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 93 und 99 iVm Art 2
Abs 1 Z 27 MiFIR.

tigen oder zu einer Barzahlung führen – erfasst mezzanine Finanzierungsformen respektive strukturierte Finanzprodukte.⁴⁷⁹ Strukturierte Finanzprodukte sind Instrumente, welche auf einen oder mehrere Basiswerte abstellen und darüber hinaus über eine derivative Komponente verfügen (Verbindung eines Kassainstrumentes mit einem derivativen Instrument zu einer wirtschaftlichen wie rechtlichen Einheit).⁴⁸⁰ Die MiFIR definiert strukturierte Finanzprodukte als *Wertpapiere, die zur Besicherung und Übertragung des mit einem Pool an finanziellen Vermögenswerten einhergehenden Kreditrisikos geschaffen wurden und die den Wertpapierinhaber zum Empfang regelmässiger Zahlungen berechtigen, die vom Cashflow der Basisvermögenswerte abhängen*.⁴⁸¹ Gemeint ist hiermit insbesondere die Verbriefung von Forderungen (Securitization) in forderungsbesicherten Wertpapieren („Asset-backed Securities“; ABS), welche zumeist unter Einbindung von Verbriefungszweckgesellschaften⁴⁸² erfolgt. Unter die sonstigen Wertpapiere fallen ferner alle stan-

⁴⁷⁹ Art 2 Abs 1 Nr 29 MiFIR iVm Art 4 Abs 1 Nr 44 lit c MiFID II.

⁴⁸⁰ BaFin, Rundschreiben 08/2017 (VA) – Derivative Finanzinstrumente und strukturierte Produkte vom 30.08.2017, https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

⁴⁸¹ Art 2 Abs 1 Nr 28 MiFIR. Strukturierte Produkte sind dabei typischerweise derivative Finanzinstrumente, welche aus mehreren Komponenten bestehen. So zB Kapitalschutz-Produkte, Renditeoptimierungs-Produkte, Partizipations-Produkte, oder Hebel-Produkte. Vgl Liechtensteinischer Bankenverband, Informationsbroschüre über die Arten und Risiken von Finanzinstrumenten, 3. Ausgabe, elektronische Ausgabe Nr. B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>, S 25 ff.

⁴⁸² Securitization Special Purpose Vehicle (SSPV). Für diese SPVs wird in Zukunft die Verbriefungs-Verordnung bzw STS-VO (simple, transparent and

dardisierten Optionen, welche materiell Schuldverschreibungen repräsentieren mit zusätzlichen Options-⁴⁸³ Umtausch-⁴⁸⁴ oder Wandlungsrechten⁴⁸⁵ auf Eigenkapitalinstrumente, Optionsscheine (warrants; verbriefte Optionen) oder Instrumente, welche zur Barzahlung führen.⁴⁸⁶

Eigenkapitalinstrumente bilden eine Eigentümerstellung mitsamt Gewinn- und Verlustbeteiligung (Gewinnausschüttung in Form von Dividenden) und in der Regel mit Stimmrechten ab, sind zeitlich unbefristet und weisen eine Nominale auf (aktionärsähnliches Eigenkapitalinteresse). Inhaber von Fremdkapitalinstrumenten nehmen hingegen eine Gläubigerstellung ein und haben entsprechend keine Erfolgsbeteiligung, sondern einen Anspruch auf Rückzahlung der Forderung und Tilgung der Zinsen (Fremdkapitalinteresse).⁴⁸⁷ Zudem sind diese durch eine Laufzeit befristet. 259

standardised) relevant sein, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Status im Jahr 2019 für den EWR: Adopted act under scrutiny by EEA EFTA, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:24).

⁴⁸³ Ein warrant bond bzw eine Optionsanleihe ist eine Anleihe mit Optionsrecht zum Bezug von Aktien der Emittentin. Die Anleihe besteht nach Optionsausübung fort. Das Optionsrecht kann getrennt an einer Börse gehandelt werden.

⁴⁸⁴ Exchangeable bonds bzw Umtauschanleihen sind Anleihen mit dem Recht auf Umtausch in Eigenkapital einer dritten Gesellschaft.

⁴⁸⁵ Ein convertible bond respektive eine Wandelanleihe ist eine Anleihe mit dem Recht auf Umtausch der Anleihe in Aktien des emittierenden Unternehmens, wobei die Anleihe nach dem Wandel untergeht.

⁴⁸⁶ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018.

⁴⁸⁷ Nullkuponanleihen bzw sogenannte zero bonds stellen eine Sonderform der Anleihe dar, bei der keine laufenden Zinsen anfallen bzw ausbezahlt werden. Die Verzinsung über die gesamte Laufzeit erfolgt ausschliesslich durch die Dif-

2.3.3 Derivatgeschäfte

260 Die derivativen Finanzinstrumente werden neben Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 lit c zum BankG auch in den Nr 4 bis 10 leg cit⁴⁸⁸ definiert. Derivate sind demgemäss Finanzinstrumente, die ihren Wert von der Wertentwicklung eines darunterliegenden Gutes (Basiswert; Underlying) ableiten. Da es zu jeder Position eine Gegenposition gibt, sind Derivate ein Nullsummen-Spiel, da die Zahlungen der beiden in Summe Null ergeben. Es erfolgt grundsätzlich eine Unterscheidung zwischen bedingten bzw asymmetrischen (Optionen) und unbedingten respektive symmetrischen Termingeschäften (Futures, Forwards sowie Swaps).⁴⁸⁹

261 Bei Optionen besteht anders als bei unbedingten Termingeschäften das Wahlrecht, ob das Geschäft am Fälligkeitstag durchgeführt werden soll oder nicht. Nur eine Vertragspartei geht eine Verpflichtung ein, während die andere Partei ein Recht, eine Option, hat.⁴⁹⁰ Es wird dabei zwischen amerikanischen Optionen (Recht auf Leistung binnen bestimmter Frist) und europäischen Optionen (Erfüllung zum Fälligkeitstermin) unterschieden, wobei unabhängig von der Namensgebung beide Optionsformen sowohl in Europa als auch Amerika anzutreffen sind. Der Käufer einer Option zahlt dabei für dieses Recht eine Prämie an den

ferenz zwischen (niedrigerem) Kurs bei der Ausgabe und (höherem) Rückzahlungskurs. Mit anderen Worten ist eine Nullkuponanleihe eine Anleihe ohne Zinskupons.

⁴⁸⁸ Basierend auf Art 2 Abs 1 Nr 29 MiFIR iVm Art 4 Abs 1 Nr 44 lit c und Anhang I Abschnitt C Abs 4 bis 10 MiFID II; vgl auch Art 2 Nr 5 EMIR.

⁴⁸⁹ Vgl *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2. Auflage, § 1, Rz 63.

⁴⁹⁰ Vgl auch die Definitionspaare long call (Recht zu kaufen) und das Pendant short call (die Pflicht zu verkaufen), sowie long put (das Recht zu verkaufen) und das Antonym short put (die Pflicht zu kaufen). Die long position entspricht dabei dem Besitzer und die short position dem Stillhalter.

Verkäufer. Den Verkäufer trifft die Pflicht das Geschäft bei Ausübung der Option durch den Käufer zu erfüllen. Das Verlustpotential des Käufers beläuft sich auf die Optionsprämie, während der Verkäufer bei begrenztem Gewinnpotential einem theoretisch unbegrenztem Verlustpotential ausgesetzt ist. Beispiele für Optionen sind Caps, Floors, Credit Link Notes oder Credit Default Swaps.⁴⁹¹

Bei unbedingten bzw symmetrischen Derivaten bestehen bei Vertragsabschluss hingegen gleichwertige Rechte und Pflichten. Das Risiko ist auch entsprechend symmetrisch verteilt. Kommt es zu Preisänderungen beim Basiswert, wird dies in den Gewinn- und Verlustprofilen von Käufer bzw Verkäufer entsprechend widerspiegelt. Die vertraglich ausbedungenen Leistungen sind ohne jegliche weiteren Bedingungen zu erfüllen. Terminkontrakte bzw Futures sind dabei standardisiert und werden an Terminbörsen gehandelt, während Forwards private Verträge ohne entsprechende Standardisierung sind und ausserbörslich, sohin OTC⁴⁹², gehandelt werden. Swaps hingegen sind (standardisierte) ausserbörsliche Geschäfte, die den Austausch von zukünftigen Zahlungsströmen zum Ziel haben (zwei Parteien tauschen die Cashflows des Finanzinstruments einer Partei gegen die des Finanzinstruments der anderen Partei aus).⁴⁹³

263

⁴⁹¹ Vgl Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 63.

⁴⁹² OTC-Derivate sind Derivatkontrakte, welche gemäss Art 2 Nr 7 EMIR nicht auf geregelten Märkten im Sinne von Art 4 Abs 1 Nr 14 MiFID I ausgeführt werden. Vergleiche das Pendant der börsengehandelten Derivate in Art 2 Art 1 Z 32 MiFIR.

⁴⁹³ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 63.

Derivatkontrakte zeichnen sich als Termingeschäfte aus, welche von Kassamarktgeschäften dahingehend divergieren, dass Abschluss und Erfüllung eines Geschäftes nicht zusammenfallen. Konkret fallen der preisrelevante Abschlusszeitpunkt und der wertrelevante Erfüllungszeitpunkt auf der Zeitschiene auseinander, wobei der Wert von der Wertentwicklung einer Referenzvariabel, dem Basiswert (Underlying) abhängt, auf welchen abgestellt wird. Abschluss und Erfüllung fallen sohin auseinander und erfolgt die Begleichung erst zu einem späteren Zeitpunkt.⁴⁹⁴

264 Derivate dienen dabei sowohl dem Hedging (Sicherungsgeschäfte hinsichtlich eines Preises, um gewisse Risiken abzusichern), der Realisierung von risikolosen Gewinnen durch gleichzeitige Ausführung von sich ausgleichenden Transaktionen auf verschiedenen Märkten (Arbitrage; Ausnutzung von Marktineffizienzen), als auch der Spekulation (Wette) bezüglich der künftigen Entwicklung eines Preises (Marktvariable).⁴⁹⁵ Bei standardisierten Derivatkontrakten ist zu beachten, dass diese mitunter einer Handelspflicht an einem geregelten Markt, MTF oder OTF unterliegen⁴⁹⁶, sofern für diese eine Clearingpflicht⁴⁹⁷, eine

⁴⁹⁴ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 62.

⁴⁹⁵ Seggermann in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 63.

⁴⁹⁶ Art 28 MiFIR.

⁴⁹⁷ Art 4 EMIR (European Market Infrastructure Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, sieht die Pflicht zum Clearing von ausserbörslichen Derivatkontrakten zwischen finanziellen Gegenparteien (Financial Counterparty; FC) gem Art 2 Abs 8 der Verordnung EU 648/2012 und/oder zwischen nicht-finanziellen Gegenparteien nach Art 10 Abs 1 lit b leg cit (Non-Financial Counterparty Plus; NFC+), vor.

Zulassung auf einem Handelsplatz⁴⁹⁸ sowie ausreichende Liquidität besteht.⁴⁹⁹

In Zusammenhang mit Token stellt sich insbesondere dann die Frage, 265 ob ein Derivatkontrakt vorliegt, wenn ein Token quasi als Platzhalter, bspw im ERC-20 Standard auf der Ethereum-Blockchain, ausgegeben wird, und später in den nativen Coin einer eigens entwickelten Blockchain „ge-swapped“ werden soll. Sofern solche Token jedoch nur in einem Fundraising als zwischengeschalteter Schritt im Zuge der technischen Implementierung ausgegeben werden, um zu einem späteren Zeitpunkt im Verhältnis 1:1 gegen den nativen Coin der eigenen Blockchain eingetauscht bzw eingelöst zu werden, liegt kein Derivat und folglich auch kein Finanzinstrument vor, da diesfalls der preisrelevante Zeitpunkt bei Abschluss nicht vom wertrelevanten Erfüllungszeitpunkt divergiert. Durch eine fixierte Umtauschrelation ist es auch nicht

⁴⁹⁸ Venue Test.

⁴⁹⁹ Liquidity Test; Art 32 Abs 1 und 3 MiFIR iVm Art 5 Abs 2 und 4 EMIR iVm DelVo 2016/2020, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj. Zudem müssen diese Parteien die ausstehenden OTC-Derivate täglich bewerten (Art 11 Abs 2 EMIR iVm Art 16 und 17 DelVO 149/2013, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/149/oj) und Sicherheiten für nicht zentral geclearte (bilaterale) OTC-Derivate austauschen (Art 11 Abs 3 EMIR iVm DelVo 2016/2251, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2251/oj). Die Besicherungspflicht besteht dabei sowohl für eine Variation Margin (tägliche Marktschwankung) als auch für eine Initial Margin (Sicherheitsleistung, welche der Clearingstelle bei Eröffnung von einer Derivatkontrakt-Position zu übermitteln ist). Der Meldepflicht nach Art 9 EMIR an ein Transaktionsregister (juristische Person gem Art 2 Nr 2 EMIR) unterliegen hingegen alle Abschlüsse, Änderungen oder Beendigungen von Derivatkontrakten (meldepflichtiger Derivate nach Anhang I Abschnitt C Nr 4-10 MiFID II) von FC, NFC+, NFC und CCPs (central counterparties gem Art 2 Nr 1 EMIR).

möglich auf die Preis- bzw Wertentwicklung zu spekulieren. Wirtschaftlich wie technisch gesehen muss bei derartigen Token zudem ein Wechsel erfolgen, da sie ansonsten nie deren angedachte Funktion erfüllen könnten und effektiv wertlos wären.

a. Warenderivate

266 Letztlich hat die MiFID II ihren Anwendungsbereich auch hinsichtlich Warenderivate erweitert. Dies sind Finanzinstrumente gemäss Anhang I Abschnitt C Nr 5, 6, 7 und 10 zur MiFID II.⁵⁰⁰ Hierunter fallen alle Optionen, Futures, Swaps und andere Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, was derart zu verstehen ist, dass sich ein Derivat auf den Preis einer Handelsware beziehen muss. Unter solchen Handelswaren sind nicht Dienstleistungen, gesetzliche Zahlungsmittel, Immaterialgüter oder sonstige Rechte zu verstehen.⁵⁰¹

267 Der Begriff der Ware ergibt sich dabei aus der delegierten Verordnung zur MiFID II, wonach hierunter Güter fungibler Art zu verstehen sind, welche geliefert werden können. Per verba legalia sind hiervon insbesondere auch Metalle sowie die hierfür benötigten Erze und diverse Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energie in Form von Strom erfasst.⁵⁰² Diese Definition basiert auf der Durchführungsverordnung zur MiFID I.⁵⁰³ Aus Erwägungsgrund 22 dieser Durchführungsverordnung geht hervor, dass das Unionsrecht für Warenderivate als Finanzinstrumente diverse Ausnahmen vom Anwendungsbereich des

⁵⁰⁰ Art 2 Abs 1 Nr 30 MiFIR.

⁵⁰¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 70.

⁵⁰² Art 2 Nr 6 Del-VO 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁰³ Art 2 Nr 1 VO 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

MiFID-Regimes konstatiert. Diese Ausnahme wurde letztendlich in Art 2 Abs 1 lit j MiFID II bestätigt.⁵⁰⁴

Demnach entfacht die MiFID II keine Geltung für Personen, „die für eigene Rechnung mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten oder Derivaten davon handeln, einschliesslich Market Maker, aber mit Ausnahme der Personen, die Handel für eigene Rechnung treiben, wenn sie Kundenaufträge ausführen, oder für Personen, die in Bezug auf Warenderivate oder Emissionszertifikate oder Derivate davon andere Wertpapierdienstleistungen als den Handel für eigene Rechnung für die Kunden oder Zulieferer ihrer Haupttätigkeit erbringen, sofern“ hierfür keine hochfrequente algorithmische Handelstechniken angewendet werden, dies nur eine Nebentätigkeit darstellt, wobei die Hauptleistung nicht in der Erbringung von Bankgeschäften, Wertpapierdienstleistungen, oder in der Erbringung von Dienstleistungen als Market-Maker liegen darf, und diese Ausnahme der zuständigen Aufsichtsbehörde jährlich gemeldet wird.⁵⁰⁵ 268

Warenderivate werden unterschieden in Derivate, welche sich auf Waren beziehen, (i) die bar abgerechnet werden müssen bzw auf Parteiwunsch bar abgerechnet werden können (Anhang 2 Abschnitt C Nr 5 zum BankG), (ii) die effektiv geliefert werden können, sofern diese Waren an einem geregelten Markt, MTF oder OTF gehandelt werden (Nr 6 leg cit), (iii) die effektiv geliefert werden können, jedoch nicht in Nr 6 leg cit angeführt werden und nicht-kommerziellen Zwecken dienen (Nr 7 leg cit). 269

b. Unterschied zu Traditions- bzw Wertpapieren (Zivilrecht)

⁵⁰⁴ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 69.

⁵⁰⁵ Art 2 Abs 1 lit j MiFID II.

270 Nicht verwechselt werden dürfen Warenderivate, welche ihren Wert von Handelswaren derivieren, mit sogenannten Warenpapieren bzw Traditionspapieren. Handelsrechtliche Traditionspapiere wie bspw Konnossemente, Lager- oder Ladescheine⁵⁰⁶ verbiefen das Recht auf Herausgabe einer dinglichen Sache und repräsentieren gleichermaßen die Sache in einer Weise, dass mittels Verfügung über ein solches Traditionspapier gleichzeitig sachenrechtlich über die repräsentierte Sache verfügt wird.⁵⁰⁷ Solche Warenpapieren stellen regelmässig keine Finanzinstrumente dar, sofern keine Standardisierung vorliegt.

271 Diesem Grundgedanken wurde auch bei der Etablierung einer eigenen zivilrechtlichen Übertragungsordnung im TVTG⁵⁰⁸ Rechnung getragen und stellen Token mitunter ebensolche zivilrechtlichen Wertpapiere, bzw mangels Verbriefung in einer Urkunde Wertrechte oder Vermögensrechte dar. Zivilrechtliche Wertpapiere dürfen dabei nicht mit dem aufsichtsrechtlichen bzw öffentlich-rechtlichen Begriff der übertragbaren Wertpapiere und sohin mit Finanzinstrumenten gleichgesetzt werden. Letztere bilden lediglich eine Teilmenge der (zivilrechtlichen) Wertpapiere. Es kann dahingestellt bleiben, ob nach sachenrechtlichen Bestimmungen der Herausgabeanspruch und sohin das Eigentum als Vollrecht selbst aus einer Sache – abseits von Waren, die einem Frachtführer oder einem Lagerhaus übergeben wurden⁵⁰⁹ – überhaupt „destilliert“ respektive abstrahiert werden kann, da spezialgesetzlich in Art

⁵⁰⁶ Vgl Art 374 Abs 1 ADHGB und Art 387 sowie Art 504 SR.

⁵⁰⁷ BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, zuletzt geändert am 17.02.2014; BaFin Rundschreiben 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millionenkreditverordnung, 05.05.1998.

⁵⁰⁸ Vgl Art 1 Abs 1 lit a und Titel II des TVTG idF BuA 2019/93.

⁵⁰⁹ Art 504 SR.

7 Abs 1 TVTG geregelt werden soll, dass die Verfügung über den Token auch die Verfügung über das durch den Token repräsentierte Recht bewirkt. Es ist sohin jedenfalls möglich, das Eigentumsrecht an allen erdenklichen Sachen zu tokenisieren. Sofern dieser Gleichlauf der Rechtswirkung zwischen Übertragung eines Token und des darin repräsentierten Rechtes nicht automatisch eintritt, hat die durch die Verfügung über den Token verpflichtete Person diese Wirkung sicherzustellen.⁵¹⁰ Auch gemäss § 81a der Schlussabteilung zum PGR idF BuA 2019/93 ist es möglich alle Rechte in einem Wertrecht abzubilden.⁵¹¹

Auch wenn grundsätzlich dafür Sorge zu tragen ist, dass bei Übertragung des Tokens eine anderweitige Verfügung über eine Sache, an welcher der Token das Eigentumsrecht abbildet, unterbleibt, ist es unter sinngemässer Anwendung des Sachenrechtes (was im TVTG durchgängig als „funktional-adäquate Anwendung“ bezeichnet wird) möglich, dass jemand gutgläubig den Token bzw die Verfügungsberechtigung darüber erwirbt, während ein anderer ebenso gutgläubig die durch diesen Token repräsentierte Sache erwirbt. Auch hier muss analog gelten, dass der gutgläubige Erwerber der Sache jenem des Token vorgeht.⁵¹² 272

2.3.4 Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen

Anhang I Abschnitt C Nr 3 der MiFID II definiert Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen als Finanzinstrumente. Es sind hierbei 273

⁵¹⁰ Art 7 Abs 2 TVTG.

⁵¹¹ Vgl hierzu die Gesetzesmaterialien BuA 2019/54, S 111.

⁵¹² Art 504 Abs 2 SR.

Anteile an allen kollektiven Kapitalanlagestrukturen gemeint, was nationalgesetzlich in Anhang 2 Abschnitt C Nr 3 zum BankG klargestellt wurde. Hiernach werden Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (sogenannte OGAW nach dem UCITSG⁵¹³), Anteile an Investmentunternehmen⁵¹⁴ sowie Anteile an alternativen Investmentfonds (AIF⁵¹⁵) erfasst.

- 274 Ein Fonds gemäss UCITSG ist ein Organismus⁵¹⁶ für gemeinsame Anlage mit dem einzigen Zweck, Gelder von Anlegern (als Publikum bezeichnet) für gemeinsame Rechnung nach Risikostreuungsgrundsätzen in Wertpapiere und/oder liquide Finanzanlagen zu investieren und Anteile auf Verlangen der jeweiligen Inhaber auszuzahlen bzw zurückzunehmen; UCITS sind folglich immer offene Fonds und sind für closed-end funds nur AIF geeignet.⁵¹⁷ Das UCITSG sieht entsprechend eine

⁵¹³ Art 3 Abs 1 Z 1 UCITSG (Gesetz über Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities basierend auf der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

⁵¹⁴ Art 3 Abs 1 lit a IUG.

⁵¹⁵ Art 4 Abs 1 Z 1 AIFMG.

⁵¹⁶ Bezogen auf eine Blockchain, auf welcher bspw Transaktionsgebühren im Rahmen eines Proof of Stake Mechanismus an Token-Holder ausgeschüttet wird, könnte auch ein solcher Organismus angenommen werden. Selbiges könnte auch bezogen auf Bitcoin argumentiert werden, da die Rechenleistung (bzw zumindest der hierfür benötigte Strom) im Rahmen des Proof-of-Work-Mechanismus zur Verfügung gestellt wird und folglich ein Pooling von Kapital darstellen könnte. Das dezentrale Netzwerk könnte dabei als einfache Gesellschaft oder Genossenschaft und sohin als Organismus gesehen werden. Ein Regulierungssubjekt wird bei dezentralen Technologien jedoch praktisch schwer ausfindig zu machen sein.

⁵¹⁷ Vgl Art 1 Abs 2 lit b UCITSD; vgl ferner *Volhard/Jang* in *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

Produktregulierung vor und darf nur in Aktien bzw gleichwertige Mitgliedschaftstitel, Schuldtitel und andere marktfähige Wertpapiere investiert werden.⁵¹⁸ Während die Fondsanteile eines OGAW sohin in Form von Security Token ausgegeben werden können, ist es nicht möglich, in klassische Kryptowährungen wie BTC oder ETH zu investieren.⁵¹⁹ Sofern die zulässigen Wertpapiere, aus denen das Fondsvermögen eines UCITS gebildet werden darf, jedoch tokenisiert wurden, kann mitunter auch in Security Token investiert werden.

Das AIFMG ist hingegen keine Produkt- sondern eine Managerregulierung und sind Investments nicht beschränkt, sondern in alle Vermögenswerte respektive Asset-Klassen möglich. Es findet ein Pooling von Kapital statt, welches gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Vorteil der Anleger investiert wird.⁵²⁰ Darüber hinaus besteht keine Beschränkung der Investmentkategorien im AIFMG bzw der AIFM-RL⁵²¹. Das Tatbestandsmerkmal des Kapitals ist dabei sehr umfassend und extensiv auszulegen. Auch das Einsammeln von Kryptowährungen im Sinne von Protokoll-Token wie BTC oder ETH kann insofern den Anwendungsbereich des AIFMG eröffnen, sofern die weiteren Tatbe-

⁵¹⁸ Art 3 Abs 1 Z 1 iVm Z 16 und Art 51 UCITSG.

⁵¹⁹ Solche als „Kryptofonds“ bezeichnete Fonds können lediglich als AIF aufgesetzt werden.

⁵²⁰ Art 4 Abs 1 Z 1 AIFMG.

⁵²¹ Richtlinie 2011/61/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

standsmerkmale gegeben sind. Neben der Anlage in Kryptowährungen ist wiederum die Ausgabe der Fondsanteile in Form von Security Token möglich.⁵²²

276 Fonds bzw Investmentunternehmen nach dem IUG⁵²³ sind hingegen alle Organismen für gemeinsame Anlagen (sohin kollektive Vermögensanlagen), welche weder ein OGAW noch ein AIF sind und sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger richten, sowie kein Kapital einsammeln.⁵²⁴ Das zu veranlagende Kapital wird nicht erst eingesammelt, sondern wird eine Risikogemeinschaft unter den Anlegern gebildet, welche sich dazu entscheiden, das bei ihnen befindliche bzw vorhandene Vermögen in ein Investmentunternehmen gemeinschaftlich zu veranlagen.⁵²⁵

277 Gemäss Art 15 AIFMG sind Anteile an einem AIF dann übertragbare Wertpapiere, wenn sie nach den konstituierenden Dokumenten des AIF standardisiert ausgestaltet und handelbar sind, sowie deren Übertragbarkeit nicht beschränkt ist. Dies bedeutet, dass auch hinsichtlich der Anteilen an einem Fonds auf die Merkmale von übertragbaren Wertpapieren abgestellt wird. Übertragbare Wertpapiere können generell mittels Token abgebildet werden, da die Tokenisierung lediglich

⁵²² Zu beachten ist, dass der Vertrieb von Anteilen eines AIF lediglich für professionelle Investoren harmonisiert ist (vgl Art 43 Abs 1 zweiter Paragraph AIFMD). Liechtenstein hat von der Öffnungsklausel nach Art 43 Abs 1 erster Paragraph AIFMD Gebrauch gemacht und ist es gemäss Art 129 ff AIFMG möglich, AIF an Privatanleger in Liechtenstein zu vertreiben. Ein solcher AIF ist jedoch nicht passportingfähig.

⁵²³ Auch IUG 2015; LGBl-Nr 2016.045.

⁵²⁴ Art 3 Abs 1 lit a IUG.

⁵²⁵ BuA 2015/89, 25 f.

eine Umsetzung auf technischer Ebene vornimmt, ohne in die Wesens- bzw. Tatbestandsmerkmale von übertragbaren Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten einzugreifen. Entsprechend ist es hinsichtlich Fondsanteilen ebenso wie bezogen auf übertragbare Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente möglich, von dem Europapass durch das Notifizierungsverfahren („Passporting“) von gebilligten Wertpapierprospekten mit Bezug auf Security Token Gebrauch zu machen, um die tokenisierten Anteile bzw. Finanzinstrumente generell im EU-Raum bzw. EWR öffentlich anzubieten respektive zum Handel an einem geregelten Markt zuzulassen.⁵²⁶

2.3.5 Fazit aufsichtsrechtliche Perspektive der Tokenisierung

Token können dabei im Sinne eines Containers alle von der MiFID II bzw. dem BankG angeführten durch Finanzinstrumente verbrieften Rechte beinhalten und insofern auch Finanzinstrumente repräsentieren – nicht als physische Wertpapiere, aber als dematerialisierte Wert- bzw. Vermögensrechte. Zu beachten ist dabei, dass Token lediglich einen technischen Layer bilden und keinen eigenen Typus an Finanzinstrument begründen. Ein andersartiger Schluss bezüglich der Möglichkeit der Tokenisierung von Finanzinstrumenten wäre hingegen fatal sowie viel weittragender und darüber hinaus aus Anlegerschutzgründen als verfehlt zu betrachten, denn diesfalls wäre allen Security Token der Status als Finanzinstrument abzuerkennen und würden diese gänzlich regulierungsfrei am Finanzmarkt herumschwirren, obwohl sie letztlich Finanzinstrumente repräsentieren.

278

⁵²⁶ Siehe hierzu im Detail die wertpapierprospektrechtlichen Erwägungen unter Kapitel II.2.6; vgl. ferner zur Tokenisierung von Fondsanteilen FMA-Mitteilung 2019/1, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, S. 2.

279 Auch die FMA Liechtenstein hat in bezug auf Fondsanteile Folgendes festgestellt: „Die Anteile eines Fonds müssen generell die Anforderungen an übertragbare Wertpapiere erfüllen. Die Wertpapiereigenschaft wird grundsätzlich anhand der drei Kriterien Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit beurteilt. Die Ausgabe einer physischen Urkunde ist dagegen nicht erforderlich [...], weshalb von einer Technologieneutralität (engl. *substance over form*) des Rechts auszugehen ist. Die Tokenisierung ist insoweit nicht als eigene oder neue Rechtsform anzusehen, bewirkt aber die Pflicht zur Einhaltung von ergänzenden Pflichten.“⁵²⁷

280 Die von übertragbaren Wertpapieren geforderte Handelbarkeit muss grundsätzlich bereits initial mit Ausgabe von Token in den Emissionskonditionen vorgesehen werden. Praktische Hürde ist hierbei, dass in Liechtenstein noch keine organisierten Handelsplätze existieren, die tokenisierte Finanzinstrumente handeln. Auch in der EU bzw im EWR gibt es noch keine MTF oder OTF, welche Security Token handeln; zusätzliche Hürde diesbezüglich ist, dass auch Clearing-Häuser (CCP) und Zentralverwahrer (CSD) ihre Systeme für tokenbasierte Finanzinstrumente umrüsten müssten. Solche werden sich jedoch aller Voraussicht nach in absehbarer Zeit etablieren und ist folglich keine grundsätzliche Einschränkung in der Handelbarkeit zu verorten. Es ist auf die subjektive Willenskomponente eines durchschnittlichen Emittenten abzustellen, die Token als am Kapitalmarkt übertragbar und handelbar auszugestalten, unabhängig davon, ob bereits entsprechende Handelsplätze existieren. Ansonsten würde dies zu dem beissenden Ergebnis

⁵²⁷ FMA-Mitteilung 2019/1 – Ergänzende Pflichten bei der Ausgabe und Rücknahme sowie der Anteilsregisterführung bei Fondsanteils-Token vom 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, S 2.

führen, dass ab einem noch ungewissen, in der Zukunft liegenden Zeitpunkt Bewilligungspflichten ausgelöst werden würden (ab faktischer Möglichkeit der Handelbarkeit der Token auf einem erst zu bewilligenden Handelsplatz), zu welchem die jeweilige nationale Aufsichtsbehörde aufgrund von Informationsasymmetrien hinsichtlich des plötzlichen Status eines Tokens als Finanzinstrument ihre Aufsichtsfunktion nicht im gebührendem Masse wahrnehmen könnte.

2.4 Geregelte Märkte, MTF & OTF, SI

Abstellend auf Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 8 und 9 zum BankG werden der Betrieb eines multilateralen Handelssystems (MHS bzw. multilateral trading facility; MTF) als auch der Betrieb von einem organisierten Handelssystem (OHS respektive organized trading facility; OTF) je für sich genommen als bewilligungspflichtige Wertpapierdienstleistung eingestuft.⁵²⁸ Beide dieser privatrechtlichen Systeme werden neben dem öffentlich-rechtlichen geregelten Markt (Börse, amtlicher Handel) dem Überbegriff des Handelsplatzes zugeordnet.⁵²⁹ Ein MTF kann dabei von Banken, Wertpapierfirmen als auch von einem Marktbetreiber⁵³⁰ betrieben werden. Auch der Betrieb eines OTF ist als Wertpapier-

⁵²⁸ Art 30t BankG.

⁵²⁹ Art 3a Abs 1 Ziff 5 BankG bzw. Art 4 Z 24 MiFID II.

⁵³⁰ Verwalter und/oder Betreiber eines geregelten Marktes nach Art 3a Abs 1 Z 12 BankG.

dienstleistung durch die genannten Personen möglich. Bezüglich Wertpapierfirmen ist auf die Volllizenz als Wertpapierfirma abzustellen und nicht auf jene mit Administrationsbefugnis.⁵³¹

- 282 Ein geregelter Markt stellt dabei *„ein von einem Marktbetreiber betriebenes und/oder verwaltetes multilaterales System dar, welches die Interessen einer Vielzahl von Dritten am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten, die nach den Regeln des Systems zum Handel zugelassen wurden, innerhalb des Systems nach nichtdiskretionären Regeln zum Abschluss eines Vertrages zusammenführt.“*⁵³²
- 283 Unter einem multilateralen System versteht sich dabei *„ein System oder ein Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt“* (sohin das Matching von sich deckenden Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente, wobei die Handelsplätze zudem auf ein Zusammenführen

⁵³¹ Vgl für die Definition der Wertpapierfirmen und Wertpapierdienstleistungen mitsamt deren Ausnahmen Art 3 Abs 2 BankG und Art 15 BankG iVm Art 2 BankV. Hilfsweise kann auch Art 28 Abs 2 iVm Art 29 CRD IV ins Treffen geführt werden. Letztere Bestimmungen stellen auf das Mindestkapital von den unterschiedlichen Arten von Wertpapierfirmen, abhängig von deren erbrachten Wertpapierdienstleistungen ab. Während in Art 3a Abs 1 lit 6b BankG explizit genannt wird, welche Personen einen MTF betreiben können, unterbleibt dies nationalgesetzlich in Art 3a Abs 1 lit 6b BankG in Bezug auf einen OTF. Erwägung 121 der MiFID II stellt jedoch klar, dass auch Marktbetreiber einen OTF betreiben können.

⁵³² Art 3a Abs 1 Z 6 BankG.

zum Vertragsabschluss abstellen).⁵³³ Multilateral in diesem Sinne bedeutet, dass eine Person in ihrer Handelsabsicht mit wenigstens zwei weiteren in Interaktion treten kann.⁵³⁴

Bezogen auf geregelte Märkte ist hervorzuheben, dass der Zugang zu diesen auf gesetzlicher Ebene sehr restriktiv gehandhabt wird. Als Mitglieder oder Teilnehmer an geregelten Märkten können lediglich Banken und Wertpapierfirmen sowie andere Personen zugelassen werden, vorausgesetzt diese sind ausreichend gut beleumundet, verfügen über ausreichende Kompetenzen in Bezug auf den Handel, weisen die erforderlichen organisatorischen Grundlagen vor und besitzen ausreichende finanzielle Mittel, um ihre Funktion auszuführen.⁵³⁵ Ein tiefergreifendes Eingehen auf geregelte Märkte kann unterbleiben, zumal Liechtenstein nicht einmal über ein gesondertes Börsengesetz verfügt, was eine weitergehende Auseinandersetzung weitestgehend verunmöglicht. 284

Dem folgend ist es für multilaterale Systeme tatbestandswesentlich, dass auf einem System – dies kann eine softwarebasierte Plattform, oder ein sonstiges Regelwerk sein (Technologieneutralität) – ein Vertrag über den Kauf bzw Verkauf von Finanzinstrumenten zustande 285

⁵³³ Art 3a Abs 1 Z 6a BankG.

⁵³⁴ Müller/Meljnik in Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), MiFID II, 2.2 Das OTF als multilaterales Handelssystem.

⁵³⁵ Art 55d Abs 1 BankV. Vgl Abs 2 leg cit, wonach die Mitglieder und Teilnehmer den Verpflichtungen der Art 8a bis 8h BankG nicht nachkommen müssen, wobei diese auf Banken und Wertpapierfirmen abstellenden Pflichten jedenfalls gegenüber deren Kunden einzuhalten sind. Entsprechend ist auch eindeutig, dass lediglich bewilligte Finanzintermediäre an derartigen Handelsplätzen teilnehmen können.

kommt bzw die gegenseitigen Interessen zusammengeführt werden. Das Clearing und Settlement erfolgt dabei für gewöhnlich durch zentrale Clearingstellen und Zentralverwahrer, da ansonsten mitunter weitere Bewilligungen erforderlich wären.⁵³⁶ Zudem ist das Abstellen auf Finanzinstrumente besonders hervorzuheben. Multilaterale Handelsplätze dienen demgemäss dem Handel von Finanzinstrumenten und nicht dem Handel von Waren bzw Rohstoffen. Entsprechend ist zu beachten, dass Token bzw Kryptowährungen nie in ihrer gesamten Typen-Vielfalt auf einem finanzmarktrechtlich regulierten Handelsplatz gehandelt werden können. Ausschliesslich der Handel mit Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren, ist auf diesen Märkten möglich.⁵³⁷ Dabei ist zu beachten, dass das deutsche KWG neben den übertragbaren Wertpapieren gemäss MiFID II nationalgesetzlich auch sogenannte Rechnungseinheiten als Finanzinstrumente behandelt.⁵³⁸ Token, welche – nach liechtensteinischer Rechtsauffassung – keine Finanzinstrumente (und auch kein E-Geld; wie die virtuellen Währungen BTC oder ETH) darstellen, können und dürfen in Liechtenstein mangels Klassifikation als Finanzinstrumente nicht an einem Handelsplatz wie einem MTF gehandelt werden. In Deutschland ist es hingegen erforderlich, dass auch eine Krypto-Börse, welche multilateral ausgestaltet ist und sich auf solche Token bezieht, die nach liechtensteinischem Verständnis digitale Inhalte oder virtuelle Währungen repräsentieren,

⁵³⁶ Bspw würden Zahlungsströme resultierend aus der Abwicklung eines Geschäftes mit Finanzinstrumenten die Erbringung von bewilligungspflichtigen Zahlungsdiensten darstellen. Zu beachten ist zudem die Clearingpflicht für standardisierte OTC-Derivatekontrakte gemäss Art 4 EMIR.

⁵³⁷ Vgl *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, 2011, Rz 4.65.

⁵³⁸ § 1 Abs 11 Z 7 KWG – „Rechnungseinheiten“.

und die Kauf- bzw Verkaufinteressen mit Bezug auf solche Token zusammenführt, eine Bewilligung als Wertpapierfirma mit MTF oder OTF beantragt und erhält.⁵³⁹

Am geregelten Markt dürfen ausschliesslich qualifizierte Teilnehmer partizipieren. Eine Teilnahme an einem multilateralen Handelssystem (MTF) ist diesem Regime nachgebildet.⁵⁴⁰ Der gemeinschaftsrechtlichen Vorgabe folgend ist der Zugang zu einem MTF gleich strikt reguliert wie jener zu geregelten Märkten. In den nationalen liechtensteinischen Gesetzen ergibt sich dies aus Art 55m Abs 2 BankV iVm Art 55l Abs 1 lit e Ziff 3 BankV iVm Art 55d Abs 1 BankV.⁵⁴¹ Sowohl für MTF und OTF muss dabei der Zugang zu den Handelssystemen auf transparenten, objektiven und nichtdiskriminierenden Kriterien beruhen.⁵⁴² OTFs sollten dabei nicht verlangen, dass Mitglieder bzw Kunden direkte Clearing-Mitglieder einer zentralen Gegenpartei (CCP) sind.⁵⁴³

⁵³⁹ Vgl Patz, Handelsplattformen für Kryptowährungen und Kryptoassets, BKR 2019, S 435.

⁵⁴⁰ Art 18 Abs 3 iVm Art 19 Abs 2 iVm Art 53 Abs 3 MiFID II bzw Art 14 Abs 4 iVm Art 42 Abs 3 MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

⁵⁴¹ Retail-Kunden bzw nicht-professionelle Anleger können sohin nicht an einem MTF teilnehmen. Nur professionelle bzw institutionelle Investoren (geeignete Gegenparteien) können hieran als Handelsmitglieder teilnehmen. Diese sind dabei in Anhang II der MiFID II und Anhang 1 zum BankG definiert.

⁵⁴² Vgl Art 35 und 36 MiFIR.

⁵⁴³ ESMA Questions and Answers ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, Multilateral and bilateral systems (zuletzt aktualisiert am 02.04.2019), Question 3, zuletzt aktualisiert am 07.07.2017 (S 36 f), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf.

- 287 Wertpapierfirmen sind dazu verpflichtet, Handelsgeschäfte mit Aktien an geregelten Märkten, MTFs, OTFs, SI oder gleichwertige Dritthandelsplätze zu tätigen. Diese Vorschrift kann es Wertpapierfirmen⁵⁴⁴ faktisch untersagen, ausserhalb solcher Ausführungsplätze, wie beispielsweise an einem dezentralen Handelsplatz (decentralized exchange; DEX), zu handeln, ausser derartige Handelsgeschäfte mit Aktien (auch in Form von Token) werden nicht systematisch, unregelmässig, ad hoc und selten getätigt⁵⁴⁵, oder werden zwischen geeigneten und/oder professionellen Gegenparteien abgeschlossen.⁵⁴⁶
- 288 Geregelte Märkte und MTF erfassen beide den organisierten Handel unter Ausschluss von bilateralen Systemen. Bei bilateralen Systemen geht eine Wertpapierfirma respektive ein Marktbetreiber Geschäfte für eigene Rechnung ein (Eigenhandel). Eine Wertpapierfirma, die Eigenhandel betreibt, fungiert nicht als risikoloser Intermediär zwischen Käufer und Verkäufer, wie dies bei Handelsplätzen, auf welchen das Zusammenführen von Interessen (und sohin Agency Trading im Unterschied zum Matched-Principal-Trading)⁵⁴⁷ betrieben wird, der Fall ist (multilaterales Verhältnis).
- 289 Der bei den Bestimmungen über geregelte Märkte und MTF, sowie ab MiFID II auch bei jener über OTF verwendete Terminus „System“ ist technologieneutral zu sehen und erfasst einerseits Märkte, welche nur

⁵⁴⁴ So auch einem OTC Market Maker.

⁵⁴⁵ Teilweise äquivalentes Pendant der Kriterien für Systematische Internalisierer.

⁵⁴⁶ Art 23 Abs 1 MiFIR; auch Handelsgeschäfte mit bestimmten Derivatkontrakten unterliegen einer Handlungspflicht, Art 32 Abs 1 iVm Art 28 Abs 1 MiFIR.

⁵⁴⁷ Vgl Kapitel II.2.4.5 bzgl der Unterschiede des Matched-Principal und des Agency-Tradings.

auf Basis eines Regelwerkes umgesetzt sind, als auch solche Märkte, welche ein Regelwerk mitsamt Handelsplattform umfassen. Es müssen dabei keine Systeme technischer Natur zum Einsatz kommen, um Interessen und letztlich Aufträge zusammenzuführen. Ein solches System definiert sich als ein Regelapparat, der Voraussetzungen der Mitgliedschaft, den Handel der Mitglieder untereinander, die handelbaren Finanzinstrumente, Meldepflichten und allenfalls die Transparenzpflichten vorsieht.⁵⁴⁸

An einem MTF kann dabei eine grosse Bandbreite an Finanzinstrumenten, wie insbesondere auch Eigenkapitalinstrumente, gehandelt werden; dies ist für einen OTF nicht vorgesehen. Anders als für geregelte Märkte besteht für MTF und OTF zudem kein Kontrahierungszwang.⁵⁴⁹ 290

Das Merkmal, welches auf das Zusammenführen der Kaufs- und Verkaufsinteressen abstellt, ist extensiv auszulegen und umfasst nicht nur Aufträge und Kursofferten, sondern auch reine Interessensbekundungen. Im Hinblick auf das Ausreichen von Interessensbekundungen und der generellen, weiten Interpretation wird das Vorliegen eines organisierten Handelsplatzes an diesem Tatbestandsmerkmal regelmässig nicht scheitern. Zu beachten gilt es, dass es zur Zusammenführung der Interessen anhand der determinierten Systemregeln respektive gemäss den Systemprotokollen und internen Betriebsverfahren des Betreibers 291

⁵⁴⁸ Vgl Erwägung 6 MiFID I.

⁵⁴⁹ Anders verhält sich dies bei geregelten Märkten; vgl hierzu die österreichische Literatur von *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, 2011, Rz 4.59.

kommt. Diese Regeln dürfen bei MTF, anders als bei OTF, kein Ermessen hinsichtlich denkbarer Interferenzen unter Interessen ermöglichen und sind insofern nichtdiskretionär. Der Legaldefinition folgend muss die Interessenszusammenführung derart ergehen, dass diese in einem Vertragsschluss resultiert. OTF können hingegen teilweise nach bestimmten, festgesetzten Ermessensregeln operieren, welche in AGB oder vergleichbaren Bedingungen präzisiert werden.⁵⁵⁰

292 Zu beachten ist letztlich, dass auch tokenisierte Finanzinstrumente, welche auf geregelten Märkten, MTF oder OTF gehandelt werden, der Zentralverwahrerverordnung unterliegen und folglich – auch wenn dies mitunter der Dezentralität der Technologie widersprechen mag – bei einem Zentralverwahrer einzubuchen sind.⁵⁵¹

2.4.1 Multilaterale Handelssysteme (MTF)

293 Ein MTF stellt ein multilaterales System dar, wobei mittels Matching bezogen auf Finanzinstrumente innerhalb des Systems nach nichtdiskretionären Regeln ein Abschluss eines Vertrages herbeigeführt wird.⁵⁵² Unter nichtdiskretionären Regeln sind dabei privatrechtlich konstatierte Vereinbarungen frei von jeglichem Ermessen zu sehen,

⁵⁵⁰ Vgl Erwägung 6 MiFID I.

⁵⁵¹ Art 3 Abs 2 CSDR (Central Securities Depositories Regulation, Verordnung EU 909/2014), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. Wobei gemäss Art 76 Abs 2 CSDR die Führung von übertragbaren Wertpapieren, welche an Handelsplätzen zugelassen sind, durch Buchung im Effekten giro erst für übertragbare Wertpapiere zur Anwendung gelangt, welche nach dem 01.01.2023 emittiert werden, bzw gilt dies erst ab dem 01.01.2025 für alle übertragbaren Wertpapiere.

⁵⁵² Art 3a Abs 1 Z 6b BankG.

welche sich von gesetzlichen respektive öffentlich-rechtlichen nichtdiskretionären Handelsvorschriften für geregelte Märkte unterscheiden. Ein Betreiber eines MTF darf demgemäss Geschäfte nicht nach seinem Ermessen abschliessen und nicht diskretionär eingreifen, bspw durch Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge im Sinne des Matched-Principal-Tradings.

MTF dürfen nicht für eigene Rechnung oder gegen ihr eigenes Buch 294 Handel treiben und müssen mindestens drei Mitglieder haben.⁵⁵³ MTFs unterliegen dabei geringeren Anforderungen als geregelte Märkte. Dies schlägt sich insbesondere auf die Zulassung nieder.⁵⁵⁴ Betreiber von MTF müssen im Besonderen Vorkehrungen treffen, welche gewährleisten, dass eine Risikobegrenzung, wie Risikostreuung umgesetzt wird. Ferner müssen effiziente Mechanismen zum friktionsfreien Handel implementiert werden und fortwährend ausreichend finanzielle Mittel zur Verfügung stehen.⁵⁵⁵

Das Listing respektive die Zulassung zum Handel an einen MTF ziehen 295 für die Emittenten von Finanzinstrumenten auch Zulassungsfolgepflichten nach sich. So ist bspw auch der Ad-hoc-Publizitätspflicht⁵⁵⁶

⁵⁵³ Vgl Art 18 Abs 7 und Art 19 Abs 5 MiFID II.

⁵⁵⁴ Vgl die separierte Zulassungsregelung von geregelten Märkten in Titel III (Art 44 ff) der MiFID II und jene der Wertpapierfirmen in Titel II (Art 5 ff) der MiFID II.

⁵⁵⁵ Art 19 Abs 3 MiFID II.

⁵⁵⁶ Veröffentlichung von Insiderinformationen gemäss Art 17 MMVO.

und anderen Vorschriften der MAR⁵⁵⁷ bzw der MAD⁵⁵⁸ nachzukommen.⁵⁵⁹ Generell hat der Betreiber eines MTF den Zugang zum System mit den Zugangsbestimmungen von geregelten Märkten zu akkordieren. Hinsichtlich organisatorischer Vorschriften sind die Unterschiede der beiden Handelsplätze – MTF und geregelter Markt – minim.⁵⁶⁰ Zu beachten ist, dass Anlegerschutzbestimmungen auf Geschäfte, welche von einer Wertpapierfirma in ihrer Funktion als Betreiberin eines MTF ausgeübt werden, keine Berücksichtigung finden.⁵⁶¹

- 296 Für MTF besteht neben der klassischen Ausgestaltung auch die Möglichkeit der Registrierung als KMU-Wachstumsmarkt.⁵⁶² Anforderungen an solche Märkte sind, dass mindestens 50 % der Emittenten kleine und mittlere Unternehmen sind, dass geeignete Kriterien für die Zulassung von Finanzinstrumenten der Emittenten definiert werden, dass genügend Informationen über die primordiale Zulassung zur Verfü-

⁵⁵⁷ Market Abuse Regulation EU 596/2014, auch MMVO (Marktmissbrauchsverordnung), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

⁵⁵⁸ Market Abuse Directive 2014/57/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Zu beachten ist, dass in Liechtenstein weder die MAR noch die MAD anwendbar sind. Das Marktmissbrauchsgesetz und die Marktmissbrauchsverordnung Liechtensteins beruht noch auf der Richtlinie 2003/6/EG ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. Die MMVO ist dabei mangels Beschlusses des gemeinsamen EWR-Ausschusses für Liechtenstein auch nicht unmittelbar anwendbar.

⁵⁵⁹ Art 31 Abs 1 MiFID II gilt dabei für MTF und OTF gleichermaßen.

⁵⁶⁰ Art 19 Abs 2 iVm Art 18 Abs 3 iVm Art 53 Abs 3 MiFID II.

⁵⁶¹ Art 19 Abs 4 iVm Art 24, 25, 27, 28 MiFID II. Mitglieder oder Teilnehmer eines MTF müssen diese Bestimmungen ihrerseits aber gegenüber ihren Kunden einhalten, sofern sie deren Aufträge ausführen.

⁵⁶² Art 33 MiFID II und Art 30t Abs 6 BankG.

gung gestellt werden, um informierte Anlageentscheidungen zu ermöglichen, dass die Bestimmungen der Marktmissbrauchsverordnung samt Marktmissbrauchsverhinderung eingehalten werden und eine Emittentin laufend Finanzberichte rapportiert. Auf KMU-Wachstumsmärkten befinden sich die Interessen des Anlegervertrauens von KMU gegenüber jenen über den Verwaltungsaufwand von Emittenten in einem Spannungsverhältnis.

Die Clearing- und Verwahrungsdienstleistungen, welche sich in der Folge von einem Handel über einen MTF ergeben, müssen von für diese Aufgaben zugelassenen Instituten erbracht werden (Central Counterparty oder CCP für das Clearing von Derivaten – welche auch in einem Security Token repräsentiert werden können – und einem Central Securities Depository oder CSD für die Abwicklung von Geschäften mit im Effetengiro geführten Finanzinstrumenten). 297

Für Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II⁵⁶³ gilt dabei MiFIR, was bedeutet, dass ein MTF die Anforderungen der Vor- und Nachhandels-
transparenz erfüllen muss. Hierdurch sind bspw aktuelle Geld- und Briefkurse und Handelsinteressen sowie Preis, Volumen und Zeitpunkt der Geschäfte zu veröffentlichen (Art 3 bis 10 MiFIR). 298

Ein MTF hat ein Interesse an der Zusammenarbeit mit einer CCP, da eine CCP einerseits zwischen dem Käufer und dem Verkäufer platziert wird (zentrale Gegenpartei), was zu einem weniger komplexen Risikoxonus führt und andererseits die Abwicklungsrisiken (Gegenpartei-ausfallsrisiko beim Settlement) bei Verrechnung von Gegengeschäften 299

⁵⁶³ Diese eröffnen auch den Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsgesetzgebung und müssen Teilnehmer eines MTF auch die Bestimmungen gegen Insidergeschäfte und Marktmissbrauch einhalten.

zwischen mehreren Gegenparteien (netting) reduziert werden, indem Sicherheiten verlangt werden.⁵⁶⁴

- 300 Auf einem geregelten Markt gehandelte Derivate müssen dabei von einer CCP gecleart werden.⁵⁶⁵ Darüber hinaus müssen Transaktionen mit Derivaten an ein registriertes oder anerkanntes Transaktionsregister gemeldet werden.⁵⁶⁶
- 301 Token, welche als Finanzinstrumente qualifiziert werden und an einem Handelsplatz zugelassen sind und gehandelt werden, müssen ab dem 01.01.2023 bzw dem 01.01.2025 in entmaterialisierter Form ausgegeben respektive buchmässig (im Effektengiro) von einem Zentralverwahrer erfasst und geführt werden.⁵⁶⁷
- 302 Dabei ist gemäss den unionsrechtlichen Vorgaben ein diskriminierungsfreier Zugang sowohl zu einer CCP⁵⁶⁸ als auch zu einem CSD⁵⁶⁹ zu gewähren. Sohin besteht ein rechtlicher Anspruch auf Zugang zu diesen Einrichtungen, jedoch ist zu berücksichtigen, dass die meisten

⁵⁶⁴ Vgl bspw Erwägung 66 EMIR.

⁵⁶⁵ Art 2 Abs 1 Nr 29 iVm Art 29 Abs 1 MiFIR. Arg e contrario sind Transaktionen mit Finanzinstrumenten, welche keine Derivate darstellen, nicht clearingpflichtig. Aus Art 55q Abs 1 BankV ergibt sich, dass ein MTF auch mit einer zentralen Gegenpartei oder Clearingstelle (CCP) und einem Abwicklungssystem (CSD) eines anderen EWR-Mitgliedstaates Vereinbarungen über Clearing und/oder Settlement von Geschäften innerhalb des Systems abschliessen dürfen.

⁵⁶⁶ Art 9 iVm Art 55 oder Art 77 EMIR.

⁵⁶⁷ Art 3 Abs 1 iVm Art 76 Abs 2 CSDR (Central Securities Depository Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

⁵⁶⁸ Art 37 EMIR.

⁵⁶⁹ Art 33 CSDR.

der bestehenden Institutionen eine technische Schnittstelle zur Blockchain erst implementieren werden müssen, um Security Token, welche Finanzinstrumente darstellen, auch tatsächlich in derartig regulierte Handelssystem einspeisen zu können.

Weiters zu beachten ist, dass ein Betreiber eines MTF Nebendienstleistungen gemäss Anhang 2 Abschnitt B zum BankG bzw Anhang I Abschnitt B zur MiFID II wie auch nicht-regulierte Nebendienstleistungen ausüben kann.⁵⁷⁰ Ein Konflikt zu Art 19 Abs 5 MiFID II entsteht dabei nicht, da sich die Ausführung von Kundenaufträgen bzw der Eigenhandel im Sinne der MiFID II stets auf Finanzinstrumente bezieht (Anhang I Abschnitt A Nr 2 und 3 zur MiFID II). Zu beachten ist, dass regulierte wie unregulierte Nebendienstleistungen für sich allein genommen nicht unter dem EU-Passport-System notifiziert werden können.⁵⁷¹ 303

⁵⁷⁰ FCA, The Perimeter Guidance manual (PERG), Release 42 September 2019, Section 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:39 – „an investment firm [...] can apply for passporting rights that include ancillary services [...] if ancillary services are [carried out] together with one or more investment services and activities; and where the ancillary service is also a regulated activity [...]“, arg e contrario muss es für eine Wertpapierfirma, die einen MTF betreibt, möglich sein, auch gewöhnliche Nebendienstleistungen zu erbringen, welche keine Wertpapierdienstleistungen im Sinne des Anhang I Abschnitt B zur MiFID II darstellen und folglich nicht passportingfähig sind.

⁵⁷¹ FCA, The Perimeter Guidance manual (PERG), Release 42 September 2019, Section 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:39; vgl hierzu auch Schopper/Raschner, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, S 249 (264 f), wobei

2.4.2 Fazit MTF

304

Im nachfolgenden soll anhand des oben angeführten abstrakten Schemas vereinfacht aufgezeigt werden, wie ein konkretes Handelsgeschäft auf einem MTF typischerweise durchgeführt wird:

1. Zwischen zwei Handelsmitgliedern (bewilligte Finanzintermediäre) eines MTF wird über die Handelsplattform des MTF ein

eine organisatorische Separation zu realisieren ist, da ein MTF ein multilaterales System ist, welches Kaufs- und Verkaufsinteressen in Bezug auf Finanzinstrumente für einen Vertragsabschluss zusammenführt. Dh, es können nicht Token welche Finanzinstrumente repräsentieren und Token, welche keine Finanzinstrumente repräsentieren, am selben Handelsplatz geführt werden. Unschärf differenzierend wird in ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, Rz 179 (S 39 f), hingegen impliziert, dass ein Handel von Token, welche Finanzinstrumente darstellen und Token, welche keine Finanzinstrumente darstellen, am selben Handelsplatz gehandelt werden können („investors may not easily distinguish between those crypto-assets that are within the scope of EU financial services rules and those that are not, especially when they are available for trading on the same venues.“). Auch wenn ein und derselbe Betreiber den Handel mit tokenisierten Finanzinstrumenten und Token, welche weder Finanzinstrumente oder E-Geld darstellen, anbietet, ist dies nicht derselbe Handelsplatz und auch nicht dieselbe Plattform. Der Betreiber eines MTF kann jedoch isoliert vom MTF (auf welchem Token gelistet werden, welche Finanzinstrumente repräsentieren) auch einen Handelsplatz für nicht-regulierte Token betreiben. Arg e contrario ergibt sich dies bspw auch aus anderen finanzmarktrechtlichen Gesetzen wie Art 24 Abs 1 VersAG. Diese Bestimmung untersagt es Versicherungsunternehmen, versicherungsfremde Tätigkeiten zu tätigen. Dies der Ratio folgend, dass der Versicherungsfonds ansonsten angegriffen wird. Ein ähnlicher Telos und auch eine vergleichbare Bestimmung lasst sich der MiFID II bzw dem BankG nicht entnehmen, was auch für die Zulässigkeit der Ausführung von regulierungsfremden Nebendienstleistungen durch einen Finanzintermediär wie eine Wertpapierfirma spricht, sofern eine organisatorische Trennung erfolgt.

- Handelsgeschäft abgeschlossen; gegebenenfalls zur Erfüllung eines zugrunde liegenden Auftrages eines Endkunden (wirtschaftlicher Käufer oder Verkäufer);
2. Die Transaktion (die zusammengeführten Interessen) wird vom MTF der Clearingstelle (Central Counterparty; CCP) übermittelt;⁵⁷²
 3. Das Clearing erfolgt zwischen dem Clearinghaus und den Clearingmitgliedern;
 4. Es erfolgt ein Abgleich zwischen den Clearingmitgliedern und den Handelsmitgliedern (Feststellung reziproker Forderungen);
 5. Die Clearingstelle (CCP) übermittelt Anweisungen an die Abwicklungsstelle zum Settlement (Central Securities Depository; CSD);
 6. Die Abwicklungsstelle (Settlement Plattform; CSD) bewirkt in der Folge die tatsächliche Übertragung der geschäftsgegenständlichen Finanzinstrumente und stellt auch die tatsächliche Übertragung der entsprechenden Gelder sicher; die Abwicklung erfolgt dabei buchmässig;
 7. Letztlich erfolgt der Abgleich zwischen den Mitgliedern des CSD und den Clearingmitgliedern.

2.4.3 Organisierte Handelssysteme (OTF)

⁵⁷² Das Clearing hat den Zweck, eine nachfolgende fehlerfreie Abwicklung (Settlement) und sohin den Übergang des Eigentums sicherzustellen.

- 305 Organisierte Handelssysteme unterscheiden sich von MTF primär dadurch, dass die Interessenszusammenführung auf Nichteigenkapitalinstrumente, nämlich auf Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukten, Emissionszertifikate oder Derivate⁵⁷³ beschränkt ist und dass dieses Matching auch nach diskretionären, sohin ermessensbasierten festgelegten Bestimmungen erfolgen kann, sofern die Vorhandelstransparenzanforderungen eingehalten werden und Best-Execution eingehalten wird.⁵⁷⁴ Dies bedeutet, dass es einem OTF-Betreiber frei steht, darüber zu entscheiden, in welchem Umfang Kundenorder innerhalb des Systems konkret zusammengeführt werden. OTF dürfen Kundenaufträge grundsätzlich nicht unter Einsatz von Eigenkapital ausführen und dürfen keine Order gegen das eigene Buch ausgeführt werden, mit Ausnahme von Staatsanleihen.⁵⁷⁵ Hieraus resultierend haben OTF keine Handelsteilnehmer, sondern Kunden, da sie eingeschränkt bilateral agieren können (Handel für eigene Rechnung und sohin keine Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge).⁵⁷⁶
- 306 In diesem Zusammenhang ist ein markanter Unterschied eines OTF gegenüber MTF oder geregelten Märkten zu erblicken. OTF können selbst über die Zulassung bzw Einschränkung der Zulassung an ihrem System entscheiden, während bei MTF und geregelten Märkten klar geregelt ist, wer an diesen Systemen teilnehmen kann. OTF haben aufgrund

⁵⁷³ Mit Ausnahme von Derivaten die der Clearingpflicht nach Art 5 EMIR unterliegen (Art 55n Abs 3 BankV).

⁵⁷⁴ Art 3a Abs 1 Z 6c BankG.

⁵⁷⁵ Öffentliche Schuldtitel, für welche kein liquider Markt besteht gemäss Art 55n Abs 1 und 5 BankV.

⁵⁷⁶ Art 20 Abs 1 bis 6 MiFID II

der gesetzlichen Möglichkeit des eingeschränkten bilateralen Auftretens im Rechtsverkehr in bestimmten Fällen (hinsichtlich Staatsanleihen) keine Teilnehmer, sondern Kunden, da sie neben der Interessenszusammenführung nicht nur als risikoloser Intermediär, sondern auch als bilaterale Gegenpartei agieren können. Die genannten Zulassungsparameter können sich beispielsweise auf Mindestanforderungen der Latenzzeiten beziehen. Nichtsdestotrotz müssen diese Regeln auch für OTF transparent und nichtdiskriminierend sein. OTF sind entsprechend weniger in der Zulassung von Kunden respektive der Ausführung von Aufträgen von Plattformnutzern eingeschränkt, als dies bei MTF bzw. geregelten Märkten der Fall ist. Ein OTF darf aber bei Entschluss einen Kundenauftrag auszuführen, trotzdem nicht einseitig von Vorgaben des Kunden betreffend den Kauf oder die Ausführung abgehen.⁵⁷⁷

Auf einen OTF sind lediglich bei Ausführung von Matched Principal Trading die Bestimmungen zur Vor- und Nachhandelstransparenz und zur kundengünstigsten Ausführung (Best Execution) applizierbar. Bei einem MTF gelten diese Standards entsprechend durchgängig, da dieser nicht bilateral agieren darf.⁵⁷⁸ 307

Die eingangs erwähnte Ermessensausübung bezieht sich dabei einerseits auf die Entscheidung der Auftragsplatzierung bzw. -rücknahme 308

⁵⁷⁷Erwägung 14 MiFID II.

⁵⁷⁸ Vgl. Art 24 ff. MiFID II; Art 8e BankG.

auf einem OTF (order discretion)⁵⁷⁹ und andererseits auf jene Entscheidung, ob eine spezifische Order mit jenen bereits im System befindlichen Aufträgen (zu einem bestimmten Zeitpunkt) zusammengeführt wird oder nicht (execution discretion)⁵⁸⁰. Dabei sind transparente Regeln für die Ermessensausübung erforderlich und es gelten die Anlegerschutzvorschriften bei der Auftragsausführung.⁵⁸¹

- 309 Letztlich ist zu beachten, dass OTF und Systematische Internalisierer (SI) nicht von ein und derselben juristischen Person betrieben werden. Es dürfen auch keine Verbindungen zwischen einem OTF und einem SI oder einem anderen OTF bestehen.⁵⁸²

⁵⁷⁹ Art 55n Abs 8 lit a BankV; nur sofern dies keiner Kundenweisung entgegensteht. Denkbar wäre, dass der Betreiber eines OTF eine Order teilweise auf einem Handelsplatz ausführt und die verbleibende sodann an einen anderen Handelsplatz weiterleitet oder aber es wird eine bereits platzierte Order überhaupt gesamt zurückgenommen, da auf einem anderen Handelsplatz ein besseres Ergebnis erreicht werden kann.

⁵⁸⁰ Art 55n Abs 8 lit b BankV; stehen sich bspw auf der Geldseite (bid) ein Auftrag für 1000 Stück eines Finanzinstrumentes mit zwei übereinstimmenden Ordnern auf der Briefseite (ask; offer) gegenüber, so kann ein OTF-Betreiber entscheiden, ob bzw in welchem Umfang und wie er die Order konkret bedient (auf einem MTF wären die Orderausführung hingegen ohne jegliches Ermessen organisiert). Dieser Ermessensspielraum muss dabei mit den Weisungen der Kunden und der Best Execution Policy akkordiert sein.

⁵⁸¹ Informationspflichten gemäss Art 24 MiFID II; Beurteilung der Eignung und Zweckmässigkeit nach Art 25 MiFID II; Pflicht der kundengünstigsten Auftragsausführung (Best-Execution-Pflicht) gem Art 27 MiFID II und die Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen (Art 28 MiFID II).

⁵⁸² Art 20 Abs 4 MiFID II: Art 55n Abs 6 BankV; vgl ferner Erwägung 17 der DelVO 2017/565 zur MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

2.4.4 Systematische Internalisierer (SI)

Systematische Internalisierer sind dabei Wertpapierfirmen (bzw. nationalgesetzlich auch Banken)⁵⁸³, welche in organisierter und systematischer Weise häufig und in erheblichem Umfang Handel für eigene Rechnung treiben⁵⁸⁴, wenn sie Kundenaufträge ausführen ohne ein multilaterales System zu betreiben.⁵⁸⁵ SI sind insofern marktähnliche Infrastrukturen⁵⁸⁶, allerdings nur in bilateralem Handel involviert. 310

Das Tatbestandsmerkmal des bilateralen Systems wird in der MiFID II nicht definiert und ist insofern lediglich eine negative Abgrenzung möglich. Unterschieden wird dabei nicht basierend auf den Modalitäten der Auftragsausführung, sondern anhand der Funktion, die ein Handelsplatzbetreiber einnimmt. Es wird insofern unterschieden zwischen der neutralen wie risikofreien Intermediärsposition einerseits und der bilateralen Gegenpartei, die Aufträge gegen eigene Handelspositionen ausführt andererseits. Wie ausgeführt durchbricht bereits das OTF die präzise Trennlinie der beiden Systeme. Ein Handelsplatzbetreiber, welcher Aufträge gegen eigene Positionen annehmen würde, 311

⁵⁸³ Art 3a Abs 1 Z 34 BankG.

⁵⁸⁴ Nicht als Handel für eigene Rechnung im Sinne von Art 4 Abs 1 Nr 2 MiFID II gilt es, wenn eine Wertpapierfirma sich mit dem Ziel oder der Folge, dass sie außerhalb eines Handelsplatzes de facto risikolose Back-to-Back-Geschäfte mit einem Finanzinstrument tätigt, an Zusammenführungssystemen beteiligt, die sie mit nicht der eigenen Gruppe angehörenden Unternehmen eingerichtet hat. (Art 16a der Del-VO 2017/2294 zur Änderung der Del-VO 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj).

⁵⁸⁵ Art 4 Abs 1 Z 20 MiFID II.

⁵⁸⁶ Vgl den Begriff des Ausführungsplatzes gem Art 64 Abs 1 letzter Satz MiFID II

unterläge grundsätzlich einer Interessenskollision, da die Neutralität nicht mehr gewahrt wird.

312 Der Eigenhandel bzw Handel für eigene Rechnung definiert sich unter dem MiFID-Regime als *Handel unter Einsatz des eigenen Kapitals, der zum Abschluss von Geschäften mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten führt*.⁵⁸⁷ Gemäss Anhang I Abschnitt A Nr 3 zur MiFID I und II stellt der Eigenhandel eine Wertpapierdienstleistung dar. In Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 3 zum BankG wurde der Eigenhandel – auf drei unterschiedliche Fälle abstellend – definiert wie folgt: *Handel mit Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, sofern und soweit [1. Fall] er von Banken und Wertpapierfirmen oder [2. Fall] als Market Making ausgeübt wird oder wenn [3. Fall] in organisierter und systematischer Weise häufig für eigene Rechnung ausserhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems gehandelt wird, indem ein für Dritte zugängliches System betrieben wird, das dem Abschluss von Verträgen über Finanzinstrumente dient*. Diese Definition ist dabei auf Erwägung 8 bzw Art 2 Abs 1 lit d der MiFID I zurückzuführen.

313 Die Definition im Anhang 2 Abschnitt A zum BankG wurde in Liechtenstein basierend auf der MiFID I eingeführt⁵⁸⁸ und wurde die Definition offenbar nicht mehr mit Art 3a Abs 1 Z 34 BankG harmonisiert, vergisst erstere Ausführung doch auf das Tatbestandsmerkmal des Handels in erheblichem Umfang. Art 4 Abs 1 Z 20 der MiFID II zweiter Paragraph definiert unmittelbar, dass sich „in systematischer Weise häufig“ auf die Anzahl der OTC-Geschäfte mit einem Finanzinstrument bezieht, während sich der „erhebliche Umfang“ am Prozentsatz,

⁵⁸⁷ Art 4 Abs 1 Z 6 MiFID I und II, vgl den Verweis in Art 2 Abs 1 Z 5 MiFID I.

⁵⁸⁸ LGBl 2007/261 vom 20.09.2007, in Kraft seit 01.11.2007.

den der ausserbörsliche Eigenhandel am Gesamthandelsvolumen einer Wertpapierfirma respektive am Handelsvolumen in der Europäischen Union bezogen auf ein Finanzinstrument einnimmt, bemisst.⁵⁸⁹ Die Tatbestandsmerkmale des häufigen und des systematischen Handels müssen dabei kumulativ gegeben sein.⁵⁹⁰ Eine Wertpapierfirma kann sich darüber hinaus bewusst dazu entscheiden, sich den Regeln eines systematischen Internalisierers zu unterwerfen. Werden die von der ESMA festgelegten Schwellenwerte⁵⁹¹ jedoch erreicht, um einen Status als Systematischer Internalisierer zu begründen, so sind Transparenz-, Best Execution- und Meldepflichten einzuhalten.⁵⁹² So können Akteure, welche mit Bezug auf Finanzinstrumente (Security Token) an einer DEX (decentralized Exchange) agieren und die angeführten Schwellen überschreiten, mitunter als systematische Internalisierer qualifiziert werden.⁵⁹³

Ferner muss die Tätigkeit eines systematischen Internalisierers durch Personal oder mittels eines automatisierten technischen Systems aus-

⁵⁸⁹ Vgl Referenzwerte der ESMA anhand derer eine Wertpapierfirma zu berechnen hat, ob sie den Status eines Systematischen Internalisierers erfüllt, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:42

⁵⁹⁰ Vgl BaFin Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts vom 22.03.2011, zuletzt geändert am 15.05.2018, Kapitel 1. b), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html.

⁵⁹¹ <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

⁵⁹² Vgl Art 21 Abs 3 der der Durchführungsverordnung zur MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁹³ Vgl Kapitel II.2.5.

geführt werden, welches zu diesem Zweck vorgesehen ist. Nicht erforderlich ist eine ausschliessliche Widmung des Personals zu diesem Zweck oder eine ausschliessliche Abstimmung des Systems auf diesen Zweck.⁵⁹⁴

- 315 Interessant in diesem Zusammenhang ist, dass hierbei nicht von dem technologieneutralen Systembegriff ausgegangen wird, welcher dem multilateralen System gemäss MiFID II immanent ist und der generell auf ein Regelwerk abstellt.⁵⁹⁵ Aus der Formulierung in der Durchführungsverordnung geht aber unweigerlich hervor, dass es nicht notwendig ist, dass die Wertpapierfirma dieses System selbst betreibt; nationalgesetzlich ist dies missverständlich formuliert. Hier lautet es, dass beim Eigenhandel bezogen auf systematische Internalisierer ein *für Dritte zugängliches System betrieben wird*.⁵⁹⁶ Neben allgemeinen Pflichten wie best execution⁵⁹⁷ regelt die BankV⁵⁹⁸ weitergehende Pflichten für Systematische Internalisierer. In diesem Zusammenhang müssen Systematische Internalisierer bspw Aufträge mit Bezug auf Finanzinstrumente zu jenem Kurs ausführen, welcher zum Ordereingangszeitpunkt

⁵⁹⁴ Art 21 Abs 1 lit b DVO-MiFID I (EG/1287/2006); vgl a Art 12 bis 17 der Delegiertenverordnung EU 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj, wonach in bestimmten Zeiträumen eine gewisse prozentuelle Anzahl an Geschäften ausgeführt werden muss.

⁵⁹⁵ Wohlgemerkt setzt ein Systematischer Internalisierer gerade kein multilaterales System ein.

⁵⁹⁶ Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 3 zum BankG.

⁵⁹⁷ Art 24 und 25 MiFID II iVm Art 64 Delegierte Verordnung EU 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj; vgl generell Kapitel III der DelVO bezüglich der Pflichten von Wertpapierfirmen.

⁵⁹⁸ Anhang 7.4 Abschnitt V. Bst C basierend auf Artikel 14 MiFIR.

angeboten wurde. Zudem müssen Quartalsberichte über die Ausführungsqualität erstellt werden und Referenzdaten⁵⁹⁹ über ausserbörsliche Derivate an die zuständigen Behörden übermittelt werden. Insgesamt ergibt sich, dass systematische Internalisierer zwar strengen Regularien unterworfen sind, jedoch nicht die Kaufs- und Verkaufsinteressen von Dritten zusammenführen dürfen.

Folgen der Klassifizierung als Systematischer Internalisierer sind, dass 316 eine Wertpapierfirma ihre Tätigkeit den zuständigen Behörden, in Liechtenstein der FMA, melden muss, welche die aus diesem Status erwachsenden Pflichten folglich überwacht. Es sind darüber hinaus Vorhandelstransparenzverpflichtungen sowohl für Eigenkapitalinstrumente und eigenkapitalähnliche Instrumente, als auch für Nichteigenkapitalinstrumente einzuhalten. Zudem bestehen auch Nachhandelstransparenzverpflichtungen sowie Verpflichtungen hinsichtlich der Geschäftsdurchführung.

Auch Market Maker werden im Bereich des bilateralen Handels für ei- 317 gene Rechnung tätig. Market Maker sind Person, welche an einem oder mehreren Finanzmärkten⁶⁰⁰ kontinuierlich die Bereitschaft anzeigen, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals Handel für eigene Rechnung zu von ihnen gestellten Kursen zu betreiben. Market Maker sind dabei Akteure am Finanzmarkt, welche für andere Beteiligte am Finanzmarkt perpetuierlich als Gegenpartei für Transaktionsinteressen verfügbar sind. Market Maker

⁵⁹⁹ Vgl. Art. 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj.

⁶⁰⁰ Soin börslich und/oder ausserbörslich.

fungieren in diesem Sinne als Liquiditätsgeber an einem Markt hinsichtlich bestimmter Finanzinstrumente.⁶⁰¹

2.4.5 Organisierte Handelsplätze im Überblick

318 Die angeführten Handelssysteme, MTF und OTF, dienen der Zusammenführung übereinstimmender Interessen in Bezug auf Finanzinstrumente zum Abschluss eines Vertrages (nicht zu verwechseln mit der Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge bzw dem Matched Principal Trading).⁶⁰² Die Etymologie der Begrifflichkeit des Matched Principal Trading ist darauf zurück zu führen, dass sowohl Käufer als auch Verkäufer hinsichtlich ihrer Order als Auftraggeber auftreten.

319 Das Matching bzw die Zusammenführung von Interessen in Bezug auf Finanzinstrumente setzt drei Tatbestandsmerkmale voraus: Erstes Kriterium ist, dass ein Vermittler (bspw der Betreiber eines MTF oder OTF) zwischen Käufer und Verkäufer intermediär auftritt. Dieser Vermittler ist dabei auf eine Art und Weise zwischengeschaltet, gemäss welcher er bei der Geschäftsausführung zu keinem Zeitpunkt Marktrisiken ausgesetzt ist (keine Aufträge werden ausgeführt); der Vermittler agiert sohin als risikoloser Intermediär (Risikokomponente basierend auf der multilateralen Intermediäreseigenschaft). Das zweite Wesensmerkmal stellt auf ein temporales Element ab, wonach beide Vorgänge – Kauf- und Verkauforder – gleichzeitig gegeneinander ausgeführt werden. Im Hinblick auf das dritte und letzte Tatbestandsmerkmal ist das Geschäft durch den Vermittler derart abzuschliessen, dass abgesehen von

⁶⁰¹ Art 4 Abs 1 Z 7 MiFID II; Art 3a Abs 1 Z 50 BankG.

⁶⁰² Vgl Art 4 Abs 1 Z 38 MiFID II in englischer Fassung.

einer transparent kommunizierten Provision bzw Gebühr für die Durchführung kein Gewinn bzw Verlust aus der Transaktion selbst erzielt wird (Element der Remuneration).⁶⁰³

Der Betreiber einer Plattform, auf welcher sich deckende Kundenaufträge zusammengeführt werden, muss daher über eine Bewilligung der FMA als Wertpapierfirma und für den Betrieb eines MTF und/oder OTF verfügen. Der Betrieb eines MTF und/oder OTF unterliegt einer separaten Bewilligung durch die FMA.⁶⁰⁴ Zu beachten ist, dass die Wertpapierfirma, die einen MTF betreibt, nicht auch gleichzeitig Mitglied bzw Teilnehmer an diesem MTF sein darf, um dort Eigenhandel oder Matched Principal Trading (Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge) durchzuführen. Die Wertpapierfirma kann am eigenen MTF lediglich das Agency Trading betreiben, da durch wirksame Mechanismen sichergestellt werden muss, dass es zu keinen Interessenskollisionen kommt. Da es einer Wertpapierfirma, die einen MTF betreibt, untersagt ist, gegen das eigene Buch zu handeln⁶⁰⁵, können auch keine Kundenaufträge und sohin kein Matched-Principal-Trading (Zusammenführung zweier sich deckender Kundenaufträge, welche als Auftraggeber und sohin Principal agieren) durchgeführt werden. Eine Wertpapierfirma, die einen MTF betreibt, tritt vielmehr als risikoloser Intermediär auf, welcher lediglich die Interessen, nicht jedoch Kundenaufträge, mit Bezug auf Finanzinstrumenten zusammenführt; dies führt zu Abschlüssen von Verträgen über Finanzinstrumenten,

⁶⁰³ Art 4 Abs 1 Z 38 MiFID II.

⁶⁰⁴ Art 15 iVm Anhang 2, Abschnitt A, Abs 1, Z 3 iVm Z 8 und/oder 9 BankG; Anhang 1 Abschnitt A Nr 1 lit o und p FMAG.

⁶⁰⁵ Dies würde unweigerlich auch zu Interessenskollisionen führen.

nicht jedoch zur Erfüllung solcher Verträge. Ein MTF bzw eine Wertpapierfirma, die einen solchen betreibt und Agency Broker⁶⁰⁶ (Agent) müssen entsprechend separierte Personen sein. Auf einem MTF findet sohin das Agency Trading statt. Teilnehmende Finanzintermediäre wie beispielsweise Vermögensverwalter oder Wertpapierfirmen (mit Administrationsbefugnis) treten als Auftragnehmer auf (Agent; Agency Broker). Auf einem MTF werden in der Folge die Aufträge solcher Handelsmitglieder (Auftragnehmer) zusammengeführt (buy- und sell-side).⁶⁰⁷

2.4.6 Fazit organisierte Handelsplätze

321

Aus dem bisher Gesagten ergibt sich, dass eine Bewilligung der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein für den Betrieb eines MTF bzw OTF nach Art 15 BankG notwendig ist, sofern die nachfolgenden Tatbestandsmerkmale beim künftigen Handelsplatzbetreiber kumulativ vorliegen⁶⁰⁸:

⁶⁰⁶ Agency Broker treten als Mittelmann bzw Intermediär auf, um ihre Kundenaufträge an einem Handelsplatz auszuführen. Seitens eines Agency Brokers sind die Best-Execution-Vorschriften zu beachten. Ein Agency Broker führt Kundenaufträge aus, ein Broker-Dealer betreibt den Handel mit Wertpapieren auf eigene Rechnung oder im Namen seiner Kunden.

⁶⁰⁷ Art 19 Abs 5 MiFID II; ESMA Q&A on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70-872942901-38, 02.04.2019, Abschnitt 5 und 5.1 Multilateral and bilateral systems, Q&A 1 zuletzt aktualisiert am 31.01.2017, S 35.

⁶⁰⁸ Vgl BaFin Merkblatt multilaterales Handelssystem vom 07.12.2009, zuletzt geändert am 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

- Ein System für den Handel mit Finanzinstrumenten ist Voraussetzung für einen Handelsplatz. Die Begrifflichkeit des Systems ist technologie-neutral zu verstehen und sind damit generell Regelwerke erfasst. Auch das sogenannte Voice Trading fällt beispielsweise unter den Systembegriff;
- Das System muss dabei zwingend multilateral ausgestaltet sein (Zusammenführen der Interessen mit Bezug auf Finanzinstrumente von Käufer und Verkäufer durch einen Vermittler – nicht aber die Zusammenführung sich deckender Aufträge);
- Es ist erforderlich, dass dieses System der Interessensausführung der Handelsparteien bzw letztlich dem Abschluss von Kundenaufträgen dient (gerade der Betreiber eines MTF darf jedoch nicht Geschäfte im eigenen Namen und für eigene Rechnung durchführen und hat deshalb auch keine Kunden, weshalb er auch keine Kundenaufträge im Sinne des Matched Principal Trading zusammenführen kann; auf einem MTF ist lediglich Agency Trading möglich);
- Als Konsequenz des Matchings der Interessen bzw Order von Handelsteilnehmern ist keine Möglichkeit gegeben, Geschäfte einzelfallbezogen mit bestimmten Gegenparteien einzugehen bzw die Vertragspartei auszuwählen;
- Der Vertragsschluss kommt innerhalb des Systems bzw der Plattform und nicht ausserhalb derselben zustande (der Abschluss ist dabei von der Erfüllung – dem Clearing und folglich Settlement – zu trennen). Erfolgt der Abschluss erst ausserhalb

des Systems liegt mitunter ein reines Informationssystem bzw Bulletin Board vor;⁶⁰⁹

- Letztlich muss das System für die Zusammenführung von Interessen einer Vielzahl von Handelsteilnehmern ausgelegt sein und nicht bloss den Zweck des Abschlusses einzelner Abschlussvermittlungen verfolgen. Gemäss Art 18 Abs 7 MiFID II müssen MTF oder OTF mindestens drei Mitglieder oder Nutzer haben, welche zwecks Preisbildung in Wechselwirkung treten können.

2.4.7 Nachbildung einer CCP für Utility Token und Vorteile der Blockchain

322 Das im Finanzmarktrecht häufig anzutreffende System einer zentralen Gegenpartei (Clearinghäuser) kann auch im Zusammenhang mit dem Matching von Token, welche weder Finanzinstrumente noch E-Geld darstellen („Utility Token“ oder „Commodity Token“ im Sinne von digitalen Inhalten oder virtuellen Währungen), nachgebildet werden.⁶¹⁰ Um einen nachvollziehbaren und sinnvollen Ablauf darzustellen, wird die Prämisse gebildet, dass ein Nutzer A BTC mit ETH auf einer Handelsplattform für Token erwerben möchte, während ein Nutzer B den entsprechenden Betrag in ETH mittels BTC erwerben bzw BTC gegen ETH veräussern möchte. Nachfolgend soll eine Möglichkeit aufgezeigt werden, wie ein solches Matching durchgeführt werden kann:

⁶⁰⁹ Vgl *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Rz 4.64; abhängig von der konkreten Ausgestaltung ist jedoch die Annahme und Übermittlung von Aufträgen denkbar (Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 1 zum BankG); vgl ferner Kapitel II.2.5.

⁶¹⁰ Interessant kann dies auch im Zusammenhang mit dem in Kapitel II.2.2.2 angeführten internen Token auf einer Krypto-Exchange sein.

- Nutzer A und B registrieren sich auf einer Trading Plattform für Token, welche weder Finanzinstrumente noch E-Geld repräsentieren;
- Nutzer A möchte BTC mit seinen ETH erwerben;
- Nutzer B möchte BTC (gegen ETH) verkaufen;
- In der Folge werden zwei Schritte im Gleichlauf ausgeführt:
 - Nutzer A überträgt ETH an den Betreiber der Handelsplattform für Token, wobei der Rechtsgrund der Übertragung im Erwerb von BTC vom Betreiber der Handelsplattform als zentrale Gegenpartei gemäss einer vertraglichen Abrede liegt (bspw unter Stundung für eine juristische Sekunde);
 - Nutzer B überträgt BTC an den Betreiber der Handelsplattform für Token. Rechtsgrund der Übertragung ist in diesem Fall der Verkauf der BTC an den Betreiber der Handelsplattform als zentrale Gegenpartei gemäss einer vertraglichen Vereinbarung.
- Der Betreiber der Handelsplattform für Token hat in der Folge wenigstens für eine juristische Sekunde die ETH von Nutzer A erworben und schuldet diesem dafür BTC. Gleichzeitig hat der Handelsplattformbetreiber zumindest für eine juristische Sekunde BTC vom Nutzer B erworben und hat diesem ETH zu leisten;
- Der Betreiber der Handelsplattform für Token erfüllt seine Verbindlichkeit gegenüber Nutzer A mit den von Nutzer B erworbenen BTC. Gleichzeitig erfüllt der Betreiber der Handelsplattform für Token seine Verbindlichkeit gegenüber Nutzer B mit den von Nutzer A angekauften ETH.

Der Charme der Verwendung der Blockchaintechnologie bzw von Smart Contracts für die konkrete Ausführung im obigen Sinne liegt dabei darin, dass der Betreiber der Handelsplattform für Token als zentrale Gegenpartei zwar wenigstens für eine juristische Sekunde die jeweiligen Token hält aufgrund der technologischen Voraussetzungen wird eine derartige Transaktion jedoch beinahe in Echtzeit und über einen Smart Contract automatisch ausgeführt und abgewickelt (Abschluss und Erfüllung eines Vertrages). Hierdurch entfällt das Gegenparteirisiko (Ausfallsrisiko) de facto gänzlich und bildet dies ein enormes Potential für den Finanzmarkt. Bei künftiger vollständiger Implementierung der Blockchaintechnologie könnten so auch hochregulierte Märkte wie multilaterale Handelsplätze wesentlich effizienter und ökonomischer operieren. So gesehen können die Blockchaintechnologie bzw verwandte Technologien⁶¹¹ als Vorbote der Pareto-Effizienz gesehen werden.⁶¹² Durch die distributed ledger technologies kann

⁶¹¹ Makroökonomisch betrachtet würden solche Märkte im Wettbewerb keine oder zumindest weniger Regulierung benötigen um Pareto-Effizienz zu erreichen. Auch kann eine asymmetrische Informationsverteilung bedingt durch einen Principal-Agent-Konflikt durch die technisch vorgegebene Öffentlichkeit und Transparenz der Technologie besser als mit Regulierung bekämpft werden. In den Wirtschaftswissenschaften stellt die asymmetrische Informationsverteilung eine der vier Marktversagen neben Externalitäten, Marktmacht – Monopol/Monopson und öffentlichen Gütern, dar. Die Regulierung soll dabei Marktversagen vorbeugen und entgegenwirken, ist dabei aber ein eigenständiger Kostenfaktor, weshalb die perfekte Effizienz nicht erreicht wird. Diesem Zustand könnte man sich mittels der Blockchaintechnologie annähern. Vgl diesbezüglich auch grundlegend das monitoring problem und agency costs, *Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, S 45 f.

⁶¹² Vgl hinsichtlich der Vermeidung einer überbordenden Regulierung BuA 2019/54, S 80 f.

die bestehende Regulierungsfülle zumindest teilweise durch Technologie ersetzt werden, um Marktversagen zu verhindern. *„Auf der Positivseite ist zu vermerken, dass der Wettbewerb der Fintechs mit den Universalbanken zu einer Senkung der Preise, einer Verbesserung der Produkte oder einer Steigerung der Angebotsvielfalt führt. Wettbewerbsrechtlich unschädlich ist auch der Umstand, dass auf längere Sicht beträchtliche Anteile der Erträge des standardisierten Bankgeschäfts durch Fintechs übernommen werden dürften.“*⁶¹³

Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass die Kryptomärkte bis- 324
lang wirtschaftlich betrachtet ineffiziente Märkte sind, welche Arbitrage-Handel und auch Marktmanipulation ermöglichen; hierzu ein Auszug: *„By mapping the blockchains of Bitcoin and Tether, we are able to establish that entities associated with the Bitfinex exchange use Tether to purchase Bitcoin when prices are falling. Such price supporting activities are successful, as Bitcoin prices rise following the periods of intervention. These effects are present only after negative returns and periods following the printing of Tether. Indeed, even less than 1% of extreme exchange of tether for Bitcoin has substantial aggregate price effects. [...] Overall, our findings provide substantial support for the view that price manipulation may be behind substantial distortive effects in cryptocurrencies. These findings suggest that external capital market surveillance and monitoring may be necessary to obtain a market that is truly free. More generally, our findings support the his-*

⁶¹³ Müller, Europarechtliche Aspekte von Fintechs, in *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, S 83 (S 92); wettbewerbsrechtlich betrachtet darf nicht vergessen werden, dass das Wettbewerbsrecht keinen Konkurrenzschutz bietet.

torical narrative that dubious activities are not just a by-product of price appreciation, but can substantially contribute to price distortions and capital misallocation.”⁶¹⁴

325 Das generelle Verbot des Handels von Kryptowährungen wäre dabei aber gemäss der unternehmerischen Freiheit in Art 16 der Grundrechte-Charta (GRC), der Eigentumsfreiheit nach Art 17 GRC und dem Gleichheitssatz des Art 20 GRC, welcher einen Anspruch auf Wettbewerbs- und Technologieutralität bietet, im EU-Raum und EWR grundrechtswidrig. Einzelne Einschränkungen wären aber sofern gerechtfertigt grundsätzlich zulässig (bspw aus Verbraucherschutzgründen, wofür sinngemäss bezogen auf Finanzinstrumente auch die Anlegerschutzvorschriften der MiFID II herangezogen werden können). Für den Token von Facebook „Libra“ käme allenfalls auch eine Begrenzung aufgrund einer etwaigen Gefährdung der Finanzmarktstabilität in Frage.⁶¹⁵ Problematischer scheint jedoch die wettbewerbsrechtliche Beurteilung von Libra unter Berücksichtigung des Missbrauchsverbots in Art 102 AEUV. Eine solche missbräuchliche Ausnutzung einer beherrschenden Stellung auf dem Binnenmarkt könnte konkret darin gesehen werden, dass eine beherrschende Stellung von Facebook im Bereich Social Media genutzt wird, um eine ebenso beherrschende Stellung im Bereich der Zahlungsdienste zu erlangen (Monopolisierung von Daten).

2.5 DEX als Handelsplatz und weitere Wertpapierdienstleistungen

⁶¹⁴ *Griffin/Shams, Is Bitcoin Really Un-Tethered?*, 13.06.2018, S 33, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

⁶¹⁵ Vgl bzgl Libra auch die Ausführungen zum E-Geld-Regime unter Rz 396.

Unter einer decentralized Exchange (DEX) versteht sich ein dezentraler Handelsplatz basierend auf der Distributed-Ledger- bzw Blockchain Technologie. Die Ausgestaltung ist dabei softwareseitig unterschiedlich, zumeist ist jedoch ein Matchmaking-System direkt in das dezentrale Netzwerk integriert und sehen derartige Softwaresysteme regelmäßig auch Mechanismen zum Vertragsschluss als auch zur Vertragserfüllung bezogen auf Token bzw der durch Token repräsentierten Rechte vor. Bekannte Praxisbeispiele für dezentrale Handelsplätze sind EtherDelta⁶¹⁶, IDEX⁶¹⁷, Token Store⁶¹⁸, OasisDex⁶¹⁹ oder die Stellar DEX⁶²⁰. Auf diesen Systemen können dezentral, sohin peer-to-peer (P2P) Token, welche mitunter Finanzinstrumente repräsentieren, gehandelt werden. Wesensmerkmal ist zumeist, dass sowohl Orderbuch inklusive Verwahrung (Custody), Matching, als auch Settlement on-chain – mitunter durch Utilisierung von Smart Contracts – ausgeführt werden.⁶²¹

⁶¹⁶ <https://etherdelta.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:46.

⁶¹⁷ <https://idex.market/eth/idex>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:46.

⁶¹⁸ <https://token.store/eth/portfolio>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:46.

⁶¹⁹ <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:46.; beim Oasis Protokoll wird das Orderbuch on-chain geführt und erfolgen auch Matching und Settlement on-chain, weshalb dieses Protokoll völlig dezentral ist. Oasis ist ein dezentrales P2P Swap-Protokoll, welches öffentlich ist, ohne Verwahrer auskommt (non-custodial), auf welchem Aufträge in Bezug auf ERC-20 basierende Token der Logik von permissionless (jeder hat Schreibrechte) Smart Contracts folgend ausgeführt werden.

⁶²⁰ <https://stellarterm.com/>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:46.

⁶²¹ Ausnahmen bestätigen die Regel - EtherDelta sieht beispielsweise kein Matching vor. Orderbuch und Matching werden bei IDEX off-chain geführt bzw vorgenommen.

- 327 Bezogen auf die unter Kapitel 2.4 herausgearbeiteten und insbesondere in Kapitel 2.4.6 zusammengefassten Kriterien ist das Tatbestandsmerkmal des Systems für den Handel mit Finanzinstrumenten sohin grundsätzlich erfüllt. Das technologische System einer DEX erfüllt dabei die Voraussetzungen eines Systems, ein Regelwerk abzubilden, gemäss welchem Finanzinstrumente gehandelt werden können. Ein Problem-punkt hierbei ist jedoch bereits, dass sich der Handel an organisierten Handelsplätzen gemäss dem MiFID-Regime ausschliesslich auf Finanzinstrumente bezieht. Hierin wäre auf einer DEX allerdings lediglich eine inkorrekte Umsetzung zu verorten und kann noch nicht das Vorliegen eines regulierten Handelsplatzes ausgeschlossen werden, nur weil hierauf sowohl Token gehandelt werden, welche keine Finanzinstrumente darstellen, als auch solche, welche Finanzinstrumente repräsentieren. Wenn das Regime der Handelsplätze auf eine DEX Anwendung fände, würde dies bedeuten, dass hier ausschliesslich Finanzinstrumente gehandelt werden dürften.
- 328 Das zweite sich herauskristallisierende Kriterium von organisierten Handelsplätzen, das zwingende Vorliegen von multilateralen Systemen, bereitet indessen bereits grössere Schwierigkeiten. Dies aus zweierlei Gründen: Einerseits hat eine DEX gerade keinen zentralen Intermediär, welcher das System betreibt, sondern ist das technische System quasi autark. Andererseits ist auf solchen Systemen jedenfalls der bilaterale Handel möglich, während ein multilateraler Handel nicht zwingend vorgesehen sein muss. Ist ein solches multilaterales System jedoch integriert, so wird es grundsätzlich von einer technologischen Instanz des Systems selbst ausgeführt werden. Auch die Interessensausführung der Parteien bzw der Abschluss von Kundenaufträgen durch ein

Regelwerk stellt auf einen zentralen Intermediär ab (Kunde bzw Teilnehmer), welcher in einem dezentralen Netzwerk bzw in einem Smart Contract desselben jedoch mangels Rechtssubjektivität derselben nicht gegeben ist.⁶²²

Anzumerken ist, dass obige Ausführungen grundsätzlich pauschali- 329
siert und ohne detaillierte technische Auseinandersetzung mit spezifischen dezentralisierten Plattformen erfolgen. Für eine konkrete Beurteilung sind immer die einzelfallbezogenen technischen Abläufe und Vorgänge zu analysieren. Der Sukkus ist jedoch jener, dass eine DEX keinen regulierten Handelsplatz bzw Finanzmarktakteur darstellen kann. Dies bereits aus dem Grund, dass ein regulierungsfähiges Rechts-subjekt fehlt, zumal die Technologie selbst keiner Aufsicht unterstellt werden kann. Hiervon losgelöst ist jedoch die Interaktion mit einer DEX durch zentrale Entitäten zu beurteilen. Im Zusammenhang mit Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren, können hierbei mitunter Wertpapierdienstleistungen erfüllt werden. Es ist sohin zu differenzieren zwischen einer DEX als „Backend“ und einer Schnittstelle zur DEX als „Frontend“ (auch Bulletin Board).

330

⁶²² Wohlgermerkt könnte der Betreiber einer Softwareschnittstelle (im Sinne eines Bulletin Boards) auf eine DEX auch als risikoloser Intermediär angesehen werden, welcher die Interessen Dritter mit Bezug auf bestimmte Token zusammenführt. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass regelmässig viel mehr eine reine Informationsplattform vorliegt, welche durch einen technischen Dienstleister zur Verfügung gestellt wird und dass der Abschluss (und nicht nur die Erfüllung) ausserhalb des Systems erfolgt.

Eine solche Schnittstelle im Sinne einer API⁶²³ kann sich bspw dadurch auszeichnen, dass Informationen bezogen auf Kaufs- und Verkaufsofferten von bestimmten Token auf einer Blockchain, welche Finanzinstrumente repräsentieren, in grafisch aufbereiteter Form zugänglich gemacht werden, wobei die Basisinformationen auch ohne ein Interface direkt auf der Blockchain eingesehen werden können. Eine solche Softwarebrücke kann darauf abzielen, etwaigen Benutzern die Beschaffung von Informationen bzw den Informationsaustausch bezüglich Kaufs- und Verkaufsangeboten von anderen Nutzern einer Blockchain zu erleichtern, da diese Daten in grafisch aufgearbeiteter Form dargestellt werden (Informationsplattform, „Schwarzes Brett“, „Bulletin Board“). Eine derartige Informationsplattform würde die Einsicht in als auch die Kommunikation über Transaktions-Offerten betreffend bestimmte Token auf einer Blockchain fazitätieren. Je nach Ausgestaltung der Schnittstelle ist es auch denkmöglich, dass neue Kaufs- bzw Verkaufsofferten über eine Frontend-Plattform auf einer Blockchain gelistet werden. Dementsprechend würde eine solche Softwareplattform den Benutzern die Möglichkeit bieten, Kauf- und Verkaufsangebote anderer Nutzer betreffend bestimmte Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren und aktuell auf einer Blockchain geführt werden, vereinfacht und grafisch aufgearbeitet einzusehen und auszuwerten; ausserdem könnten durch Nutzung eines solchen Interface direkt auf der Blockchain Offerten in Bezug auf tokenisierte Finanzinstrumente erstellen werden.

- 331 Sofern eine solche Plattform Kunden die Möglichkeit eröffnet, Finanzinstrumente zu handeln, da den Nutzern des Frontends die Informationsbeschaffung über tokenisierte Finanzinstrumente erleichtert wird,

⁶²³ Application Programming Interface; Programmierschnittstelle.

wodurch in weiterer Folge ein Vertragsabschluss initiiert werden kann, stellt sich die Frage, ob ein multilateraler Handelsplatz betrieben wird oder eine sonstige Wertpapierdienstleistung erbracht wird. Es kommt dabei darauf an, ob das System darauf ausgelegt ist, die Interessen von Nutzern eines solchen softwareseitigen Frontend nach bestimmten im Vorhinein festgelegten Regeln zusammenzuführen. Regelmässig wird eine derartige Plattform jedoch nicht darauf ausgerichtet sein, Agency Trading oder Matched-Principal-Trading durchzuführen. Vielmehr werden Dienstleister, die eine Softwarebrücke auf eine DEX anbieten als technischer Informationsdienstleister und Service-Provider (im Sinne von „software as a service“) für am Handel mit tokenisierten Finanzinstrumenten interessierte Personen fungieren, indem sie eine Softwareplattform mit Schwarzes-Brett-Funktion bzw ein Bulletin-Board⁶²⁴ (sohin eine reine Informationsplattform) zur Verfügung stellen.⁶²⁵

⁶²⁴ Im ESMA Report 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, Rz 92, wird hierzu angeführt, dass nationale Aufsichtsbehörden solche Vergleichsplattformen oder Bulletin Boards als grundsätzlich gänzlich unreguliert eingestuft haben, wobei eine Einzelfallprüfung vorgenommen werden muss, um etwaige bewilligungspflichtige Tätigkeiten je nach konkretem Funktionsumfang solcher Plattformen beurteilen zu können.

⁶²⁵ In der Praxis gibt es eine Vielzahl solcher Softwareplattformen, wobei im Einzelnen nicht immer einfach nachvollziehbar ist, wie diese funktionieren bzw ob ein Interface auf eine DEX vorliegt oder eine DEX selbst. Vgl hierzu das Projekt DSTOQ, welches sich die Stellar DEX zu Nutze macht – <https://dstoq.com/>; DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> und First Blockchain Security Token Exchange – Built on Stellar (XLM),

Erfolgt über eine derartige Plattform lediglich eine Namhaftmachung von Interessenten hinsichtlich des Kaufs bzw Verkaufs von tokenisierten Finanzinstrumenten und keine Möglichkeit einen Vertrag über Finanzinstrumente oder sonstigen Inhalts auf einer solchen Plattform abzuschliessen und folglich erst recht keine Pflicht einen Vertrag über die Plattform zu erfüllen, so kann auch kein multilateraler Handelsplatz wie ein MTF oder OTF oder ein sonstiger Finanzmarktakteur wie ein SI⁶²⁶ vorliegen. Ist eine solche Softwareschnittstelle derart konzipiert, dass die Nutzer freies Ermessen dahingehend ausüben können, ein bestimmtes Angebot, bezogen auf tokenisierte Finanzinstrumente anzunehmen oder nicht, oder steht es den Nutzern frei, wo sie einen etwaigen abgeschlossenen Vertrag ausführen bzw erfüllen, so erbringt der Betreiber einer solchen Softwareschnittstelle auf eine DEX lediglich eine nicht regulierte technische Dienstleistung. Entscheidend ist dabei, dass letztlich sowohl Vertragsabschluss bzw -aushandlung als auch

31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, allesamt aufgerufen am 15.09.2019, 17:57.

⁶²⁶ Auch andere Wertpapierfirmen sind denkbar; vgl Kapitel II.2.4.4. Bei systematischem und erheblichem Handel für eigene Rechnung auf einer DEX mit Token, welche Finanzinstrumente darstellen, ist zu prüfen ob ein systematischer Internalisierer vorliegt. Vgl für die Handelsschwellenwerte zur Berechnung ob ein solcher anzunehmen ist <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>. Auch ein OTC Market Maker könnte an einer DEX agieren. Zu beachten ist, dass bestimmte Finanzinstrumente jedoch einer Handlungspflicht unterliegen, vgl Kapitel II.2.4, Rz 287.

Vertragserfüllung bzw –ausführung abseits der softwareseitigen Brücke⁶²⁷ zu einer DEX, auf welcher es möglich ist tokenisierte Finanzinstrumente zu handeln, vorgenommen werden.

Eine solche Tätigkeit erfüllt keinen Tatbestand, welcher eine Bewilligung nach Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 6 bis 9 iVm Art 15 BankG 333 erfordern würde, da weder ein MTF oder OTF betrieben wird und auch keine Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung erfolgt, sofern ein technischer Dienstleistungserbringer als Betreiber eines Interface auf eine DEX keine Zusammenführung sich deckender Interessen bezogen auf tokenisierte Finanzinstrumente erbringt und folglich auch kein Clearing oder Settlement (Erfüllung) vornimmt, sondern sowohl Abschluss als auch Ausführung bilateral zwischen Käufer und Verkäufer auf einer DEX und sohin unmittelbar auf einer Blockchain erfolgen (bzw ein Smart Contract auf der Blockchain das Matching vornimmt) und demgemäss lediglich öffentlich einsehbare Informationen bzw Daten aus der Blockchain ausgewertet respektive aufbereitet werden. Auch wird kein Platzierungs- bzw Emissionsgeschäft durch den Plattformbetreiber erbracht, da kein Absatz von Finanzinstrumenten vorgenommen wird. Derartige Geschäfte stellen auf eine Veräusserung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung im Rahmen einer

⁶²⁷ Softwareplattform, -schnittstelle, -interface, -brücke, -frontend, Informationsplattform, Namhaftmachungsplattform, etc sind hier synonym verwendet für alle softwareseitigen Programme, welche einen Zugriff auf eine DEX ermöglichen, auf welcher mitunter tokenisierte Finanzinstrumente gehandelt werden können.

Platzierungsabrede ohne feste Übernahmeverpflichtung (Platzierungsgeschäft) bzw einer Emission mit Platzierungsabrede⁶²⁸ mit fester Übernahmeverpflichtung (firm commitment underwriting; Abrede auf Übernahme der ausgegebenen Finanzinstrumente in den eigenen Bestand und sohin Übernahme des Absatzrisikos; Emissionsgeschäft) ab.⁶²⁹ Jedoch könnte über ein solches Interface vor allem die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die sich auf ein oder mehrere Finanzinstrumente beziehen (Abschlussvermittlung gemäss Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 1 BankG), verwirklicht werden.

2.5.1 Abschlussvermittlung

334 Für die Wertpapierdienstleistung der Annahme und Übermittlung von Aufträgen bezogen auf Finanzinstrumente ist es wesentlich, dass ein Dienstleister die Interessen von Kunden für einen künftigen Geschäftsabschluss zusammenbringt, wobei der konkrete Geschäftsabschluss

⁶²⁸ Eine Emission ist die Ausgabe von Finanzinstrumenten an einen breiten Adressatenkreis, während sich eine Platzierung an einen begrenzten Erwerbskreis zum Absatz von Finanzinstrumenten richtet (auch Private Placement), vgl *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 33.

⁶²⁹ BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, zuletzt geändert am 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html; BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, zuletzt geändert am 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html. Sowohl Platzierungs- als auch Emissionsgeschäft stellen eine Form der Loroemission dar, da die Finanzinstrumente im fremden Namen und für fremde Rechnung im Publikum platziert werden und nicht wie bei der Nostroemission im eigenen Namen abgesetzt werden. Vgl ferner *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage, § 1, Rz 33 ff.

nach der Zusammenführung erfolgt und dabei üblicherweise ausserbörslich ausgeführt wird.⁶³⁰

Wesensmerkmal der Abschlussvermittlung ist die Vermittlung der Möglichkeit eines konkreten und nicht eines rein abstrakten Abschlusses eines Geschäftes für Kunden.⁶³¹ Die Abschlussvermittlung setzt also voraus, dass konkrete Eckdetails eines potentiellen künftigen Geschäfts vom Intermediär gegenüber seinen Kunden auf Käufer- und Verkäuferseite vermittelt werden und dass ohne eine solche Vermittlung ein Abschluss nicht erfolgen könnte. 335

Einschlägige Dienstleistungen, welche als Abschlussvermittlung subsumiert werden können, erbringt derjenige, der im Sinne eines Boten fungiert und eine Willenserklärung eines Kunden weiterleitet, mit dem Zweck, durch die Namhaftmachung die konkrete Möglichkeit eines Geschäftsabschlusses bezogen auf den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu ermöglichen. Es muss sich diesbezüglich aber jedenfalls um eine solche Willenserklärung vom Kunden handeln, welche an potentielle Vertragspartner übermittelt wird, die einen konkreten Vertragsabschluss ermöglicht.⁶³² 336

Fungiert eine Softwareschnittstelle auf eine DEX allerdings rein als Informationsplattform über bestehende Anschaffungs- bzw Veräußerungsinteressen bzw –offerten und eröffnet sich den Kunden auch ohne 337

⁶³⁰ Zahradnik in Brandl/Saria, WAG, 2. Auflage, 2018, § 3 Rz 6.

⁶³¹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2015, Rz 4/10.

⁶³² BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung vom 17.05.2011, zuletzt geändert am 13.07.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

eine derartige Informationsplattform die Möglichkeit des Vertragsschlusses und der Geschäftserfüllung, liegt keine Abschlussvermittlung vor. Dies deshalb, da durch eine bloss (grafische) Darbietung von öffentlichen Informationen bezogen auf Preisofferten von tokenisierten Finanzinstrumenten auf einer DEX zwar eine leichtere Einsehbarkeit ermöglicht werden mag, die Informationsplattform letztlich aber nicht *conditio sine qua non* für die Verfügbarmachung von konkreten Geschäftsdetails und sohin nicht kausal für die Ausführung und sohin letztlich für die Vermittlung eines konkreten Geschäftes ist, da die Angebotsinformationen über tokenisierte Finanzinstrumente auch direkt auf der Blockchain bzw der DEX eingesehen werden können, was unmittelbar zum Vertragsschluss samt Erfüllung führen kann.

- 338 Die Annahme und Übermittlung von Aufträgen erfasst wie bereits ausgeführt die Zusammenführung von Anlegern, durch welche ein Geschäftsabschluss zwischen diesen möglich gemacht wird.⁶³³ Eine Zusammenführung kann dabei nur gegeben sein, wenn sich die Geschäftsparteien andernfalls – dh ohne Zusammenführung – nicht treffen würden. Die Dienstleistung der Abschlussvermittlung muss insofern die kausale Bedingung darstellen, ohne die der Geschäftsschluss nicht erfolgt wäre. Dies wäre nur der Fall, wenn die Geschäftsofferten

⁶³³ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2. Auflage 2018, § 1 Rz 16 mit Verweis auf Erwägung 20 zur MiFID I.*

ausschliesslich über eine Softwareschnittstelle zu einer (blockchainbasierten) DEX einsehbar wären, nicht jedoch über die Blockchain selbst, auch wenn sie letztlich auf dieser ausgeführt würden. Sind Angebote auf tokenisierte Finanzinstrumente jedoch unabhängig von einer solchen Plattform ohnehin auf der Blockchain einsehbar und können sich Investoren auch ohne eine solche Plattform unmittelbar treffen und ein Geschäft schliessen, ist eine solche Plattform nicht *conditio sine qua non* für die Zusammenführung von etwaigen Geschäftspartnern und der Ermöglichung eines Geschäftsabschlusses samt Geschäftserfüllung. Folglich läge eine reine Informationsplattform vor, welche bestimmte Informationen über tokenisierte Finanzinstrumente auf einer Blockchain zugänglich macht, was keine Bewilligung gemäss Art 15 iVm Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 1 BankG erforderlich machen würde, zumal die reine Spiegelung von Informationen bzw die Darstellung ohnehin öffentlich und allgemein zugänglicher und zur Verfügung stehender Informationen keine Abschlussvermittlung darstellt.

2.5.2 Portfolioverwaltung, Anlageberatung und Finanzanalyse

Durch das Betreiben eines Interface auf eine DEX können potentiell auch weitere finanzmarktrechtlich relevante Tätigkeiten verwirklicht werden. So stellt sich die Frage, ob hierdurch eine (individuelle) Portfolioverwaltung, Anlageberatung oder Nebendienstleistungen wie Wertpapier- und Finanzanalyse bzw sonstige Formen allgemeiner Empfehlungen bezogen auf (tokenisierte) Finanzinstrumente, welche der Betreuung von Kunden dienen, verwirklicht werden.

Die Portfolioverwaltung ist dabei *die Verwaltung von Portfolios auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Mandats des*

339

340

*Kunden, sofern diese Portfolios ein oder mehrere Finanzinstrumente enthalten.*⁶³⁴ Unter Verwaltung versteht sich eine kontinuierliche Veranlagung mitsamt Monitoring von Vermögenswerten. Dies legt dabei eine gewisse Dauerhaftigkeit auf der Zeitschiene nahe. Dabei grenzt die Verwaltung von Vermögensanlagen auf Individualbasis die Portfolioverwaltung zur kollektiven Portfolioverwaltung bzw Vermögensverwaltung (Fonds) ab. Wesensmerkmal der Portfolioverwaltung ist dabei ferner, dass mittels Kundenvollmacht notwendigerweise auch ein Ermessen in der Verwaltung der Vermögenswerte zu stipulieren ist, wodurch die Grenze zur nichtdiskretionären Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden⁶³⁵ gezogen wird. Zu beachten ist diesbezüglich, dass der Portfolioverwaltung Einzelweisungen oder auch Anlagerichtlinien nicht abträglich sind.⁶³⁶

- 341 Sofern eine Softwareplattform lediglich einen technisch aufgearbeiteten Zugang zu einem ohnehin öffentlichen dezentralen Netzwerk schafft, ist hierin auch keine (individuelle) Portfolioverwaltung gemäss Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 4 zum BankG zu verorten.
- 342 Die Anlageberatung stellt *„die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative einer Vermögensverwaltungsgesellschaft, die sich auf ein Geschäft oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen“*, dar.⁶³⁷
- 343 Die Anlageberatung unterteilt sich in die zwei Aktionsradien der Beratung über bestimmte Finanzinstrumente und die Vermögensgestaltung

⁶³⁴ Art 4 Abs 1 Z 2 VVG.

⁶³⁵ Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 2 zum BankG.

⁶³⁶ Seggermann in Brandl/Saria, 2. Auflage, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

⁶³⁷ Art 4 Abs 1 Z 3 VVG.

durch Beratung bezogen auf ein konkretes Portfolio. Erfasst von der Anlageberatung sind entsprechend alle Auskünfte und Einschätzungen sowie Erwartungen betreffend Finanzinstrumente, aber auch Ratschläge hinsichtlich konkreter Handelsgeschäfte zur Förderung eines Portfolios. Für die Anlageberatung ist dabei eine individualisierte, persönliche Empfehlung erforderlich. Allgemeine Informationen über Finanzinstrumente oder generelle Markterwartungen sind in der Regel nicht als Anlageberatung zu qualifizieren, da für die Anlageberatung die persönliche Situation eines Anlegers stets Berücksichtigung finden muss. Insofern bezieht sich Anlageberatung auf bestimmte Finanzinstrumente oder bestimmte Handelsgeschäfte, welche auf die jeweilige Situation eines Kunden in geeigneter Weise zugeschnitten sein müssen, wodurch die Anlageberatung eine Individualisierung erkennen lässt. Ansonsten kann allenfalls eine Anlageempfehlung vorliegen, welche eine Wertpapiernebendienstleistung darstellt.⁶³⁸

Bezogen auf ein Interface auf eine DEX wird abhängig von der konkreten Ausgestaltung die Anlageberatung regelmässig an der Individualisierung scheitern, da ausschliesslich allgemeine Informationen, welche öffentlich zugänglich sind, über diverseste Arten von tokenisierten Finanzinstrumenten abgebildet werden, was die Anwendbarkeit von Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Z 5 zum BankG ausschliesst.⁶³⁹ 344

⁶³⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, 2. Auflage, 2018, § 1 Rz 28 ff.

⁶³⁹ Gemäss Erwägungsgrund 79 der Richtlinie 2006/73/EG (MiFID-DRL) werden Ratschläge betreffend Finanzinstrumente, welche in Zeitungen, Zeitschriften, Magazinen oder anderen Medien, welche ein breites Publikum erreichen, wie das Internet, Fernsehen oder Radio, ergehen, nicht als eine personalisierte Empfehlung gesehen, wie es die Anlageberatung erfordert, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

- 345 Abstellend auf diese Ausführungen betreffend die Anlageberatung ist letztlich noch die Nebendienstleistung der Anlageempfehlung betreffend Geschäfte mit Finanzinstrumenten bzw Wertpapier- und Finanzanalyse nach Anhang 2 Abschnitt B Z 5 BankG näher zu beleuchten.⁶⁴⁰
- 346 In Österreich wurde die Definition der Anlageempfehlung um die Begrifflichkeiten „Erstellung“, „Verbreitung“ oder „Weitergabe“ ergänzt. Hierbei handelt es sich allerdings lediglich um eine sprachliche Konkretisierung des Norminhaltes, damit klargestellt wird, dass dieser verhindert, dass jegliche Art der Kommunikation bezogen auf Finanzinstrumente eine Anlageempfehlung im Sinne einer Nebendienstleistung darstellt.⁶⁴¹
- 347 Die Erstellung einer Anlageempfehlung bedeutet, dass diese inhaltlich ausgearbeitet oder aber bedeutsam bearbeitet wurde. Verbreitung stellt auf die beabsichtigte oder tatsächliche Zurverfügungstellung einer Anlageempfehlung an eine Menge an Personen, die unterhalb der Öffentlichkeitsdefinition liegt, ab. Unter dem letzten der drei Kriterien, der Weitergabe, versteht sich eine Kommunikation beliebiger Art und Weise, mit welcher einem Dritten eine fremde Information beigebracht wird.⁶⁴²
- 348 Wiederum werden alle drei Kriterien bei einem Interface auf eine DEX, an welcher tokenisierte Finanzinstrumente gehandelt werden können, je nach konkreter Ausgestaltung auszuschliessen sein. Die Erstellung ist zu verneinen, da eine Offerte bereits auf der DEX selbst gelistet wird und ein Abbild dieser Angebotsinformation für sich genommen ohne

⁶⁴⁰ Art 3 Abs 1 lit b Z 1 VVG.

⁶⁴¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage § 1 Rz 49.

⁶⁴² *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2. Auflage § 1 Rz 49.

weitere inhaltliche Veränderung oder einer konkreten Empfehlung keine Erstellung einer Anlageempfehlung darzustellen vermag. Liegt schon keine Anlageempfehlung vor, kann diese auch gar nicht verbreitet oder weitergegeben werden, wobei dies bei einer an sich öffentlichen Information ohnehin denkunmöglich ist. Insofern wird auch eine Anlageempfehlung nach Anhang 2 Abschnitt B Z 5 zum BankG regelmässig auszuschliessen sein.

2.5.3 Fazit Frontend und Backend einer DEX, Market Making und SI

Eine DEX versteht sich als ein dezentraler Handelsplatz, auf welchem mitunter Order mit Bezug auf tokenisierte Finanzinstrumente peer-to-peer auf der Blockchain platziert, abgeschlossen und erfüllt werden. Regelmässig wird sowohl Orderbuch inklusive Verwahrung (Custody), Matching, als auch Settlement on-chain ausgeführt – zumeist völlig automatisiert durch Smart Contracts.

Hierauf abstellend ist eine DEX ein System für den Handel mit Finanzinstrumenten und sieht dieses System ein konkretes Regelwerk vor, gemäss welchem die tokenisierten Finanzinstrumente gehandelt werden können. Eine DEX ist jedoch nicht als organisierter Handelsplatz wie ein MTF oder OTF einzustufen, da es aufgrund der Dezentralität eines solchen Handelsplatzes an einem regulierungsfähigen Rechtssubjekt, einem Betreiber, fehlt. Darüber hinaus findet häufig auch lediglich ein bilateraler und kein multilateraler Handel auf einer DEX statt; der

ansonsten risikolose Intermediär wird durch eine technologische Instanz ersetzt. Eine DEX ist folglich nicht als bewilligungspflichtiger Handelsplatz zu betrachten.

- 351 Während eine solche DEX technisch gesehen das Backend darstellt, gibt es auch Softwareschnittstellen bzw Interfaces, welche ein Frontend zu einer DEX darstellen und den Zugriff auf Informationen von dieser ermöglichen. So können über ein derartiges Interface typischerweise ohnehin öffentlich erhältliche Informationen über Token und Order auf einer DEX grafisch aufgearbeitet eingesehen werden. Diese Schnittstellen werden oftmals auch als Bulletin Board oder schwarzes Brett bezeichnet und stellen ein Informationssystem dar, was eine unregulierte technische Dienstleistung darstellen kann, selbst wenn Token auf der DEX gehandelt werden, welche Finanzinstrumente darstellen. Wesentlich hierfür ist, dass Vertragsabschluss und Vertragserfüllung unmittelbar auf der DEX erfolgen und nicht auf dem Interface.⁶⁴³

⁶⁴³ Sofern eine Softwareschnittstelle lediglich die Betrachtung und Kommunikation hinsichtlich Transaktions-Offerten über spezifische Token auf einer Blockchain ermöglicht, wird nach liechtensteinischem Recht keine bewilligungspflichtige Tätigkeit erbracht; dies auch dann nicht, wenn neue Kauf- bzw Verkauforder über ein solches Interface direkt auf der Blockchain platziert werden können – vorausgesetzt der Betreiber einer solchen Informationsplattform ist nicht in die Zusammenführung und Abwicklung (Matching, Clearing und Settlement) sich deckender Kauf- bzw Verkaufsinteressen eingebunden. Das Betreiben eines Systems, das nicht dafür ausgelegt ist, Interessen von Benutzern nach bestimmten und vorab festgelegten Regeln zusammenzuführen, sondern lediglich als technischer Informations- und Service Provider für am Handel mit Finanzinstrumenten interessierten Personen – sohin als reine Informationsschnittstelle – konzipiert ist und die Schnittstelle folglich nur eine Namhaftmachung von Personen, welche am Kauf bzw Verkauf von Finanzinstrumenten interessiert sind, ermöglicht, ist finanzmarktrechtlich nicht reguliert.

Dabei stellt sich jedoch insbesondere die Frage, ob der Betreiber einer solchen Schnittstelle eine Abschlussvermittlung in Bezug auf tokenisierte Finanzinstrumente vornimmt. Ist eine Informationsplattform jedoch so konzipiert, dass nur eine grafische Aufarbeitung von öffentlich zugänglichen Informationen bezogen auf Token und Order über Token⁶⁴⁴, welche Finanzinstrumente repräsentieren, ergeht, so ist ein solches Frontend nicht *conditio sine qua non* für die Verfügbarmachung von konkreten Geschäftsdetails; ein Abschluss ist aufgrund der öffentlich einsehbaren Informationen auch ohne ein solches Informationssystem möglich und werden keine konkreten Geschäfte vermittelt.

352

2.5.4 TVTG und DEX

Im BuA 2019/54 zum TVTG finden in Zusammenhang mit den Abänderungen des SPG die *decentralized exchanges* (DEX) Erwähnung.⁶⁴⁵ Der diesbezügliche Art 2 Abs 1 lit *z^{quater}* SPG idF BuA 2019/54 bzw lit *z^{ter}* idF BuA 2019/93 erfasst Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen bzw Token nach dem TVTG. Nicht erfasst werden sollen explizit Betreiber von Schnittstellen, die die Nutzung einer DEX für technische Laien *fazilitiert*, indem Informationen über bestimmte Token und Offerten in Bezug auf solche Token grafisch aufbereitet auf einer Website dargestellt werden (Bulletin Boards). Es geht unzweifelhaft hervor, dass es sich bei dieser Bestimmung im SPG um einen *Aufgangtatbestand* handeln soll. Die rechtlichen Auswirkungen in der Praxis bleiben abzuwarten, jedoch scheint diese Bestimmung bereits vor Inkrafttreten des TVTG *totes Recht* darzustellen.

353

⁶⁴⁴ Zumeist bieten Betreiber eines Interfaces auch die Möglichkeit, dass ein Nutzer neue Order direkt auf der DEX erstellen kann.

⁶⁴⁵ BuA 2019/54, S 305.

354 Dies deshalb, da unklar bleibt, welche Sachverhalte letztlich erfasst sein sollen. Der Wechsel von gesetzlichen Zahlungsmitteln gegen Token, sowie Token gegen andere Token wird bereits vom VT-Wechseldienstleister nach Art 2 Abs 1 lit r TVTG⁶⁴⁶ erfasst. Das Bulletin Board soll von der Bestimmung des Art 2 Abs 1 lit z^{quater} SPG idF BuA 2019/54 bzw lit z^{ter} idF BuA 2019/93 ausdrücklich nicht erfasst werden, kann aber von der Rolle des VT-Preisdienstleister gem Art 2 Abs 1 lit t TVTG idF BuA 2019/54 bzw Art 2 Abs 1 lit s TVTG idF BuA 2019/93 erfasst sein.

355 Der VT-Preisdienstleister veröffentlicht aktuelle aggregierte Preisinformationen von Token. Die Regierung bezieht sich auf einen Plattformbetreiber, dessen Plattform wie ein schwarzes Brett funktioniert, und führt aus, dass diese mitunter auf VT-Preisdienstleister oder VT-Wechseldienstleister zurückgreifen müssen.⁶⁴⁷ Die VT-Preisdienstleister sind sohin teilweise vergleichbar mit den Datenbereitstellungsdiensten unter MiFID II und MiFIR.⁶⁴⁸ Ein Bulletin Board oder schwarzes Brett, welches auf eine DEX zugreift, muss aber nicht zwangsläufig als VT-Preisdienstleister registriert werden. Ein solcher stellt Nutzern von VT-Systemen nämlich aggregierte Preisinformationen, sohin den durchschnittlichen Verkaufs- respektive Ankaufspreis „*der auf einem VT-System abgeschlossenen Transaktionen hinsichtlich Token*“⁶⁴⁹ auf Basis von Kauf- und Verkaufsangeboten oder abgeschlossenen Transaktionen zur Verfügung.

356

⁶⁴⁶ IdF BuA 2019/54.

⁶⁴⁷ BuA 2019/54, S 162.

⁶⁴⁸ Vgl Kapitel II.2.5.6.

⁶⁴⁹ BuA 2019/54, S 162.

Ein Bulletin Board spiegelt jedoch primär Informationen aus der Blockchain bezogen auf bestimmte Token und bestimmte Order wider und sind hierin keine aggregierten Preisinformationen im Sinne der durchschnittlichen Preise von auf einem VT-System abgeschlossenen Transaktionen zu erkennen. Sofern lediglich Informationen über spezifische Offerten einer DEX abgebildet werden, wird hierdurch gerade kein Durchschnittspreis und sohin keine aggregierte Preisinformation zur Verfügung gestellt. Es bleibt einem Betreiber eines Bulletin Boards selbstredend offen, auch derartige Dienste anzubieten und wäre ein solcher folglich als VT-Preisdienstleister bei der FMA zu registrieren.⁶⁵⁰

Zurückkommend auf die Betreiber einer Handelsplattform für virtuelle Währungen bzw Token nach Art 2 Abs 1 lit z^{quater} SPG idF BuA 2019/54 bzw lit z^{ter} idF BuA 2019/93 ist festzuhalten, dass selbst wenn dieser Betreiber die Token nicht gegen das eigene Buch wechselt, sondern bspw über Auftrag diese bei Dritten beschafft, ein solcher Sachverhalt über den VT-Token-Verwahrer bzw VT-Schlüssel-Verwahrer⁶⁵¹ erfasst wird, da ein solcher Akteur bei Ausführung der entsprechenden Transaktion zumindest für eine juristische Sekunde⁶⁵² zwingend den Token oder VT-Schlüssel innehaben wird. Genau diese Geschäftsbereiche soll Art 2 Abs 1 lit z^{quater} SPG idF BuA 2019/54 bzw lit z^{ter} idF BuA 2019/93 jedoch gemäss dem Bericht und Antrag erfassen. Dies scheint dabei redundant, sind registrierungspflichtige VT-Dienstleister, welche genau solche Geschäftsmodelle wie ausgeführt abdecken nach Art 2 Abs 1 lit

⁶⁵⁰ Art 2 Abs 1 lit k und lit t iVm Art 11 Abs 1 und Art 12 Abs 1 iVm Art 23 TVTG idF BuA 2019/54.

⁶⁵¹ Art 2 Abs 1 lit n und o TVTG idF BuA 2019/54.

⁶⁵² Vgl Ausführungen zu Krypto-Exchanges unter dem VT-Wechseldienstleister im BuA 2019/54, S 158 ff, im besonderen S 160 letzter Absatz.

l und n bis r TVTG idF BuA 2019/54 bzw lit k und m bis q TVTG idF BuA 2019/93 doch ohnehin sorgfaltspflichtig.⁶⁵³ Welche Tätigkeit sonst noch gemeint sein könnte, erhellt sich selbst bei Lichte besehen nicht, wird doch zudem ausgeführt, dass die Tätigkeit eines Handelsplattformbetreibers für virtuelle Währungen bzw Token über eine blosser Vermittlungstätigkeit ohne Einbezug in die Zahlungsflüsse hinauszugehen hat.⁶⁵⁴

2.5.5 Fazit Bulletin Board und DEX als VT-Preisdienstleister?

358

Die Regierung führt in BuA 2019/54 auf Seite 160 aus, dass Betreiber von Schnittstellen bzw Informationssystemen, welche auf eine DEX zugreifen und Informationen über Token bzw Order, welche auf dieser gelistet sind, in aufgearbeiteter Form darstellen, aggregierte Preisinformationen zur Verfügung stellen. Während dies der Fall sein kann, ist dies nicht zwingend. Ein Betreiber eines solchen Bulletin Boards, das öffentliche Informationen von einer DEX bezieht und widerspiegelt, stellt Informationen aus der Blockchain bezogen auf bestimmte Token und bestimmte Order wider, welche bilateral abgeschlossen werden können. Dieses Vorgehen stellt kein Zurverfügungstellen aggregierter Preisinformationen im Sinne der durchschnittlichen Preise von auf einem VT-System abgeschlossenen Transaktionen dar, sondern werden

⁶⁵³ Sprich VT-Token-Verwahrer, VT-Schlüssel-Verwahrer und VT-Wechseldienstleister (vgl Art 3 Abs 1 lit r SPG idF BuA 2019/93).

⁶⁵⁴ Auch die Ausführungen im BuA 2019/54 S 304, zur Zurechnung eines Smart Contracts zum Handelsplattformbetreiber überzeugen nicht, da hierdurch regelmässig keine technische Kontroll- oder Einflussmöglichkeit auf die Transaktionsabwicklung geschaffen wird, da ein Smart Contract ein autonomes Gefüge in einer dezentralen Blockchain darstellt, welches durch jeden angesteuert werden kann.

konkrete Preise von konkreten Verkaufs- oder Kaufangeboten wiedergegeben. Sollten jedoch nicht nur (Preis)Informationen über spezifische Angebote auf einer DEX grafisch aufgearbeitet werden, sondern tatsächlich Durchschnittspreise dargestellt werden, so kann ein VT-Dienstleister vorliegen, welcher bei der FMA zu registrieren ist.

Das SPG idF BuA 2019/54 erfasst Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen bzw Token nach dem TVTG als Sorgfaltspflichtige. Selbst wenn dies nur als reiner Auffangtatbestand zu sehen ist, bleibt unklar, welche Rollen hierunter subsumiert werden sollen. Erfasst werden sollen Personen, die Handelsplattformen betreiben, über welche ein Umtausch von virtuellen Währungen gegen gesetzliche Zahlungsmittel, andere virtuelle Währungen oder Token möglich ist. Die Wechseltätigkeit gegen das eigene Buch wird dabei bereits von der Tätigkeit eines VT-Wechseldienstleisters erfasst. Erfolgt ein Erwerb oder eine Veräusserung von Token im Rahmen eines Bevollmächtigungsvertrages, so führt die Regierung selbst aus, dass hierbei gesetzlich vermutet wird, dass wenigstens für eine juristische Sekunde Token oder auch private Keys durch den Auftragnehmer verwahrt bzw verwaltet werden⁶⁵⁵, weshalb diese Tätigkeit durch den VT-Token-Verwahrer respektive VT-Schlüssel-Verwahrer erfasst wird. In der Folge scheint nur mehr wenig Raum für den Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen bzw Token zu bleiben. Die Terminologie „Handelsplattform“ liesse auf multilateral konzipierte Geschäfte schliessen, jedoch führt das Gesetz aus, dass die Tätigkeit „über eine

⁶⁵⁵ BuA 2019/54, S 160.

*blosse Vermittlungstätigkeit ohne Einbezug in die Zahlungsflüsse*⁶⁵⁶ hinausgehen muss. Kommt es jedoch zu einem matched principal trading, agiert der Betreiber einer solchen Plattform einerseits gegen das eigene Buch und führt andererseits Kundenaufträge aus. Auch in diesem Fall wird gewährleistet, dass derartige Geschäfte nur ein VT-Dienstleister durchführen kann. Die praktische Bedeutung dieser Bestimmung im SPG scheint insofern überschaubar.

2.5.6 Datenbereitstellungsdienste und Bulletin Boards

360

Die MiFID II sieht neben den Wertpapierfirmen und regulierten Märkten noch Datenbereitstellungsdienste⁶⁵⁷ vor, welche dem Reporting-Segment zuzurechnen sind (Data Reporting Service Provider).⁶⁵⁸ Unter MiFID II gibt es genehmigte Veröffentlichungssysteme⁶⁵⁹, Bereitsteller konsolidierter Datenticker⁶⁶⁰ und genehmigte Meldemechanismen.⁶⁶¹ Bei diesen Datenbereitstellungsdiensten wird grundsätzlich zwischen Transaction Reporting und Trade Reporting unterschieden. Beim

⁶⁵⁶ Art 2 Abs 1 lit z quater SPG idF BuA 2019/54.

⁶⁵⁷ Die Kosten der Bewilligung eines Datenbereitstellungsdienstes bei der FMA betragen CHF 30'000.00 (Anhang 1 Abschnitt A Nr 1 lit q zum FMAG). Die jährliche Aufsichtsabgabe beläuft sich auf mindestens CHF 20'000.00 und maximal CHF 150'000.00 (Anhang 2 Titel I Abschnitt I zum FMAG).

⁶⁵⁸ Art 4 Abs 1 Nr 63 MiFID II; Art 3a Abs 1 Z 46 bis 49 BankG.

⁶⁵⁹ Approved publication arrangement oder APA; Art 4 Abs 1 Nr 52 MiFID II.

⁶⁶⁰ Consolidated tape provider oder CTP; Art 4 Abs 1 Nr 53 MiFID II. Vergleicht man die englische Fassung mit der deutschen Version der MiFID II, fällt auf, dass es in der angeführten Bestimmung zu einem Übersetzungsfehler kam. Die APAs (genehmigte Veröffentlichungssysteme) wurden hier fälschlicherweise als „APS“ übersetzt.

⁶⁶¹ Approved reporting mechanism oder ARM; Art 4 Abs 1 Nr 54 MiFID II.

Transaction Reporting werden Informationen über Geschäfte mit Finanzinstrumenten an die nationale Aufsichtsbehörde weitergeleitet, um die Marktüberwachung zu ermöglichen und Unregelmässigkeiten oder auffälliges Trading frühzeitig zu erkennen.⁶⁶² Beim Trade Reporting werden hingegen Informationen über Wertpapiergeschäfte veröffentlicht und sohin anderen Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt.⁶⁶³ Dies soll einer asymmetrischen Informationsverteilung entgegenwirken und es zudem möglich machen, den besten Handelsort zur Orderausführung ausfindig zu machen.

Das Verfahren zur Zulassung ist für alle Datenbereitstellungsdienste 361 dasselbe.⁶⁶⁴ Ein APA ist dabei mandatorisch für Wertpapierfirmen und systematische Internalisierer, die für eigene Rechnung oder im Namen von Kunden Geschäfte mit Finanzinstrumenten, welche an Handelsplätzen gehandelt werden, ausführen. Nach Art 20 und 21 MiFIR sind verpflichtend Volumen, Kurs und Abschlusszeitpunkt von Geschäften mit bestimmten Finanzinstrumenten im Rahmen der Handelstransparenz zu veröffentlichen. Ein Softwareprovider, welcher ein Interface zu einer DEX anbietet, auf welcher auch Security Token gehandelt werden, veröffentlicht zwar, sofern Informationen von der Blockchain aufgearbeitet und dargestellt werden, mitunter auch Handelsinformationen bezogen auf Finanzinstrumente, allerdings nicht von Banken, Wertpapierfirmen oder Vermögensverwaltungsgesellschaften. Denk-

⁶⁶² Meldung von Einzelheiten zu Geschäften an die zuständigen Behörden (Aspekt des Reportings).

⁶⁶³ Veröffentlichung von Handelsauskünften (Aspekt des Publikmachens).

⁶⁶⁴ Art 59 ff MiFID II.

bar wäre dies höchstens, wenn ein systematischer Internalisierer auf einer DEX auftritt. In einem solchen Fall müsste dieser aber sicherstellen, dass er über einen Anschluss an einen zugelassenen APA verfügt.

- 362 Aus diesem Grund ist ein Betreiber einer Schnittstelle zu einer DEX⁶⁶⁵ auch kein CTP, da ein solcher Daten in einem Live-Datenstrom, über welchen Preis- und Handelsdatenvolumen eines Finanzinstrumentes abrufbar sind, konsolidiert. Die Handelsauskünfte beziehen sich dabei aber ausschliesslich auf Daten über bestimmte Finanzinstrumente auf geregelten Märkten, MTF, OTF und genehmigten Veröffentlichungssystemen.⁶⁶⁶ Eine dezentrale Exchange, auf welcher mitunter Token gehandelt werden, welche Finanzinstrumente darstellen, stellt keinen derartigen Handelsplatz oder Datenbereitstellungsdienst dar, weshalb auch die Bestimmung zum CTP nicht für ein solches Bulletin Board bzw eine Informationsplattform, welches auf eine blockchainbasierte DEX zugreift, einschlägig ist.
- 363 Es haben von einem solchen Service Betreiber einer Schnittstelle auf eine DEX auch keine Meldungen an die nationale Aufsichtsbehörde oder ESMA zu ergehen, weshalb dieser auch keinen ARM darstellen kann.

⁶⁶⁵ Vgl zu den Bulletin Boards oder einem softwarebasierten schwarzen Brett Kapitel II.2.5.

⁶⁶⁶ In Art 4 Abs 1 Nr 53 MiFID II fälschlicherweise übersetzt als "APS".

2.6 Prospektrechtliche Erwägungen

Das liechtensteinische Wertpapierprospektgesetz (WPPG)⁶⁶⁷ setzte bis 364
21.07.2019 die Prospekt-Richtlinie⁶⁶⁸ betreffend die Erstellung eines
Wertpapierprospekts für das öffentliche Angebot von Wertpapieren⁶⁶⁹
oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt, in
nationales Recht um.⁶⁷⁰ Seit 21.07.2019 findet dabei die Prospekt-Ver-
ordnung⁶⁷¹ auch im EWR und sohin für Liechtenstein zur Gänze unmit-
telbar Anwendung und löst die Prospekt-Richtlinie ab.⁶⁷² Die Umset-
zung erfolgte im EWR-Wertpapierprospekt-Durchführungsgesetz.⁶⁷³
Der Schwerpunkt der Verordnung liegt neben der Erleichterung im Be-
reich der Prospekterstellung auf den Ausnahmen von der Erstellung
eines Prospektes. Emissionen im Gesamtgegenwert von unter EUR 1
Million binnen zwölf Monaten dürfen in keinem EU- bzw EWR-Staat

⁶⁶⁷ LGBI 2007.196; fälschlicherweise und wohl auf einem redaktionellen Versehen beruhend wird bspw in Art 1a Abs 2 lit b BankV nach wie vor auf das WPPG anstatt auf die Prospekt-VO 2017/1129 und das EWR-WPPDG verwiesen.

⁶⁶⁸ Richtlinie 2003/71/EU, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

⁶⁶⁹ Der Wertpapierbegriff stellt insbesondere auf übertragbare Wertpapiere und sohin auf die Finanzinstrumente gemäss Anhang 2 Abschnitt C zum BankG ab; vgl Art 3 Abs 1 lit a WPPG, LGBI 2007,196.

⁶⁷⁰ Art 2 Abs 1 WPPG, LGBI 2007.196.

⁶⁷¹ Verordnung 2017/1129, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

⁶⁷² Beschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses/Joint Committee Decision (JCD) 84/2019 vom 29.03.2019; vgl BuA 2019/36, S 6; zu beachten sind auch die beiden delegierten Verordnungen zur Prospekt-VO EU/2019/979, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj und EU/2019/980, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

⁶⁷³ EWR-WPPDG, LGBI 2019.159.

eine Prospektpflicht erfordern. Liechtenstein macht von der Möglichkeit – welche die Verordnung bietet – Gebrauch und setzt den nationalen Schwellenwert, unterhalb welchen kein Prospekt erforderlich ist, auf EUR 8 Millionen innerhalb eines Zeitraumes von 12 Monaten.⁶⁷⁴

2.6.1 Wertpapierbegriff und öffentliches Angebot

365 Gemäss Art 1 Abs 1 iVm Art 3 Abs 1 Prospekt-VO ist für das öffentliche Angebot von Wertpapieren, sowie deren Zulassung zum Handel an einem in der EU oder im EWR befindlichen geregelten Markt ein Wertpapierprospekt zu erstellen. Wertpapiere in diesem Sinne sind gemäss Art 2 lit a Prospekt-VO übertragbare Wertpapiere im Sinne des Art 4 Abs 1 Nr 44 MiFID II.⁶⁷⁵ Das liechtensteinische EWR-WPPDG und auch die Prospekt-VO erfassen wie auch das ehemalige österreichische KMG⁶⁷⁶ bzw das KMG 2019⁶⁷⁷ keine Einladungen zur Angebotslegung (invitatio ad offerendum).⁶⁷⁸

⁶⁷⁴ BuA 2019/36, S 8; Art 3 lit b EWR-WPPDG.

⁶⁷⁵ Mit Ausnahme von Zahlungs- bzw Geldmarktinstrumenten nach Art 4 Abs 1 Nr 17 MiFID II mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten. Vgl die Finanzinstrumente unter Anhang 2 Abschnitt C Nr 1 zum BankG.

⁶⁷⁶ § 1 Abs 1 Z 1 KMG BGBl. Nr. 625/1991 idF vom 02.01.2018.

⁶⁷⁷ BGBl. I Nr. 62/2019; § 1 Abs 1 Z 1 KMG 2019.

⁶⁷⁸ Vgl *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 8 mwN, wonach zwar grundsätzlich auch die Einladung zur Angebotslegung bzw auch Wissensmitteilungen, welchen eine Veräusserungsabsicht immanent ist, vom Begriff des öffentlichen Angebots erfasst sein können, dies jedoch unter Verweis auf die legifizierte Wendung „Einladung zur Zeichnung“ auszuschliessen ist, sind doch zur Zeichnung auch die konkreten Zeichnungsbedingungen erforderlich. Das Vorliegen einer konkreten Verkaufsabsicht als ausreichendes Kriterium eines öffentlichen Angebotes wurde in der herrschenden österreichischen Lehre kritisch gewürdigt und abgelehnt. Einem potentiellen Anleger müssen in einer

Aus Anlegerschutzgründen ist der Begriff des Wertpapiers weit auszu-
legen.⁶⁷⁹ Essentiell ist, dass es sich um handelbare und sohin um ver- 366
tretbare bzw fungible „Urkunden“⁶⁸⁰ handelt, welche „in großer Zahl
und mit gleichem Inhalt“⁶⁸¹ ausgestaltet und folglich ausgegeben werden,
sodass Investoren jeweils idente Rechte ohne jegliche Individualisie-
rung erwerben.⁶⁸²

Der Wertpapierbegriff der Prospekt-VO stellt sohin massgeblich auf 367
die drei Kriterien der Standardisierung, Übertragung und Handelbar-
keit ab.⁶⁸³ Insbesondere vinkulierte Namensaktien, sind dementspre-
chend mangels Übertragbarkeit nicht als übertragbare Wertpapiere

Mitteilung bezogen auf ein übertragbares Wertpapier zumindest die essentialia
negotii zugehen. Dies deckt sich dabei auch mit dem Gesetzeswortlaut, kann
es doch ohne die notwendigen Vertragsinhalte nicht zur Zeichnung und folg-
lich auch nicht zur Einladung zur Zeichnung von übertragbaren Wertpapieren
kommen – vgl diesbezüglich *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz
6 f mwN.

⁶⁷⁹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 1. Auflage, § 1 Rz 40; *Zivny*, KMG, Kurzkom-
mentar, 2. Auflage, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

⁶⁸⁰ Auch ohne Verbriefung kann ein Wertpapier bzw Wertrecht im Sinne der
übertragbaren Wertpapiere vorliegen. Dies ergibt sich bereits daraus, dass auch
für die Zulassung von übertragbaren Wertpapieren an einem geregelten Markt
ein Wertpapierprospekt zu erstellen und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde
zu billigen ist. Denn nach Art 3 Abs 1 CSDR sind Wertpapiere, welche an Han-
delsplätzen zugelassen sind – spätestens ab 2023 bzw 2025 – durch Buchungen
im Effektengiro zu erfassen. Das Abstellen auf einen Urkundenbegriff scheint
folglich unpräzise. Vgl zur Dematerialisierung bereits *Zivny*, KMG, Kurzkom-
mentar, 2. Auflage, § 1 Rz 69 mwN.

⁶⁸¹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 61.

⁶⁸² *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 61.

⁶⁸³ Vgl Kapitel II.2.3.1.

und sohin Finanzinstrumente einzustufen. Nicht zwingend ist dies hingegen der Fall bei Lock-up-Vereinbarungen.⁶⁸⁴

- 368 Ein öffentliches Angebot zeichnet sich dabei durch eine Mitteilung an einen unbestimmten Personenkreis⁶⁸⁵ – mithin das Publikum – aus. Eine solche Mitteilung kann auf jede Art und Weise und in jeder Form ausgestaltet sein, sofern genügend Informationen über die Bedingungen der Emission sowie die auszugebenden Finanzinstrumente vorliegen, um es einem etwaigen Investor zu ermöglichen, ein informiertes Urteil darüber zu fällen, ob die jeweiligen übertragbaren Wertpapiere erworben respektive gezeichnet werden sollen (Investitionsentscheid); dies gilt auch bei der Platzierung von Wertpapieren durch einen Finanzintermediär.⁶⁸⁶ An den Publikumsbegriff werden dabei keine besonderen Anforderungen gestellt. So entspricht nach Ansicht der BaFin auch ein Angebot, welches lediglich an einen bestimmten Personenkreis – wie Mitarbeiter oder bestimmte Berufsgruppen – adressiert ist, als öffentliches Angebot.⁶⁸⁷ Nach österreichischer Ansicht muss sich eine Mitteilung (mitsamt ausreichenden Informationen über die Ausgabebedingungen) hingegen an einen grundsätzlich unbeschränkten Adressatenkreis richten, um das Publikumselement zu erfüllen.⁶⁸⁸

⁶⁸⁴ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN; ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectuses 23rd updated version – 15 December 2015, Question 67, S 51 f.

⁶⁸⁵ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 18; Mitteilung an die Öffentlichkeit.

⁶⁸⁶ Art 2 lit d Prospekt-VO.

⁶⁸⁷ Vgl BaFin, Prospektspflicht, 01.11.2013, zuletzt geändert am 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektspflicht/prospektspflicht_node.html.

⁶⁸⁸ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 18.

Das Tatbestandsmerkmal des öffentlichen Angebots setzt sich sohin neben dem Element der Öffentlichkeit bzw des Publikums aus einer Mitteilung zusammen, welche ausreichend Informationen zur Emission aufweisen muss. Der Mitteilungsbegriff ist dabei bereits per gesetzlicher Vorgabe sehr extensiv auszulegen und umfasst jegliche Art der Kommunikation. Es ist beim öffentlichen Angebot aber grundsätzlich auf einen marktrechtlichen Begriff abzustellen. Demnach ist von einem öffentlichen Angebot auszugehen, sofern potentielle Investoren zielgerichtet adressiert werden und ihnen hierbei die wesentlichen Vertragsinhalte, wie insbesondere die Vertragspartei und Emittentin, Art des ausgegebenen Finanzproduktes, Laufzeit (sofern zutreffend), konkreter Preis und Zeichnungsmöglichkeiten sowie allenfalls die ISIN⁶⁸⁹, kommuniziert werden. Können Anleger in Folge der Mitteilung die übertragbaren Wertpapiere selber zeichnen oder ein Angebot zur Zeichnung stellen oder den Auftrag zum Erwerb geben, ist von einer Mitteilung, welche ein öffentliches Angebot begründet, auszugehen.⁶⁹⁰ 369

Dieses Begriffsverständnis des öffentlichen Angebots gilt ferner auch für die Platzierung (mit oder ohne fester Übernahmeverpflichtung) von Wertpapieren durch Dritte.⁶⁹¹ Der Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospektes unterliegt derjenige, der die Wertpapiere durch Ausgabe öffentlich anbietet (Nostroemission bzw Eigenemission aber auch 370

⁶⁸⁹ International Securities Identification Number.

⁶⁹⁰ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 7; vgl auch BuA 2007/38, S 27.

⁶⁹¹ Auch Anbieter in einem Secondary Offering werden erfasst.

eine Loroemission bzw Fremdemission).⁶⁹² Auch diejenige Person, welche letztlich die Zulassung von übertragbaren Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt beantragt, ist Adressat der Prospektpflicht.⁶⁹³

- 371 Nicht als Mitteilung im Sinne eines öffentlichen Angebotes zählen Informationen und Kurseingaben in Handels- und Ordersystemen sowie Informationen in Informationssystemen oder die Tätigkeit als Market Maker.⁶⁹⁴
- 372 Unter diesem Aspekt werden Softwareschnittstellen zu einer DEX⁶⁹⁵ im Regelfall – sofern lediglich Informationen bezüglich Token oder Order auf der Blockchain mit Bezug zu Finanzinstrumenten aufgearbeitet dargestellt werden – als Informationssystem zu werten sein, was keine Prospektpflicht nach sich zieht. Ein solches Interface kann sohin wie ausgeführt nach liechtensteinischem Recht grundsätzlich finanzmarktrechtlich weitestgehend unreguliert ausgestaltet werden. Jedoch müssen die Security Token, über welche im Frontend Informationen wiedergegeben werden, auch in das Backend, sohin die DEX auf der Blockchain gespeist werden.

⁶⁹² Ein Underwriting (on a firm commitment basis) oder eine Platzierung (without a firm commitment basis) von Finanzinstrumenten stellen allerdings Wertpapierdienstleistungen nach Anhang 2 Abschnitt A Abs 1 Nr 6 bzw 7 zum BankG dar.

⁶⁹³ Art 3 Abs 3 Prospekt-VO; dies muss nicht gleichzeitig die Emittentin sein (bspw Lead-Manager). Umfasst ist dabei nicht die Zulassung zum Handel von Finanzinstrumenten an einem MTF oder OTF. Die Zulassung zum Handel an einem MTF oder OTF wird allerdings regelmässig auch ein öffentliches Angebot darstellen.

⁶⁹⁴ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 13.

⁶⁹⁵ Vgl Kapitel II.2.5.

Hierbei wird es auf die konkrete Tätigkeit ankommen. Unter Verweis auf obige Ausführung zur Tätigkeit eines Market Makers ist auszuführen, dass dies keine Prospektpflicht mit sich zieht. Abseits von handelspflichtigen Finanzinstrumenten können OTC-Market-Maker und systematische Internalisierer an einer DEX auftreten und Geschäfte mit Token, welche Finanzinstrumente repräsentieren, abschliessen.⁶⁹⁶ Das bilaterale Auftreten und der Handel gegen eigene Rechnung auf einer DEX – unabhängig davon, ob dies durch oben angeführte Finanzmarktakteure oder durch unregulierte Unternehmen⁶⁹⁷ erfolgt – schliessen sohin das Vorliegen einer Mitteilung und folglich eines öffentlichen Angebotes im Sinne der Prospekt-VO aus und ist für diese Tätigkeit folglich kein Wertpapierprospekt zu erstellen.

373

Werden hingegen keine Geschäfte mit Bezug auf Token, welche Finanzinstrumente darstellen, gegen eigene Rechnung durchgeführt, sondern werden derartige Token auf einer DEX angeboten, welche an sich öffentlich⁶⁹⁸ ist, ist es erforderlich ein Wertpapierprospekt zu erstellen

374

⁶⁹⁶ Vgl Kapitel II.2.4, insbesondere Rz 287 und Kapitel II.2.5, insbesondere Rz 332.

⁶⁹⁷ Wenn bei der Tätigkeit eines bewilligten Market Makers kein öffentliches Angebot vorliegt, muss dies im Umkehrschluss auch für bilaterales Handeln gegen eigene Rechnung auf nicht-kontinuierlicher Basis von nichtregulierten Unternehmen der Fall sein.

⁶⁹⁸ Eine Einschränkung des Adressatenkreises könnte jedoch technisch direkt im Token implementiert werden, welche in der Folge die Öffentlichkeit bzw allenfalls auch die Übertragbarkeit am Kapitalmarkt ausschliessen kann.

und zu billigen⁶⁹⁹, sofern keine Ausnahme greift. Hierbei entsteht potentiell das Problem, dass es über eine DEX zu einem globalen öffentlichen Angebot mit einem globalen Adressatenkreis kommt, es hierfür jedoch keine entsprechenden jurisdiktionenübergreifenden Regelungen gibt.⁷⁰⁰ Diese Problematik ist dabei nicht neu, sondern existiert seit Einzug des Internets.⁷⁰¹ Letztlich ist in Zusammenhang mit tokenisierten Finanzinstrumenten insbesondere auch das Erfordernis der Verständlichkeit von Wertpapierprospekten zu beachten.⁷⁰²

2.6.2 Ausnahmen der Prospektspflicht

375 Ein öffentliches Angebot von Wertpapieren unterliegt dann keiner Pflicht zur Veröffentlichung eines gebilligten Prospektes gemäss Art 3

⁶⁹⁹ Die FMA billigt den Prospekt nur und wird dieser nicht bewilligt bzw. genehmigt, da die FMA lediglich die Formalia des Prospekts, nicht aber dessen Inhalt überprüft. Die Gebühr der FMA für die Billigung eines Prospektes beträgt CHF 5'000.00 (Anhang 1 Abschnitt C Nr 3 lit a zum FMAG)

⁷⁰⁰ Theoretisch könnte zumindest die Teilnahme bzw. Zeichnung aus bestimmten Jurisdiktionen technologisch ausgeschlossen werden.

⁷⁰¹ Vgl die Ausführungen der BaFin, Prospektspflicht - Rechtslage seit dem 21.07.2019, zuletzt geändert am 05.08.2019, Abschnitt II, Punkt 4.

⁷⁰² Art 37 und 40 der DelVO 2019/980; vgl BaFin Merkblatt Prüfung von Wertpapierprospekten auf Verständlichkeit, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099 und BaFin Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003.

Abs 1 der Prospekt-VO, wenn ein solches Angebot nicht der Notifizierung nach Art 25 der Prospekt-VO unterliegt⁷⁰³, oder aber wenn der Gesamtgegenwert eines öffentlichen Angebots im EWR über einen Zeitraum von zwölf Monaten EUR 8 Millionen oder den entsprechenden Gegenwert in Schweizer Franken nicht übersteigt.⁷⁰⁴ Dieser Schwellenwert ist gemäss Erwägung 13 der Prospektverordnung dahingehend variabel, dass er in den einzelnen Mitgliedstaaten der EU bzw des EWR zwischen EUR 1 Million und EUR 8 Millionen festgelegt werden kann. Unterhalb eines Gesamtgegenwertes von EUR 1 Million in 12 Monaten bei einem öffentlichen Angebot in der EU bzw im EWR ist jedenfalls kein Prospekt erforderlich.⁷⁰⁵

Weitere Ausnahmen der Prospektspflicht werden in Art 1 Abs 2 bis Abs 376
5 Prospekt-VO stipuliert. Die wichtigsten Ausnahmen in Bezug auf öffentliche Angebote gemäss Art 1 Abs 4 Prospekt-VO sind die nachfolgenden:

⁷⁰³ Dies ist zB bei Vermögensanlagen nach deutschem Recht oder Veranlagungen nach österreichischem Recht der Fall. Gemeint sind hier generell Wertpapiere, deren öffentliches Angebot einer nationalgesetzlichen Informationsveröffentlichungspflicht unterliegt, obwohl diese Wertpapiere keine übertragbaren Wertpapiere und sohin Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II darstellen, sondern nur von einem nationalen Gesetzgeber als Anlageprodukt eingestuft werden.

⁷⁰⁴ Dabei bezieht sich der Grenzwert von EUR 8 Millionen in 12 Monaten nur auf Liechtenstein, und können in anderen Jurisdiktionen bereits ab EUR 1 Million in 12 Monaten gewisse Wertpapierinformationsblätter oder auch ein formeller Prospekt gefordert werden.

⁷⁰⁵ Art 1 Abs 3 Prospekt-VO.

- Ein öffentliches Angebot von übertragbaren Wertpapieren, welches sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger⁷⁰⁶ richtet (Art 1 Abs 4 lit a Prospekt-VO);
- Ein Wertpapierangebot, welches sich in jedem Mitgliedstaat an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger richtet (Art 1 Abs 4 lit b Prospekt-VO);
- Ein Wertpapierangebot mit einer Mindeststückelung oder einem Mindestinvestment von EUR 100'000 (Art 1 Abs 4 lit c und d Prospekt-VO);

Anzumerken ist, dass bei Geltendmachung einer dieser Ausnahmen nicht mehr vom EU-Passporting-System Gebrauch gemacht werden kann.⁷⁰⁷

2.6.3 Fazit Akteure an einer DEX und Prospektpflicht

377

Eine Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospektes entsteht bei öffentlichem Angebot von übertragbaren Wertpapieren (Nostro- oder Loroemission) oder Zulassung von übertragbaren Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt, sofern keine Ausnahme greift;

⁷⁰⁶ Die Beurteilung, ob ein Anleger professionell oder nicht-professionell ist, hat die Emittentin gemäss Anhang 1 zum VVG (Anhang II zur MiFID II) durchzuführen. Es erfolgt grundsätzlich eine Unterteilung in geeignete Gegenparteien bzw institutionelle Anleger, professionelle Anleger und nicht-professionelle Anleger. Die professionellen Anleger werden untergliedert in geborene professionelle Mitglieder (Finanzinstitute bzw Finanzintermediäre) und gekorene professionelle Mitglieder (nicht-professionelle Anleger, welche bei Erfüllen bestimmter Kriterien auf Antrag als professionelle Kunden behandelt werden können; sogenanntes opt-in). Professionelle Anleger und selbst Finanzinstitute können dabei durch ein opt-out als nicht-professionelle Kunden behandelt werden.

⁷⁰⁷ Vgl Erwägung 13 der Prospekt-VO.

nicht erfasst ist jedoch die Zulassung zum Handel an einem MTF oder OTF. Das öffentliche Angebot setzt voraus, dass das Angebot in einer Mitteilung dem Publikum unterbreitet wird.

Dabei gelten bspw Informationen und Kurseingaben in Handels- und Ordersystemen, Daten in Informationssystemen oder die Tätigkeit eines Market Makers nicht als Mitteilung, welche für ein öffentliches Angebot erforderlich wäre. 378

Informationssysteme (Frontend), welche Informationen einer DEX (Backend) in Bezug auf Token und einzelne Order über Token, welche mitunter Finanzinstrumente repräsentieren, aufarbeiten und wiedergeben, lösen mangels öffentlichen Angebots von übertragbaren Wertpapieren keine Prospektspflicht aus. Vielmehr stellt sich jedoch die Frage, wie solche Security Token überhaupt auf eine DEX kommen und ob hier allenfalls bereits ein öffentliches Angebot vorliegt. Diesfalls besteht das Problem, dass über die DEX, sofern dies nicht technisch ausgeschlossen wird, eine globale Emission erfolgt, es jedoch keine globalen Vorschriften über öffentliche Angebote von Finanzinstrumenten und Wertpapierprospekten gibt. 379

In einer Platzierung von übertragbaren Wertpapieren (in Form von Token) an einer DEX wird aber, sofern die essentialia negotii mitgeteilt werden und kein Ausnahmetatbestand einschlägig ist, ein öffentliches Angebot zu sehen sein und ist folglich ein Prospekt erforderlich. 380

Auf einer DEX, an der Security Token gehandelt werden, können grundsätzlich (OTC-)Market-Maker und systematische Internalisierer als Finanzmarktakteure auftreten. Wie ausgeführt stellt deren Tätigkeit 381

kein öffentliches Angebot dar und zieht sie folglich auch keine Prospektspflicht mit sich, da diese für Liquidität am Kapitalmarkt sorgen, indem sie kontinuierlich bzw systematisch und in erheblichem Umfang Eigenhandel mit Finanzinstrumenten betreiben. In einem solchen bilateralen Handel gegen das eigene Buch bzw auf eigenen Namen, gegen eigene Rechnung ist jedoch keine Mitteilung von Angebotsbedingungen über Finanzinstrumente an die Öffentlichkeit zu erkennen. Zu berücksichtigen sind dabei die für Wertpapierfirmen geltenden Handelspflichten in Bezug auf Aktientitel und bestimmte Derivate gemäss Art 23 und Art 28 MiFIR.

2.7 Stablecoins und E-Geld

382 Der Begriff Stablecoin stellt keine Legaldefinition dar, Stablecoins zeichnen sich jedoch dadurch aus, dass sie an unterschiedliche Vermögenswerte geknüpft werden („asset-backed“; „currency-pegged“) und durch diese hinterlegten Werte der Volatilität weitestgehend entzogen werden. Gerade durch die Anbindung solcher Coins bzw Token an gesetzliche Währungen erfüllen diese mitunter eine zahlungsmittelstellvertretende Funktion. In diesem Zusammenhang stellt sich stets die Frage, ob Stablecoins E-Geld darstellen.⁷⁰⁸

383 Abseits der E-Geld-Thematik können Stablecoins abhängig von ihrer konkreten Ausgestaltung auch (Waren-)Derivate darstellen. Denkbar wäre bspw ein Token, welcher sich am Goldpreis orientiert. Hierbei würde wie bei Derivatkontrakten üblich der preisrelevante Zeitpunkt

⁷⁰⁸ Vgl Kapitel II.2.2.2.

des Vertragsschlusses und der wertrelevante Zeitpunkt der Vertragserfüllung bzw -realisierung auseinanderfallen und sich der Wert vom Basiswert (Goldpreis) ableiten.⁷⁰⁹

Ferner denkbar wäre, dass ein dinglicher Anspruch im Sinne des Herausgabeanspruchs als Ausfluss des Eigentumsvollrechtes äquivalent einem zivilrechtlichen bzw handelsrechtlichen Warenpapier in einem Token abgebildet wird.⁷¹⁰ Um beim Beispiel von Gold zu bleiben, könnte der (dingliche) Herausgabeanspruch an einem spezifischen Stück Gold (im Sinne einer Speziesschuld) tokenisiert werden. Ein derartiger Token wäre aufsichtsrechtlich in Liechtenstein nicht als Finanzinstrument erfasst.⁷¹¹ 384

Zurückkommend auf E-Geld ist abschliessend darauf hinzuweisen, dass beim Rücktausch von E-Geld nur äusserst eingeschränkt Entgelte verlangt werden können.⁷¹² Prinzipiell ist auf Verlangen eines Kunden und E-Geld-Inhabers der entsprechende Geldbetrag des von ihm gehaltenen E-Geldes jederzeit (omnitemporale Komponente) zum Nennwert zu erstatten. Darüber hinaus sind die Rücktauschkonditionen, inklusive allfälliger Entgeltansprüche, eindeutig und transparent vertraglich festzuhalten.⁷¹³ 385

⁷⁰⁹ Vgl die Ausführungen unter Kapitel II.2.3.3 bzgl Derivatgeschäften; vgl ferner zur Tokenisierung vom Eigentumsrecht an Sachen Titel I. Kapitel I.1.2, wodurch kein Finanzinstrument begründet wird.

⁷¹⁰ Aufgrund der Dematerialisierung und sohin des mangelnden Elements der Körperlichkeit wohl ein „Warenrecht“ bzw Vermögensrecht dinglicher Natur.

⁷¹¹ Vgl weiterführend Titel I. Kapitel I.1.2, wonach dennoch eine „Quasi-Standardisierung“ bspw durch eine Verwahrungsabrede erreicht werden kann.

⁷¹² Wie zB in Form von Gebühren oder anderen Vorteilen; Art 44 EGG.

⁷¹³ Erwägung 18 der E-Geld-RL; vgl auch II.2.7.6 mit weiteren Hinweisen.

2.7.1 E-Geld-Gesetz - Anwendungsbereich

386 Der Anwendungsbereich des E-Geldgesetzes (EGG) erstreckt sich auf die gewerbsmässige Ausgabe von E-Geld durch E-Geld-Emittenten.⁷¹⁴ E-Geld Emittenten sind dabei insbesondere Kredit- und E-Geld-Institute.⁷¹⁵ Erfasst sind hiervon Kreditinstitute im Sinne der CRD IV⁷¹⁶ einschliesslich Zweigniederlassungen von Drittlandunternehmen innerhalb der europäischen Union – im Einklang mit dem jeweiligen nationalen Recht⁷¹⁷ – als auch sogenannte freigestellte juristische Personen (wie bspw besondere E-Geld-Institute nach Art 30 EGG).⁷¹⁸ Anders

⁷¹⁴ Art 2 Abs 1 EGG; Art 1 Abs 1 E-Geld-Richtlinie 2009/110/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

⁷¹⁵ Art 3 Abs 1 lit c EGG; das Mindestkapital von E-Geld-Instituten beträgt EUR 350'000.00 oder den Gegenwert in CHF (Art 8 Abs 2 EGG). Die Bewilligungsgebühr bei der FMA für E-Geld-Institute beträgt CHF 30'000.00 gemäss Anhang 1 Abschnitt A Nr 1 lit g FMAG. Die Aufsichtsabgabe für E-Geld-Institute beträgt mindestens CHF 20'000.00 und maximal CHF 120'000.00 pro Jahr (Anhang 2 Teil I Abschnitt C Nr 1 und 5 FMAG).

⁷¹⁶ Der ursprüngliche Verweis bezieht sich auf die Vorgängerregulierung der CRD IV, die Richtlinie 2006/48/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj>; vgl Art 1 Abs 1 lit a E-Geld-RL.

⁷¹⁷ Art 1 Abs 1 lit a E-Geld-RL iVm Art 38 und Art 4 Abs 3 der CRD III.

⁷¹⁸ Vgl Art 2 Nr 3 iVm Art 1 Abs 3 E-Geld-RL. Die Regelung über Zweigstellen von in Drittstaaten ansässigen Unternehmen wurde dabei sowohl im EGG (Art 28 EGG) als auch im BankG (Art 30p bis 30r BankG) aufgehoben. Damit soll klargestellt werden, dass Zweigstellen von Drittstaaten in Liechtenstein einer eigenständigen Rechtssubjektivität (anders als dies bei Zweigstellen der Fall war) und Bewilligung bedürfen. Vgl hierzu BuA 2018/98, S 83 f.

als in Österreich müssen weitere Tätigkeiten eines E-Geld-Institutes nach Art 5 Abs 2 EGG nicht explizit durch die liechtensteinische FMA im Verwaltungsbotschaft über die Bewilligung erfasst werden.⁷¹⁹

Auch E-Geld-Institute samt deren Drittlandunternehmen zählen 387
grundsätzlich als E-Geld-Emittenten im Sinne der E-Geld-Richtlinie.⁷²⁰
Hierbei ist zu berücksichtigen, dass Drittlandunternehmen im Einklang mit dem einzelstaatlichen Recht etabliert werden müssen. Nationalgesetzlich wurde der Bezug zu Drittländern bislang in Art 28 EGG⁷²¹ geregelt. Nach den Ausführungen im Bericht und Antrag der Regierung zur Einführung eines Gesetzes über die Einlagensicherung und Anlegerentschädigung bei Banken und Wertpapierfirmen (EAG) wurden diese Bestimmungen hinsichtlich der Drittlandbeziehungen gleichauf mit jenen Vorschriften über Drittlandfirmen in den Art 30p bis 30r BankG⁷²² aufgehoben.⁷²³

⁷¹⁹ Vgl §3 Abs 3 öEGG „Weiters dürfen E-Geld-Institute folgende Tätigkeiten ausüben, soweit ihre Zulassung sie dazu berechtigt.“; kritisch zu dieser Norm Miczajka, Erfordernis und Umfang der Konzession in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, S 70 (S 73 f); zudem können auch weitere Geschäftstätigkeiten erbracht werden (Art 5 Abs 2 lit e EGG; § 3 Abs 3 Z 5 öEGG; Art 6 Abs 1 lit e E-Geld-RL) – wie dies in der Praxis konkret funktionieren soll, bleibt ungewiss – *ibid*, S 70 (S 77). Denkbar wäre eine Umsetzung mittels strenger organisatorischer Trennung ähnlich wie bei einer Wertpapierfirma, die einen MTF betreibt, über welchen Security Token, die Finanzinstrumente darstellen, gehandelt werden können und zudem Handel mit unregulierten Token anbietet (vgl Kapitel II.2.4.1, FN 571)

⁷²⁰ Art 1 Abs 1 lit b iVm Art 2 Nr 1 und 3 iVm Art 8 E-Geld-RL.

⁷²¹ IdF LGBl 2011.151.

⁷²² IdF LGBl 2011.243.

⁷²³ BuA 2019/13, S 100 f und BuA 2018/98 S 84 aE; EGG idF LGBl 2019.106; BankG idF LGBl 2019.105.

388 Dies soll nach Ansicht der Regierung eine Rechtsbereinigung darstellen, da Zweigstellen aus Drittstaaten nach bisheriger ständiger Praxis nicht etabliert wurden, sondern eigenständige Unternehmensstrukturen in der EU bzw im EWR inkorporiert und folglich bewilligt werden.⁷²⁴ Dies soll darüber hinaus klarstellen, dass Zweigstellen nur mittels autonomer Bewilligung und sohin eigener Rechtssubjektivität umgesetzt werden können. Folglich wird auch das Manko im Zusammenhang mit Zweigstellen von in Drittstaaten ansässiger Unternehmen behoben, wonach diese nicht vom Europass-System bzw der Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit profitieren konnten.⁷²⁵

389 E-Geld-Emittenten bzw -Institute unterliegen dabei anders als CRR-Institute nicht dem gesellschaftsrechtlichen Formzwang als eine Aktiengesellschaft oder Societas Europaea (SE)⁷²⁶ gegründet werden zu müssen und können entsprechend auch in anderen Rechtsformen etabliert werden. Die BaFin vertritt dabei die Rechtsansicht, dass nach dortiger Terminologie die zentrale Stelle bzw ein Betreiber eines E-Geld-Geschäftes auch „*natürliche Personen, Personengesellschaften oder sonstige Personenmehrheiten, [...] juristische Personen oder körperschaftliche Strukturen ohne Rechtsfähigkeit sein*“ können.⁷²⁷ Nach liechtensteinischem

⁷²⁴ Da eigene Bewilligungsträger auch Zugang zum Passporting-System haben, anders als dies bei Zweigstellen ohne Rechtssubjektivität der Fall ist.

⁷²⁵ BuA 2018/98 S 83 f; vgl hinsichtlich der rechtlichen Unselbständigkeit von Zweigstellen deren Definition in Art 3 Abs 1 Z 16 CRD IV iVm Art 4 Abs 1 Nr 17 CRR.

⁷²⁶ Art 18 BankG.

⁷²⁷ BaFin Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) vom 22.12.2011, zuletzt geändert am 29.11.2017, Kapitel 4 lit a sublit bb, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

Recht muss ein E-Geld-Institut und folglich eine E-Geld-Emittentin eine juristische Person sein (Art 3 Abs 1 lit a und c EGG).

Der sachliche Anwendungsbereich der E-Geld-Richtlinie bezieht sich 390
sohin auf die Ausgabe von E-Geld, während der persönliche Anwendungsbereich auf E-Geld-Emittenten abstellt, wodurch sich letztlich de facto ein örtlicher Geltungsbereich ergibt, wonach E-Geld-Emittenten nur im EWR bzw in der EU existieren und bewilligt werden können. Dabei ist zu beachten, dass bei Vertrieb von E-Geld über Verkaufsstellen, welche im Namen der E-Geld-Emittentin auftreten, der Vertrag zwischen einem Kunden und der Emittentin abgeschlossen wird und nicht zwischen dem Kunden und einer Verkaufsstelle.⁷²⁸ Eine Ausgabe ist nach Art 14 Abs 2 EGG auch E-Geld-Emittenten vorbehalten. Eine Umgehung des E-Geld-Regimes durch Ausgabe eines monetären Wertes in einem Drittstaat, welcher diese monetären Werte über eine Verkaufsstelle in einem EWR- oder EU-Mitgliedstaat vertreibt, ist sohin nicht möglich.

2.7.2 Fazit örtlicher Geltungsbereich des E-Geld-Regimes

Die E-Geld-Richtlinie wie auch die nationale Umsetzung im E-Geldgesetz erfassen betreffend den sachlichen Anwendungsbereich die gewerbsmässige Ausgabe von E-Geld. Der persönliche Anwendungsbereich erstreckt sich dabei auf E-Geld-Emittenten, welche die Ausgabe von E-Geld vornehmen. E-Geld Emittenten sind dabei insbesondere CRR-Kredit- und E-Geld-Institute. Aus diesem persönlichen Anwendungsbereich ergibt sich implizit ein örtlicher Anwendungsbereich. Da 391

⁷²⁸ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Geld in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, Rz 52 (S 30 f).

derartige Institute nur im EU-Raum bzw EWR inkorporiert und bewilligt werden können, ist eine Ausgabe von E-Geld in ausländischen Jurisdiktionen, welchen das E-Geld-Regime unbekannt ist, nicht möglich.

392 Wird sohin ein Token ausgegeben, welcher E-Geld repräsentieren würde, sofern er in der EU oder im EWR emittiert worden wäre, stellt dieser kein E-Geld dar, vorausgesetzt, die Emittentin hat ihren Sitz in einem Drittstaat, welcher kein E-Geld kennt und führt dort die Ausgabe durch. Beispiel für einen solchen E-Geld-Token, welcher mangels Ausgabe in der EU bzw im EWR kein E-Geld darstellt, jedoch wie E-Geld zu behandeln wäre, wenn er in einem Mitgliedstaat ausgegeben worden wäre, ist Tether.⁷²⁹ Der Vertrieb eines solchen Token durch einen Dritten (nicht aber eine Verkaufsstelle, welche im Namen der Emittentin auftritt) im EWR oder EU-Raum eröffnet in der Folge nicht den Anwendungsbereich des E-Geld-Regimes bzw ist auch nicht als Zahlungsdienst zu sehen, da sich der sachliche Anwendungsbereich wie ausgeführt auf die Ausgabe von E-Geld beschränkt und bei Ausgabe eines derartigen monetären Wertes in Form einer Forderung gegen einen Emittenten in einem Drittstaat von vornherein kein E-Geld vorliegen kann. Zu prüfen wäre aber in der jeweiligen ausländischen Jurisdiktion aufgrund der Verwandtschaft des E-Geld-Geschäftes mit dem Einlagengeschäft, ob ein eben solches Einlagengeschäft verwirklicht wird, oder ob allenfalls eine Anleihe bzw eine sonstige Schuldverschreibung ausgegeben wird.

2.7.3 Token als E-Geld, Wallets und bestimmte Zahlungskonten für E-Geld

⁷²⁹ Vgl Kapitel II.2.7.6 im Detail.

E-Geld beinhaltet sechs Tatbestandsmerkmale, welche zwingend kumulativ vorliegen müssen, um E-Geld zu begründen.⁷³⁰ Unter E-Geld versteht sich gemäss E-Geldgesetz ein (i) elektronisch oder magnetisch gespeicherter (ii) monetärer Wert, welcher in einer (iii) Forderung gegenüber dem E-Geld-Emittenten abgebildet wird, die (iv) gegen Zahlung eines Geldbetrages⁷³¹ ausgestellt wird, um damit (v) Zahlungsvorgänge (im Sinne des Zahlungsdienstegesetzes; ZDG) auszuführen und

⁷³⁰ EBA Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

⁷³¹ In der englischen Sprachfassung des Art 2 Abs 2 E-Geld-RL wird der Begriff „funds“ für Geldbeträge verwendet (issued on receipt of funds), welcher weiter ausgelegt werden könnte als der deutsche Begriff „Geldbeträge“. Doch auch der Begriff „funds“ ist eng im Sinne von Geldmitteln auszulegen und nicht weit im Sinne von Finanzmitteln oder Vermögenswerten. Dies ergibt sich auch aus Erwägung 18 der E-Geld-RL, gemäss welcher E-Geld stets zum Nennwert zurückzutauschen ist; vgl ferner das Urteil des EFTA-Gerichtshofes vom 30.05.2018 in der Rechtssache E-9/17 zwischen der Edmund Falkenhahn AG und der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, Rz 27 – „Einem E-Geld-Emittenten ist es daher untersagt, den Wert einer E-Geld-Einheit von einer anderen Bezugsgrösse, wie etwa einer Unze Gold, als dem Nennwert der zugrunde gelegten gesetzlichen Währung abhängig zu machen.“ Dies ergibt sich für Liechtenstein auch aus Art 3 Abs 3 lit a BankG, wonach lediglich per gesetzlicher Fiktion kein Einlagengeschäft vorliegt, wenn der entgegengenommene Geldbetrag unmittelbar gegen E-Geld eingetauscht wird; liegt jedoch kein Einlagengeschäft vor, kann in der Folge auch nie ein E-Geld-Geschäft vorliegen. Dass die Rücktauschbarkeit von E-Geld tatbildlich ist und sich diese Forderung nur auf gesetzliche Zahlungsmittel und E-Geld selbst beziehen kann, ergibt sich im Übrigen eindeutig daraus, dass Einlagen unbedingt rückzahlbare Gelder darstellen und E-Geld per gesetzlicher Fiktion keine Einlage darstellt, sofern der entgegengenommene Geldbetrag unmittelbar gegen einen elektronisch gespeicherten monetären Wert (E-Geld) eingetauscht wird.

der auch von (vi) anderen natürlichen oder juristischen Personen als dem E-Geld-Emittenten angenommen wird.⁷³²

- 394 E-Geld dient dabei primär Zahlungs- und nicht Sparzwecken. Durch die Annahme von Geldern im Zuge der Ausgabe von E-Geld liegt also per gesetzlicher Fiktion kein Einlagengeschäft vor.⁷³³ E-Geldinstituten ist es ferner untersagt, Kredite aus Geldern oder Zinsen auf Gelder zu gewähren, die sie im Zusammenhang mit der Ausgabe von E-Geld erhalten haben.⁷³⁴
- 395 Einigen Kryptowährungen ist es allerdings immanent, dass sie durch sogenanntes Mining erzeugt bzw geschürft und nicht von einer zentralen Entität ausgegeben werden. Sofern kein zentraler Emittent besteht, kann ein solcher auch keine Forderung ausstellen bzw sich mittels einer solchen verpflichten.⁷³⁵ Kryptowährungen wie beispielsweise Bitcoin

⁷³² Art 3 Abs 1 lit b EGG; Anm: Die römischen Numeralien in den Parenthesen dienen der Verdeutlichung der einzelnen Tatbestandsmerkmale; vgl EBA Report, Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 09.01.2019, S 13

⁷³³ Vgl Art 3 Abs 3 lit a BankG und Erwägung 13 der E-Geld-RL; vgl weiterführend Kapitel II.2.2.2 – das Einlagengeschäft kann auch bei Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes vom E-Geld-Geschäft nicht mehr aufleben, da diesfalls dogmatisch betrachtet weiterhin – wenn auch „unbewilligtes“ – E-Geld vorliegt.

⁷³⁴ Erwägung 13 der E-Geld-RL; Zinsen können jedoch gewährt werden, wenn dies losgelöst von einer Haltedauer ausbedungen wurde. Darüber hinaus ist es gemäss Art 18 Abs 4 lit b PSD II auch möglich, dass Zahlungsinstitute kurzfristige Kredite, die in zwölf Monaten zurückzuzahlen sind, ausstellen.

⁷³⁵ 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”*.

und Ether sind insofern auch nicht als E-Geld zu klassifizieren, da kein E-Geld-Emittent existiert, gegen welchen sich eine Forderung – repräsentiert in einem magnetischen oder elektronischen monetären Wert – richten könnte. Dies deckt sich mit der Ansicht der EBA⁷³⁶, welche Kryptowährungen grundsätzlich – zwar aus wohl verfehlten Gründen, aber immerhin⁷³⁷ – nicht als mit herkömmlichen Zahlungsdiensten bzw generell EU-Finanzmarkt-Regularien vergleichbar hält.⁷³⁸

Darüber hinaus stellen Kryptowährungen wie BTC oder ETH aber generell keine Forderungen dar, sondern als „token of value“ eine eigenständige Wertmarke im Sinne von digitalen Inhalten als Handelsware (Daten bzw Software) und mithin virtuelle Währungen. Token wie Bitcoin oder Ether würden folglich selbst bei zentraler Emission kein E-Geld darstellen, solange diese keine Forderung gegenüber der Emittentin repräsentieren. Diese Ansicht hat *Mersch*, Mitglied des Direktoriums der EZB, in einer Rede in Zusammenhang mit dem Token „Libra“ von Facebook vor der EZB vertreten: „*The first challenge concerns Libra’s fundamental legal nature. The choice is, essentially, whether to treat Libra as e-money, as a financial instrument or as a virtual currency. Libra does not appear to qualify as e-money, as it does not embody a claim of its holders against the Libra Association.*“⁷³⁹ Token können zwar Forderungen und folglich

⁷³⁶ European Banking Authority.

⁷³⁷ Argumentiert wird dahingehend, dass Kryptowährungen nicht dem E-Geld- oder Zahlungsdiensteregime unterstellt werden dürfen, da ihnen hierdurch Glaubwürdigkeit zugebilligt würde, welche vermeintlich nicht zustünde.

⁷³⁸ EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, Rz 179 f.

⁷³⁹ *Mersch*, Rede an der ECB Legal Conference, Frankfurt am Main, 2. September 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, aufgerufen am 04.10.2019, 22:10.

E-Geld repräsentieren; sofern sie jedoch eine Wertmarke mit intrinsischem Wert unabhängig von einer Forderung (lautend auf Geld) darstellen, kann der E-Geld-Tatbestand nicht vorliegen. Derartige Token stellen Daten bzw Software im Sinne von Handelsware respektive digitalen Inhalten dar und repräsentieren keine in den Büchern geführten Forderungen, weshalb sie auch keine der verknüpften Trias bzw den kommunizierenden Gefäßen von E-Geld, Einlagen oder Finanzinstrumenten unterliegen.⁷⁴⁰ Selbst wenn BTC zentral ausgegeben worden wären, könnten diese bei mangelnder Repräsentation einer Forderung gegenüber die Emittentin nie E-Geld darstellen, wie dies *Terlau* pauschal impliziert.⁷⁴¹ Diese Ansicht ist aus mehrererlei Hinsicht dogmatisch falsch und abzulehnen, wie in der Folge dargestellt werden soll.

- 397 Es stellt sich die Frage, ob man, sobald eine Forderung gegenüber der Emittentin vorliegt, zwangsläufig in den finanzmarktrechtlichen Bereich von Finanzinstrumenten, Einlagen oder E-Geld gelangt. So könnte bspw ein Gutschein in Form eines Token gegen Zahlung von Fiatgeld ausgegeben werden. Sofern dieser eine Forderung auf Bezug von Waren oder Dienstleistungen repräsentiert, stellt ein solcher Gutschein kein Finanzinstrument dar, da der Gutschein ein Zahlungsinstrument darstellt. Mangels unbedingter Rückzahlungsverpflichtung der hingegebenen Gelder liegt dabei auch kein Einlagengeschäft vor.⁷⁴² Jedoch stellt sich die Frage, ob der Gutschein in der Folge einen monetären Wert (arg: Ausstellung gegen Fiatgeld), in Form einer Forderung

⁷⁴⁰ Vgl zu dieser Abgrenzungsthematik auch Kapitel II.2.2.2.

⁷⁴¹ *Terlau* in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Bankrechts-Handbuch § 55a, Rz 148.

⁷⁴² Dem Ergebnis vorgreifend kann bei Verneinen des Einlagengeschäftes auch kein E-Geld-Geschäft mehr vorliegen.

(arg: Forderung zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen gegenüber der Emittentin), mit welchem Zahlungsvorgänge durchgeführt werden können (arg: Einlösung bzw Bezahlung von Waren oder Dienstleistungen mit einem solchen elektronischen Gutschein), darstellen kann.

Die Qualifikation scheidet jedoch bereits am ersten Kriterium des monetären Wertes. Ein solcher kann sich ausschliesslich auf eine Geldforderung beziehen, was auch mit der Hingabe von einem Geldbetrag verknüpft ist. Dabei ergibt sich aus den Voraussetzungen, dass der monetäre Wert zwingend auf einen Geldbetrag lauten muss und dass sich eine Forderung nur auf eine solche Forderung mit Valuta lautend auf Geldbeträge beziehen kann, dass damit ein Zahlungsvorgang nach Art 2 Nr 2 EGG iVm Art 4 Nr 5 PSD II bzw Art 3 Abs 1 lit b EGG iVm Art 4 Abs 1 Z 54 ZDG bewirkt werden muss. Wesentlich für Zahlungsvorgänge sind demnach die Bereitstellung, der Transfer, oder die Abhebung von Geldbeträgen, welche ihrerseits gemäss Art 4 Abs 1 Z 18 ZDG (Art 4 Nr 25 PSD II) als Buch- und Bargeld sowie E-Geld definiert sind. 398

Im Ergebnis kann sohin eine Forderung zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen niemals E-Geld darstellen. Dies ist auch denklogisch, da das E-Geld-Geschäft einen gesetzlich fingierten Spezialfall des Einlagengeschäftes darstellt – das Einlagengeschäft stellt stets auf unbedingt rückzahlbare Gelder ab. Die BaFin vertritt dabei die nachfolgende Ansicht: *„Der Begriff des monetären Werts erfasst neben gesetzlichen Zahlungsmitteln jede Art von Tauschmittel, das allgemein oder auch nur in einem bestimmten soziokulturellen Umfeld oder auch nur von den Parteien einer multilateralen Rahmenvereinbarung als Bezahlung für bestimmte Waren oder 399*

Dienstleistungen akzeptiert wird.“⁷⁴³ Auch Auffenberg propagiert diese Meinung wenig differenzierend: „Blockchain-basierte Bezahlseinheiten erfüllen diese Anforderungen bereits aufgrund des ihrer Bezeichnung immanenten Anwendungsfalls des Bezahleins, ganz unabhängig von ihrer konkreten technischen Ausgestaltung und der Frage, ob sie über eine offene und dezentral organisierte Blockchain als originäre Blockchain-Einheiten funktionieren oder es sich um Einheiten eines Smart Contracts auf einer Blockchain handelt, die von einem zentralen Emittenten, nämlich dem Programmierer des Smart Contracts, ausgegeben werden.“⁷⁴⁴ Dieser beruft sich hinsichtlich seiner Ansicht auf Terlau.⁷⁴⁵

400 Terlau führt dabei bezogen auf Bitcoin aus, dass diese monetäre Werte darstellen, da BTC als Tausch- und Zahlungsmittel fungieren.⁷⁴⁶ Dabei ist diese Ansicht aus den angeführten Gründen dogmatisch verfehlt und schlichtweg abzulehnen. Ein monetärer Wert kann sich ausschliesslich auf eine geldwerte Forderung zur Durchführung von Zahlungsvorgängen beziehen; wäre es keine Forderung lautend auf Geld, könnten wie ausgeführt damit von vornherein keine Zahlungsvorgänge im Sinne der PSD II durchgeführt werden, welche auf die Bereitstellung, Abhebung oder den Transfer von Geldbeträgen abstellen. Zudem stellt das E-Geld-Geschäft lediglich eine Abart des Einlagengeschäftes dar; sofern das Vorliegen eines Einlagengeschäftes

⁷⁴³ BaFin Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, P 4 a, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html.

⁷⁴⁴ Auffenberg, E-Geld auf Blockchain-Basis, BKR 2019, S 341 (S 342).

⁷⁴⁵ Terlau in Casper/Terlau, ZAG, § 1 a Rz 41 mwN.

⁷⁴⁶ Terlau in Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch § 55a, Rz 148.

a priori unmöglich ist, kann auch nie ein E-Geldgeschäft vorliegen (argumentum a maiore ad minus, weshalb das im EGG geregelte E-Geldgeschäft auch keine *lex specialis* zum Einlagengeschäft gemäss BankG darstellt, da es diesfalls letzterem derogieren könnte)⁷⁴⁷. Eine Forderung, welche zum Bezug von Waren oder Dienstleistungen berechtigt, mag zwar ein Tauschmittel darstellen bzw als solches fungieren, verwirklicht mangels *Valuta* lautend auf Geld aber nicht das Tatbestandsmerkmal des monetären Wertes, mit welchem Zahlungsvorgänge durchgeführt werden können.

Dies ist dabei auch stringent, stellt E-Geld dogmatisch gesehen doch 401 wie ausgeführt eine Einlage bzw unbedingt rückzahlbare Gelder dar und besteht lediglich die gesetzliche Fiktion, dass entgegengenommene Gelder keine Einlage darstellen, wenn die entgegengenommenen Beträge unmittelbar bzw unverzüglich in E-Geld umgetauscht werden.⁷⁴⁸ Folglich ist es auch dogmatisch stringent, dass bei der Begründung eines Ausnahmetatbestandes des E-Geld-Regimes das Einlagengeschäft aufgrund von dieser Fiktion nicht mehr aufleben kann. Dies

⁷⁴⁷ Vgl Kapitel II.2.2.2, FN 380. Zudem stellen sowohl das BankG als auch das EGG spezialgesetzliche Materien dar. In der aufsichtsrechtlichen Kaskade entspricht die Regulierung von Banken sogar der spezielleren Regulierung. Das E-Geldgeschäft als *lex specialis* zum Einlagengeschäft zu sehen, scheint aber nicht gänzlich zutreffend zu sein, regeln doch sowohl das BankG als auch das EGG das Einlagengeschäft, wobei per gesetzlicher Fiktion bei einem Einlagengeschäft mit bestimmten Voraussetzungen, besondere Folgen im Form des E-Geldgeschäftes geknüpft werden. Das Einlagengeschäft und E-Geldgeschäft sind sohin zwei separate Rechtsinstitute, welche beide das Einlagengeschäft regeln.

⁷⁴⁸ Vgl Art 6 Abs 3 E-Geld-RL und Art 3 Abs 3 lit a BankG.

deshalb, da zwar der Anwendungsbereich des EGG eröffnet wird, jedoch aufgrund einer Ausnahme – bspw der begrenzten Netze – die Ausgabe von derartigem E-Geld bewilligungsfrei ist. Es liegt sohin keine Einlage vor, da E-Geld ausgegeben wird; die Ausgabe von E-Geld kann jedoch bei Vorliegen einer Ausnahme bewilligungsfrei sein. Dies schliesst jedoch nicht von vornherein den Geltungsbereich des EGG aus und greift folglich auch nicht wieder der Anwendungsbereich des BankG, welches das Einlagengeschäft regelt. Dies wird weiters dadurch bestärkt, dass derartige Ausnahmen vom E-Geldgeschäft der FMA auch zu melden sind.⁷⁴⁹

402 Zutreffend ist hingegen die Aussage, wonach E-Geld die dritte Form des Geldes neben Bar- und Buchgeld darstellt⁷⁵⁰, wobei E-Geld keinen Sparzweck verfolgt und auch nicht verzinst werden darf⁷⁵¹, sondern zur Ausführung von Kleinbetragszahlungen konzipiert ist. Dies ergibt sich bereits aus den Erwägungen der ersten E-Geld-RL⁷⁵² – *„Für die Zwecke dieser Richtlinie kann elektronisches Geld (E-Geld) als elektronischer Ersatz für Münzen und Banknoten betrachtet werden, das elektronisch [...] gespeichert wird und das generell dafür gedacht ist, Kleinbetragszahlungen elektronisch durchzuführen.“*⁷⁵³ Bereits hier wurde argumentiert, dass entgegengenommene Gelder keine Einlagen darstellen, wenn unverzüglich Zug-um-Zug E-Geld, *„angesichts seiner spezifischen Eigenschaften*

⁷⁴⁹ Art 3 Abs 3 ZDG.

⁷⁵⁰ Terlau in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Bankrechts-Handbuch § 55a, Rz 11.

⁷⁵¹ Vgl Erwägung 13 und Art 12 der zweiten E-Geld-RL.

⁷⁵² Richtlinie 2000/46/EG, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

⁷⁵³ Erwägung 3 der RL 2000/46/EG.

als elektronischer Ersatz für Münzen und Banknoten“, ausgegeben wird⁷⁵⁴; beachtlich bei dieser ersten Richtlinie zum E-Geld ist zudem, dass, sofern das E-Geld auf einem Guthabenskonto gehalten wurde, weiterhin das Einlagengeschäft begründet wurde – anders als dies unter der zweiten E-Geld-RL der Fall ist.⁷⁵⁵

Auch die nationale Aufsichtsbehörde Englands, die Financial Conduct Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie ins Treffen. Der Unionsrechtsgesetzgeber konstatiert hierbei die gesetzliche Fiktion, dass die Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch in E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag: *„If the monetary value is kept on an account that can be used by non-electronic means, that points towards it being a deposit. For example, an account on which cheques can be drawn is unlikely to be electronic money. If a product is designed in such a way that it is only likely to be used for making payments of limited amounts and not as a means of saving, that feature points towards it being electronic money. [...] In other words, a deposit involves the creation of a debtor-creditor relationship under which the person who accepts the deposit stores value for eventual return. Electronic money, in contrast, involves the purchase of a means of payment.“*⁷⁵⁶ 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.

⁷⁵⁴ Erwägung 7 der RL 2000/46/EG.

⁷⁵⁵ Erwägung 8 der EL 2000/46/EG.

⁷⁵⁶ PERG Chapter 3A, Guidance on the scope of the Electronic Money Regulations 2011, Section 3A.3: The definition of electronic money, Release 42, September 2019, S 4 (Q15).

404 Auch die EZB kann bestärkend für die Argumentation, dass Einlagengeschäft und E-Geldgeschäft rechtlich wie wirtschaftlich artverwandt sind, herangezogen werden: *“The presumption must be, therefore, that e-money institutions always take deposits, even where the period of time that elapses between the making of the deposit and the exhaustion of the corresponding monetary value is fairly limited.”*⁷⁵⁷ Das E-Geldgeschäft ist eine Sonderform des Einlagengeschäftes, welches aufgrund diverser Umstände, wie zB dem fehlenden Sparzweck und dem Verzinsungsverbot, auch anders reguliert wird.

405 Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 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: *„The 1994 Report indicated the similarities, in economic terms, between sight deposits with the banking system, on the one hand, and value loaded on prepaid cards, on the other. Indeed, in both cases, the customer entrusts part of his/her belongings to an institution. Therefore, in many cases, electronic money comes into competition with traditional bank money, a situation which raises concern for the level playing-field. In the case of sight deposits, the available funds can be mobilized through various payment instruments, such as cheques, transfer orders, etc. In the case of electronic money, the available funds can only be mobilised with a specific payment instrument,*

⁷⁵⁷ Athanassiou/Mas-Guix, ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions – Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects, No 7 / July 2008, S 34, FN 91.

which is the storage medium representing the purchasing power. Whenever the issuer of electronic money is a credit institution, electronic money becomes, in economic terms, a sub-set of bank money, although there are obvious practical and technical differences. For example, traditional bank money is not often used to purchase goods and services of very low value, because the processing costs via payment instruments which make use of it would represent too high a share of the transaction costs; conversely, electronic money might not be used for high-value transactions.”⁷⁵⁸

Dass E-Geld nur an einen monetären Wert im Sinne von einem auf Geld lautenden Wert abstellen kann, ergibt sich auch aus der EFTA-Gerichtshof-Entscheidung in der Rechtssache Edmund Falkenhahn AG – demnach kann E-Geld auch nicht zu Anlagezwecken dienen; unterliegt ein Token sohin einer Marktvolatilität; kann folglich auch für Investmentzwecke erworben werden, kann nie E-Geld vorliegen: „Um seine Funktion als elektronischer Ersatz für Münzen und Banknoten zu erfüllen, muss das gespeicherte E-Geld, das jederzeit zum Nennwert zu erstatten ist, jederzeit einen Wert aufweisen, der dem Wert der dafür entrichteten Geldbeträge entspricht. Demzufolge kann E-Geld nicht zu Spar- oder Anlagezwecken dienen. Folglich fällt ein Geschäftsmodell, bei dem der Wert des E-Gelds auf Risiko des E-Geld-Inhabers an den Goldpreis gebunden wäre, nicht in den Geltungsbereich der E-Geld-Richtlinie. Liesse sich E-Geld an den Goldpreis binden, wäre die tatsächliche Erstattung zum Nennwert basierend auf dem Goldpreis ein reiner Zufall. Somit kann E-Geld an keinen anderen als den monetären Wert

⁷⁵⁸ EZB Report on Electronic Money, August 1998, S 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

*gebunden werden.*⁷⁵⁹ Dies bedeutet, dass Token, welche Daten bzw Software mit immanenten Wert und sohin digitale Inhalte im Sinne von Handelsware bzw eigens definierte virtuelle Währungen darstellen und folglich Marktschwankungen unterworfen sein können, niemals E-Geld repräsentieren können, auch wenn diese zusätzlich eine Zahlungsmittelstellvertretende Funktion aufweisen.⁷⁶⁰

407 Aus all dem vorher Ausgeführten ergibt sich, dass die Rücktauschbarkeit von E-Geld konstitutives Tatbestandsmerkmal ist und nicht lediglich Rechtsfolge, da die Rücktauschbarkeit das Bestehen einer Forderung bedingt. Die (unbedingte) Rückzahlbarkeit von Geldern ist dabei dem Einlagengeschäft immanent. Das E-Geldgeschäft stellt stets ein Einlagengeschäft dar, welches bei unmittelbarer Ausgabe eines elektronisch gespeicherten monetären Wertes jedoch einem anderen Regime unterliegt. Kann jedoch kein Einlagengeschäft vorliegen, kann es auch zu keinem E-Geldgeschäft kommen. Folglich ergibt sich, dass der Rücktauschanspruch des hingegebenen Geldwertes zum Nennwert tatbildlich für das Einlagengeschäft als auch das E-Geldgeschäft ist.

408 Während eine Zahlung mittels Debitkarte sohin als „Pay-Now-System“ etabliert ist und eine Zahlung mittels Kreditkarte gemäss einem „Pay-Later-System“ funktioniert, erfolgt die Zahlung bei E-Geld quasi im Vorhinein an eine E-Geld-Emittentin und wird in der Folge dieser Wert lediglich zur Durchführung eines Zahlungsvorganges transferiert

⁷⁵⁹ EFTA E-9/17, Rz 46.

⁷⁶⁰ Vgl hierzu auch Kapitel II.2.7.8; vgl ferner EFTA E-9/17, R 27, wonach E-Geld nur an einen Geldbetrag gekoppelt werden kann und zudem stets dem Nennwert der entgegengenommenen Währung zu entsprechen hat.

(„Pay-Before-System“).⁷⁶¹ Besteht keine Forderung – auf Rücktausch des hingegebenen Geldbetrages – und scheint eine solche auch nicht in den Büchern einer Gesellschaft in der Passivseite auf, kann auch kein E-Geld vorliegen; Zahlungsvorgänge stellen wie ausgeführt nur auf Geldbeträge ab, Warenforderungen können daher kein E-Geld begründen. Besteht ein Rücktauschrecht des Geldbetrages, so ist der Rücktausch zum Nennwert nicht bloss logischer Sequitur und Rechtsfolge des Bestehens einer Forderung bzw eines Rücktauschrechtes, sondern ist die Einlösung bzw Rückzahlung zum Nennwert tatbildlich für das Vorliegen von Einlagen oder E-Geld. Dogmatisch ist dies auch konsequent und ergibt sich die Rücktauschbarkeit des Nennwertes als konstitutives Kriterium für das Vorliegen von E-Geld aus dem Erfordernis eines monetären Wertes in Form einer Forderung (unbedingt rückzahlbare Gelder bzw Geldbeträge als Folge des Einlagengeschäftes).⁷⁶² Dies soll und darf jedoch nicht dazu führen, dass das E-Geld-Regime leicht umgangen werden kann, indem bspw lediglich die Einlösung zu einem

⁷⁶¹ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Geld in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, Rz 51 (S 30).

⁷⁶² Kritiker könnten entgegenhalten, dass die Forderung und sohin die Rücktauschbarkeit in Art 3 Abs 1 lit b EGG und Art 2 Nr 2 E-Geld-RL konstatiert wird, während der Rücktausch zum Nennwert nicht in der Begriffsdefinition, sondern in Art 44 EGG und Art 11 E-Geld-RL umgesetzt wurde und sohin der Rücktausch zum Nennwert – anders als der Rücktausch – lediglich eine Rechtsfolge darstellt. Dies ist aber im Ergebnis wie bereits ausgeführt zu verneinen, da für die Beurteilung des E-Geldgeschäftes stets auf das Einlagengeschäft abzustellen ist und folglich auch die Erstattung des Nennwertes tatbildlich sein muss. Eine andere Beurteilung kann sich auch unter Berücksichtigung der andersartigen Behandlung von Einlagen im Zusammenhang mit dem Sparzweck derselben, wodurch auch eine Verzinsung und mitunter höhere Gebührensätze als bei E-Geld zulässig sind, nicht ergeben.

gewissen bruchteilsmässigen Prozentsatz bedungen wird. Dies wird in Bezug auf Token regelmässig jedoch kein Problem darstellen, da wie der Unionsrechtsgesetzgeber in Erwägung 10 der 5. GW-RL ohnehin festhält, virtuelle Währungen und E-Geld sich gegenseitig ausschliessen.

409 Denklogisch können dabei nur Forderungen eingelöst werden. Token welche digitale Inhalte im Sinne einer Handelsware oder eben virtuelle Währungen darstellen, stellen folglich kein E-Geld dar, können aber unabhängig hiervon von einem Emittenten zurückgekauft werden, wobei dies allenfalls steuerrechtliche Folgen mit sich zieht, bzw kann aufsichtsrechtlich gesehen auch eine Wechselstube vorliegen.⁷⁶³ E-Geld repräsentiert bereits ausgegebenes Zentralbankgeld und dient nicht der Schaffung neuer geldwerter Einheiten bzw von Werteinheiten wie Token. Nur wenn ein Token auch tatsächlich das hingegebene Fiatgeld repräsentiert, kann E-Geld vorliegen.⁷⁶⁴

410

⁷⁶³ Vgl Kapitel II.2.9 bzgl Wechselstuben.

⁷⁶⁴ Vgl *Lintner in Vonklich (Hrsg), E-Geldgesetz 2010, § 1 Rz 15 und 16 unter Verweis auf BaFin Merkblatt ZAG 2011: „Diese Bindung an ‚herkömmliches Bar-oder Buchgeld‘ iZm der ‚Rücktauschverpflichtung‘ [...] soll den geldpolitischen Einfluss von Zentralbanken weitgehend sichern und dient sie dem Schutz des staatlichen Währungsmonopols. [...] Die Emission von Primärgeld ist nach wie vor ausschließlich der Zentralbank und jene der ‚Giralgeldschöpfung‘ Kreditinstituten vorbehalten. Auch die Verpflichtung zur Ausgabe von E-Geld in der Höhe des Nennwertes des entgegengenommenen Geldbetrages ist geldpolitisch motiviert [...]. Werden dagegen zB Warenlieferungen oder Dienstleistungen anstatt eines Geldbetrages hingegeben, fällt dieser Austausch im Wege elektronischer Zahlungssysteme nach dem eindeutigen Wortlaut des E-Geldgesetzes nicht unter die Definition von E-Geld, auch wenn eine ähnlich ökonomische Funktion erfüllt wird.“*

Das Tatbestandsmerkmal „gegen Zahlung eines Geldbetrages“ ist weiter zu verstehen als gegen Zahlung von „gesetzlichen Zahlungsmitteln“ und bezieht sich einerseits auf ebendiese gesetzlichen Zahlungsmittel, sohin Bar- als auch Buchgeld und andererseits auch auf E-Geld – welchem Zahlungsmittel stellvertretende Funktion zukommt – selbst. Der Gesetzgeber hat dabei unter Bezug auf das ZDG eindeutig konstatiert, dass auch E-Geld von der Begrifflichkeit des Geldbetrages erfasst ist.⁷⁶⁵ Wichtig zu beachten ist hierbei, dass gegen E-Geld emittierte Token wiederum E-Geld repräsentieren können.⁷⁶⁶ Kann ein Token sowohl gegen Leistung von Geldbeträgen als auch gegen Leistung von anderen Token, welche weder Einlagen noch E-Geld darstellen, erworben werden, so kann es bei Vorliegen der übrigen Tatbestandsmerkmale von E-Geld effektiv dazu kommen, dass diejenigen Token, welche mit Geldbeträgen erworben werden, rechtlich E-Geld darstellen, während diejenigen, die mit anderen Token im obigen Sinne erworben werden, kein E-Geld darstellen (die Forderung müsste sich diesfalls jeweils auf Zurückzahlung der hingegebenen Vermögenswerte beziehen – einmal Geldbeträge, einmal andere Token). Rechtlich gesehen werden bei so einer Konstellation also zwei unterschiedliche Token abhängig von der Erwerbsart in Existenz gerufen; auch wenn es technisch möglich sein mag, dass lediglich ein Token ausgegeben wird, wäre diese Vermengung von E-Geld mit Nicht-E-Geld bei Erwerb desselben Tokens mittels anderen Kryptowährungen⁷⁶⁷ rechtlich unzulässig, da nicht

⁷⁶⁵ Art 3 Abs 1 lit b EGG iVm Art 4 Abs 1 Z 54 und Z 18 ZDG.

⁷⁶⁶ Vgl hierzu im Detail *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht – Regulatorische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (S 67).

⁷⁶⁷ Welche ihrerseits kein E-Geld darstellen.

nachvollziehbar wäre, welche Token derselben Gattung E-Geld darstellen sollen und welche nicht. Es ist also für die Qualifizierung als E-Geld mitunter zu differenzieren, ob der Erwerb entweder mittels Geldbetrag oder mit Token erfolgt, welche selbst kein E-Geld darstellen. Die juristische Gretchenfrage scheint zu sein, ob E-Geld vorliegen kann, wenn ein zu emittierender Token nur mit Fiatgeld und Token, welche kein E-Geld repräsentieren, erworben werden kann.⁷⁶⁸ Diesfalls werden grundsätzlich nicht ausschliesslich Geldbeträge hingegeben und spricht dies gegen das Vorliegen von E-Geld.⁷⁶⁹ Besteht jedoch eine Forderung auf Rückzahlung der hingegebenen Geldbeträge und Token, könnte auch entgegengehalten werden, dass alle Kriterien von E-Geld erfüllt werden (hier relevant „gegen Zahlung eines Geldbetrages“) und dass ein „Mehr“ an Rückzahlung (in Form von Token, welche zusätzlich zu den geleisteten Geldbeträgen rückzustellen sind) unschädlich für das Vorliegen von E-Geld ist (und eine Umgehung folglich so auch verunmöglicht wird).

- 411 Im Endeffekt wird wohl wiederum hinsichtlich des Erwerbes mittels Fiatgeld und anderen – nach liechtensteinischem Recht unregulierten – Token zu differenzieren sein und scheint auch diese Konstellation lediglich eine andere Ausprägung des oben beschriebenen Problems zu sein, bei welchem ein Token gegen Fiatgeld oder andere Token erworben werden kann. Ist zumindest ein teilweiser Erwerb mittels Fiatgeld vorgesehen, ist davon auszugehen, dass die derart erworbenen Token

⁷⁶⁸ Wenn ein Erwerb bspw nur durch Hingabe von 50% Fiatgeld und 50% anderer unregulierter Token erworben werden kann, unabhängig davon, ob dies wirtschaftlich realisierbar ist.

⁷⁶⁹ Vgl auch EFTA E-9/17 vom 30.05.2018 – es liegt kein E-Geld bei Ausgabe gegen Gold vor.

bei Erfüllen der restlichen Tatbestandmerkmale von E-Geld auch E-Geld darstellen – anders als jene, welche mit Kryptowährungen erworben werden. Plakativ gesprochen kann es keinen Unterschied machen, ob ein neu zu emittierender Token gegen Fiatgeld oder Token oder aber gegen Fiatgeld und Token ausgegeben wird.⁷⁷⁰ Wird ein Token gegen Fiatgeld ausgegeben, wird dieser bei Erfüllen der weiteren Tatbestandsmerkmale des E-Geldbegriffes auch ein solches darstellen, während ein gleich ausgestalteter Token, welcher gegen Kryptowährungen ausgegeben wird, kein E-Geld repräsentiert. Im Falle des Erwerbs eines Tokens gegen Fiatgeld und Kryptowährungen spitzt sich diese Problematik lediglich zu; wird ein neu zu emittierender Token bspw zu 50 % gegen CHF und zu 50 % gegen ETH erworben, so werden die 50 % oder 0.5 Einheiten des Tokens E-Geld darstellen, sofern alle anderen Merkmale erfüllt sind, während, die anderen 50 % kein solches darstellen; das Verhältnis muss rechtlich unbeachtlich sein. Eine solche Umsetzung ist zwar technisch möglich, jedoch rechtlich unzulässig, da zwei unterschiedliche Token auszugeben wären und darüber hinaus zumindest für den Token, welcher E-Geld repräsentiert, eine Bewilligung als E-Geld-Institut erforderlich wäre.

Der monetäre Wert des E-Geldes ist dabei entweder softwarebasiert 412 oder auf einem physischen Träger (bspw Karte/Chip) gespeichert. We-

⁷⁷⁰ Gemeint ist hierbei, dass ein Token in einem Token Offering in einem ersten Fall gegen Fiatgeld oder virtuelle Währungen erworben werden kann (beide werden als Gegenleistung akzeptiert), während in einem zweiten Fall erforderlich ist, dass Token nur gegen Fiatgeld und virtuelle Währungen erworben werden können (bspw gegen Leistung von 50 % des Erwerbspreises in CHF und 50 % in BTC).

sensmerkmal des E-Geldes ist es, dass auf kein Zahlungskonto zugegriffen werden muss und keine individualisierten Elemente wie Passwort- oder PIN- bzw TAN-Eingabe und auch keine Unterschrift zur Zahlungsautorisierung⁷⁷¹ erforderlich sind.⁷⁷²

- 413 Die Definition des E-Geld-Begriffes soll dabei technische Innovationen nicht behindern.⁷⁷³ Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Dezentralität der Blockchain dem E-Geld-Regime trotz der Intention der technologischen Neutralität widerspricht. Dabei lässt es das E-Geld-Regime zu, dass der E-Geld-Wert auch auf einem Server eines Emittenten verwaltet wird (*specific account for electronic money*). Hieraus darf aber nicht der Schluss gezogen werden, dass E-Geld nur auf solchen bestimmten Zahlungskonten für E-Geld (welche vom Emittenten zu unterhalten sind) geführt werden dürfen.
- 414 Vielmehr kann E-Geld neben diesen serverbasierten Systemen auch auf den bereits erwähnten kartenbasierten und softwarebasierten Systemen gespeichert werden. Gerade bei den softwarebasierten Systemen ist eine Speicherung auf Datenträgern wie der Festplatte eines Computers denkbar. Dies trifft jedoch auch auf die Blockchain bzw auf Wallets zu, werden diese letztlich genauso auf Datenträgern, wenn auch dezentral, sohin auf mehreren Datenträgern, gespeichert. Im Sinne des Telos der Technologieneutralität sollte die Ausführung in Erwägung 8 der E-Geld-Richtlinie, welche sich auf E-Geld „auf einen im Besitz des E-

⁷⁷¹ Diesfalls läge ein personalisiertes Instrument, mithin Zahlungsinstrument gemäss Art 4 Abs 1 Z 48 ZDG vor.

⁷⁷² Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Geld in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, Rz 1 ff (S 12 f).

⁷⁷³ Erwägung 8 der E-Geld-RL 2009/110.

Geld-Inhabers befindlichen Datenträger“ abstellt, dahingehend interpretiert werden, dass sich der „Besitz“ auf die Verfügungsgewalt über die electronic tokens im Sinne einer Forderung in digitalen Münzen bzw auf eine electronic purse/wallet bezieht, zumal sich die nationalgesetzlichen zivilrechtlichen Ordnungen in jenen der unionsrechtlichen Gesetzgebung unterworfenen Jurisdiktionen unterscheiden werden und es sicherlich nicht Sinn der Regulierung ist, es vom jeweiligen nationalen Zivilrecht abhängig zu machen, ob E-Geld vorliegt oder nicht bzw wie dieses hinsichtlich der Speicherung umzusetzen ist respektive zu übertragen ist.⁷⁷⁴ Eine Übertragung eines derartig gespeicherten E-Geldes kann dabei durch Abtretung der repräsentierten Forderung erfolgen. Dabei ist es nicht notwendig, dass es auf ein e-geldspezifisches Zahlungskonto beim Neugläubiger übertragen wird. Vielmehr ist der E-Geld-Emittentin als Schuldnerin der Neugläubiger anzuzeigen. Dies kann durch Vorweisen des E-Geldes vom Verfügungsberechtigten erfolgen.

Unter Berücksichtigung des oben Angeführten und wenn man die zivilrechtlichen Grundlagen berücksichtigt und sich in Erinnerung ruft, dass E-Geld eine Forderung gegenüber der Emittentin darstellt, muss es möglich sein, Token, welche E-Geld repräsentieren auf einem Wallet zu halten und diese auch peer-to-peer auf einer Blockchain zu übertragen. Rein zivilrechtlich muss ein Schuldner dabei nicht zwingend über eine erfolgte Zession zwischen Zedenten (Altgläubiger) und Zessionar 415

⁷⁷⁴ Vgl. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Geld in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, Rz 1 ff (S 12 f) und Erwägung 8 der E-Geld-RL 2009/110.

(Neugläubiger) in Kenntnis gesetzt werden. Der Zessus, gegenständlich also eine E-Geld-Emittentin, könnte aber nach § 1395 ABGB weiterhin schuldbefreiend an den Altgläubiger leisten, wenn dieser (der Zessus) über die Abtretung nicht in Kenntnis gesetzt wurde. Praktisch stellt dies jedoch bezogen auf Token wohl ein weniger grosses Problem dar, da der Rücktauschanspruch und sohin die Forderung, welche im E-Geld abgebildet wird, auch an dieses – im Falle von tokenisierten E-Geld, an den Token – geknüpft ist. Der (Neu-)Gläubiger zeichnet sich gegenüber dem Schuldner durch Vorweisung des E-Geldes aus.⁷⁷⁵ Zu beachten ist, dass ein Wallet für tokenisiertes E-Geld, welches von der E-Geld-Emittentin oder einem sonstigen Anbieter zur Verfügung gestellt wird, als Zahlungskonto einzustufen ist, da E-Geld gemäss Art 4 Abs 1 Z 18 ZDG einen Geldbetrag darstellt und ein Zahlungskonto nach Art 4 Abs 1 Z 51 ZDG ein auf den Namen von Zahlungsdienstnutzern lautendes Konto ist, welches zur Durchführung von Zahlungsvorgängen genutzt werden kann.⁷⁷⁶ Eine solche Wallet, auf welchem E-

⁷⁷⁵ Der Inhaber des E-Geldes – auch in Form von Token – muss sich gegenüber der Emittentin als rechtmässiger Inhaber, als Verfügungsberechtigter, ausweisen; dieser Nachweis wird aufgrund der Öffentlichkeit und Permanenz der Blockchain regelmässig einfach gelingen und kann so eine probatio diabolica durch technische Mittel verhindert werden. Es ist jedoch kein Whitelisting, in dem Sinne, dass tokenisiertes E-Geld nur auf identifizierte Wallets bzw Wallet-Inhaber transferiert werden kann, erforderlich.

⁷⁷⁶ Zu berücksichtigen ist, dass das ZDG bezogen auf die Ausführung von Zahlungsvorgängen über eine Wallet, auf welcher E-Geld gehalten werden kann, lediglich auf die gewerbsmässige Erbringung von solchen Zahlungsdiensten Anwendung findet (Art 2 Abs 1 ZDG); Private sind hiervon nicht betroffen, sofern sie Zahlungsdienste nicht selbständig, regelmässig und in der Absicht einen wirtschaftlichen Vorteil zu erwirtschaften, mithin gewerbsmässig, durchführen. Zu beachten ist ferner, dass interne Schattenkonten einer Emittentin,

Geld-Token gehalten werden können, wäre folglich als Zahlungskonto einzustufen. Die Führung von Zahlungskonten durch Zahlungsdienstleister ist insbesondere mit den Ein- und Auszahlungsgeschäften oder sonstigen kontoführenden Zahlungsdienstleistern verbunden.⁷⁷⁷ Darüber hinaus muss es aber auch möglich sein, E-Geld-Token auf privaten Wallets zu halten, vorausgesetzt das Protokoll von Token und Wallet ist technisch kompatibel; eine solche private Wallet kann aber kein Zahlungskonto im Sinne des ZDG darstellen.

2.7.4 Fazit monetärer Wert und Führung von E-Geld auf Wallets

Wesensmerkmal von E-Geld ist – wie aufgrund der Bedeutsamkeit bereits wiederholt ausgeführt – das Vorliegen einer Forderung lautend auf Geld gegenüber einer Emittentin. Besitzt ein Token als eigenständige Wertmarke einen intrinsischen Wert und ist dieser folglich analog zu Warengeld bzw als virtuelle Währung, nicht jedoch als Fiatgeld⁷⁷⁸, zu sehen, stellt dieser eine Handelsware in der Ausgestaltung von Software dar, welcher von einem Dienstleister im Bereich der Softwareentwicklung verkauft wird und nicht eine Forderung lautend auf Geld gegenüber einer Emittentin beinhaltet; der Wert eines solchen Tokens bildet sich aufgrund des Marktes gemäss Angebot und Nachfrage, vergleichbar wie bei Bitcoin, Ether oder dem Token des bekanntesten

416

welche bspw das in Umlauf befindliche E-Geld einer Emittentin spiegeln, nicht als Zahlungskonto gelten, da diese nicht für die Ausführung von Zahlungsvorgängen vorgesehen sind, vgl BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, zuletzt geändert am 29.11.2017, P 2.

a)

⁷⁷⁷ Vgl Art 4 Abs 1 Z 5, 12 und 24 ZDG.

⁷⁷⁸ Vgl Erwägung 8 der 5. Geldwäscherei-Richtlinie, wonach E-Geld als Fiatgeld qualifiziert wird.

lichtensteinischen Blockchain-Unternehmens, Aeternity. Der Wert rührt jedoch nicht aus einer vertraglichen Forderung gegenüber einer Emittentin her. Das E-Geldgeschäft stellt dabei dem Grunde nach ein Einlagengeschäft dar, welches aufgrund gesetzlicher Fiktion bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen anders behandelt wird. Aus der Verwandtschaft zum Einlagengeschäft ergibt sich jedoch für das E-Geldgeschäft, dass der monetäre Wert in Form einer Forderung gemäss dem E-Geld-Begriff nur auf unbedingt rückzahlbare Gelder bzw Geldbeträge abstellt und Forderungen zum Bezug von Waren und/oder Dienstleistungen hiervon nicht erfasst werden. Der Rücktauschanspruch zum Nennwert bzw – treffender – Einlösungsanspruch betreffend die hingegebenen Geldbeträge ist sohin konstitutives Tatbestandsmerkmal für E-Geld.

417 E-Geld soll dabei technischen Innovationen nicht entgegenstehen. In der Folge steht selbst die Dezentralität der Blockchain in Einklang mit dem E-Geld-Regime. E-Geld kann einerseits auf einem Server eines Emittenten verwaltet werden (specific account for electronic money; bestimmtes Zahlungskonto für E-Geld). Andererseits kann E-Geld auch auf kartenbasierten oder softwarebasierten Systemen gespeichert werden. Rein zivilrechtlich erfolgt die Übertragung von E-Geld durch Abtretung der durch das E-Geld repräsentierten Forderung. Erfolgt eine solche Abtretung von tokenisiertem E-Geld auf der Blockchain durch Transfer des entsprechenden Tokens auf eine Wallet, muss eine E-Geld-Emittentin als Schuldnerin über diesen Vorgang nicht zwingend in Kenntnis gesetzt werden. Gemäss § 1395 ABGB könnte die Emittentin als Zessus bzw Schuldnerin weiterhin an den Altgläubiger schuldbeitreitend leisten, wenn dieser nicht über die erfolgte Abtretung in Kenntnis gesetzt wurde. De facto stellt dies jedoch kein Problem dar,

da die Forderung – und sohin deren Einlösbarkeit bzw der Rücktausch zum Nennwert von E-Geld – an den Token geknüpft ist. Wer an eine Emittentin als Verfügungsberechtigter eines E-Geld-Tokens herantritt, hat Anspruch auf Rücktausch der Forderung und setzt die Emittentin gleichzeitig über die erfolgte Abtretung in Kenntnis; die Verfügungsberechtigung über einen derartigen E-Geld-Token lässt sich gerade aufgrund der technisch gewährleisteten Nachvollziehbarkeit von Transaktionen auf einer Blockchain gewährleisten.

Eine Wallet, auf welcher E-Geld gehalten und in der Folge transferiert werden kann, ist sofern dieses durch eine E-Geld-Emittentin selbst oder einen dritten Dienstleister zur Verfügung gestellt wird, als Zahlungskonto einzustufen. Unabhängig davon ist es wie ausgeführt aufgrund der zivilrechtlichen Übertragungsordnung für E-Geld auch möglich, dieses auf privaten Wallets zu halten, ohne eine Bewilligung als Zahlungsinstitut erforderlich zu machen. 418

2.7.5 E-Geld und Ausnahmetatbestände

Weiteres Tatbestandsmerkmal von E-Geld ist die Durchführbarkeit von Zahlungsvorgängen gemäss ZDG. Ein Zahlungsvorgang definiert sich dabei als vom Zahler oder Zahlungsempfänger initiierte Bereitstellung, Abhebung oder Transfer von einem Geldbetrag.⁷⁷⁹ 419

Letztlich muss einem monetären Wert im obigen Sinne, um als E-Geld klassifiziert werden zu können, auch eine Akzeptanz von Dritten entgegenkommen. Das EGG gilt dabei nicht für einen monetären Wert, welcher nur von der eigenen Emittentin akzeptiert wird. Zudem greift 420

⁷⁷⁹ Art 4 Abs 1 Z 54 ZDG.

eine Ausnahme von bewilligungspflichtigem E-Geld, wenn ein monetärer Wert auf einem Prepaid-Instrument ausgegeben wird, welcher nur sehr begrenzt einsetzbar ist. Hier gelten analog zum ZDG die Ausnahmen der sehr begrenzten Produktpalette (Waren- oder Dienstleistungsspektrum) und des eingeschränkten Dienstleisternetzwerkes (begrenzte Netze).⁷⁸⁰ Das Netzwerk ist dann als begrenzt zu sehen, wenn ein Instrument ausschliesslich zum Erwerb von Waren oder Dienstleistungen in einer Annahmestelle bzw in einer Ladenkette (Einzelhandelskette; Franchise bzw shop-in-shop-Lösung⁷⁸¹) akzeptiert wird (Verbindung der Parteien durch eine gewerbliche Vereinbarung).⁷⁸² Das Produktspektrum gilt dann als sehr begrenzt, wenn der Verwendungszweck des Zahlungsinstruments *„wirksam auf eine feste Zahl funktional verbundener Waren oder Dienstleistungen begrenzt ist.“*⁷⁸³ Hierbei ist auf spezifische Warengruppen respektive Waren, die miteinander in einem

⁷⁸⁰ Art 2 Abs 2 EGG iVm Art 3 Abs 1 lit g und i ZDG; vgl Kapitel II.2.8.2.

⁷⁸¹ Die shop-in-shop-Lösung bezieht sich auf Waren und/oder Dienstleistungen bei einem bestimmten Einzelhändler gem Erwägung 13 der PSD II. Diese Ausnahme kann relevant sein, wenn eine Krypto-Exchange ein internes Zahlungsinstrument (in Form von Token) ausgegeben möchte, mit welchem andere Token im Sinne von virtuellen Währungen bezogen werden können (auch bzw insbesondere wenn die Krypto-Exchange multilateral ausgestaltet ist).

⁷⁸² Erwägung 5 E-Geld-RL iVm Art 3 lit k PSD II.

⁷⁸³ Erwägung 13 PSD II.

Zusammenhang stehen, abzustellen.⁷⁸⁴ Praxisbeispiele für derartige Instrumente – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – sind Kundenkarten, Fahrkarten- und Parktickets, Tankkarten, Mitgliedskarten, etc.⁷⁸⁵

Nach PSD II ist der nationalen Aufsichtsbehörde, sohin für Liechtenstein der FMA, anzuzeigen, wenn von einer solchen Ausnahme des begrenzten Netzes Gebrauch gemacht wird und der Gesamtwert der Zahlungsvorgänge in den vorangegangenen 12 Monaten EUR 1 Million überschreitet. Diesbezüglich ist auch zu melden, welche Ausnahme in Anspruch genommen wird.⁷⁸⁶ 421

2.7.6 Trading von Stablecoins und E-Geld am Beispiel Tether

In diesem Kapitel sollen Token bzw Stablecoins behandelt werden, welche E-Geld repräsentieren. Anders als in Deutschland ist der bilaterale Handel gegen das eigene Buch mit Token, welche E-Geld repräsentieren, aufsichtsrechtlich unbedenklich. Nach liechtensteinischem Verständnis stellt E-Geld (auch in Form von Token) nämlich kein 422

⁷⁸⁴ Bspw wenn ein Instrument ausschliesslich zum Erwerb von Geodaten oder bestimmten Anlageprodukten genutzt werden kann. Insbesondere die Bezugsmöglichkeit einzelner Produkt- bzw Dienstleistungsgattungen mittels eines Instrumentes wird regelmässig diese Ausnahme begründen. Vgl bzgl dem Gattungsbegriff Kapitel II.2.3.1a.

⁷⁸⁵ Erwägung 5 E-Geld-RL iVm Erwägung 14 PSD II.

⁷⁸⁶ Art 37 Abs 2 PSD II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>; Art 3 Abs 3 ZDG. Im ZDG wurde der Schwellenwert dabei abweichend von der Richtlinie auf CHF 1 Million oder den Gegenwert in Euro festgesetzt.

Finanzinstrument dar.⁷⁸⁷ Das deutsche KWG sieht jedoch in dessen § 1 Abs 11 Z 7 vor, dass auch Rechnungseinheiten, mithin Token im Sinne von virtuellen Währungen, Finanzinstrumente darstellen. Daher könnte es nach deutschem Recht potentiell zu einer Konkurrenz zwischen (tokenisiertem) E-Geld und Finanzinstrumenten nach KWG kommen. Selbst bei Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes von (bewilligungspflichtigen) E-Geld dürfte dabei nach deutschem Recht aber nicht der Finanzinstrumentebegriff aufleben, da ein solcher monetärer Wert in Form eines Token (Rechnungseinheit) dogmatisch gesehen immer noch E-Geld darstellt, wenn auch keine Bewilligung als E-Geld-Institut erforderlich ist.

- 423 Zurückkommend auf das liechtensteinische Recht stellt der Eigenhandel mit E-Geld weder eine Ausgabe noch einen Vertrieb von E-Geld dar, welche vom EGG bzw ZDG erfasst würden. Auch erfolgt diesfalls kein Rücktausch der Forderung durch die Emittentin oder einer dieser zurechenbaren Entität.⁷⁸⁸ Zivilrechtlich läge eine Forderungsabtretung vor und kann bei gewerbsmässigen Forderungskauf auch ein echtes Factoringgeschäft vorliegen, welches jedoch nach liechtensteinischem Recht kein Bankgeschäft darstellt.⁷⁸⁹
- 424 Richtigerweise stellt E-Geld eine Forderung lautend auf Geld dar. Diese Forderung kann dabei in einem Token repräsentiert werden. Zu einem

⁷⁸⁷ Vgl Kapitel II.2.2.2, Rz 221.

⁷⁸⁸ Anders wird dies in Deutschland beurteilt, vgl *Terlau in Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, §1a ZAG, Rz 111.

⁷⁸⁹ Vgl Kapitel II.2.2.4.

Umtausch- bzw. Wechselvorgang im Sinne einer Wechselstubentätigkeit nach Art 2 Abs 1 lit I SPG⁷⁹⁰ gegenüber der E-Geld-Emittentin mit einem Token, welcher E-Geld repräsentiert, kann es dabei nicht kommen. Wird die Forderung gegenüber der Emittentin „eingewechselt“ wird diese in Wirklichkeit getilgt und erlischt. Die Ansicht, dass der Wechsel von E-Geld bzw. in Token repräsentiertes E-Geld gegen gesetzliche Zahlungsmittel oder virtuelle Währungen⁷⁹¹ eine Wechselstubentätigkeit im Sinne des SPG darstellt, spiegelt die herrschende (aufsichtsrechtliche) Ansicht *de lege ferenda* (ab Umsetzung der 5. Geldwäschereirichtlinie) wider⁷⁹² und ist diese Ansicht aus zivilrechtsdogmatischen Gründen gemäss oben geschilderten Gründen stringent, da E-Geld einen elektromagnetisch abgebildeten monetären Wert in

⁷⁹⁰ IdF LGBl 2009.047; vgl Kapitel II.2.9.

⁷⁹¹ In Erwägung 8 der 5. Geldwäscherei-RL wird E-Geld dabei dem Fiatgeld zugerechnet. Da in Liechtenstein die 5. Geldwäscherei-RL noch nicht umgesetzt wurde, wird vorläufig nur der Wechsel von gesetzlichen Zahlungsmitteln gegen virtuelle Währungen, sohin nicht der Wechsel von E-Geld in virtuelle Währungen oder gesetzliche Zahlungsmittel, erfasst.

⁷⁹² Siehe Erwägung 8 der in Liechtenstein noch nicht umgesetzten 5. Geldwäscherei-RL, 2018/843 (Status: Adopted act under scrutiny by EEA EFTA), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>; die 4. Geldwäscherei-RL, 2015/84 ist hingegen seit 01.08.2019 in Kraft, wobei bereits eine Vorabumsetzung im SPG mit LGBl 2017.047 erfolgte (BuA 2016/159), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>); die 6. Geldwäschereirichtlinie 2018/1673, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, ist hingegen vorerst ohne Bedeutung für den EWR; *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht – Regulatorische Grauzone?, LJZ 2/18, S 63 (S 66) – hierbei wurde irrtümlicherweise angenommen, dass E-Geld eine virtuelle Währung darstellt, obwohl E-Geld und virtuelle Währungen sich gegenseitig ausschliessen.

Form einer Forderung auf unbedingte Rückzahlung von Geldern bzw Geldbeträgen gegenüber einer E-Geld ausgebenden Stelle repräsentiert; die Einstufung als Fiatgeld durch den Unionsgesetzgeber legt nahe, dass E-Geld eine Forderung auf Geld – wie auch Einlagen – abbildet.⁷⁹³ In Liechtenstein wurde es verabsäumt das Abstellen auf den Wechsel von Fiatgeld gegen anderes Fiatgeld bzw virtuelle Währungen für das Vorliegen von Wechselstuben bzw VT-Wechseldienstleister mit Einführung des TVTG idF BuA 2019/54 respektive BuA 2019/93 auf gesetzlicher Ebene umzusetzen.⁷⁹⁴ Unabhängig hiervon wird, der Diktion der Erwägung 8 der 5. Geldwäscherei-Richtlinie folgend, offensichtlich, dass virtuelle Währungen ökonomisch betrachtet gerade keine Tauschmittel ohne inneren Wert, mithin Fiatgeld, darstellen. Der Unionsgesetzgeber unterstellt virtuellen Währungen sohin auch einen immanenten Wert ähnlich dem Warengeld.⁷⁹⁵

425 Eine andere Frage ist es, ob das Matching (als risikoloser Intermediär oder im Zuge des Matched Principal Trading) bezogen auf E-Geld (insb in Form von Token) möglich ist. Wird das System einer zentralen Gegenpartei nachgebildet⁷⁹⁶, liegt letztlich wieder nur ein Handel gegen das eigene Buch vor und ist dies wie bereits ausgeführt mit Bezug auf E-Geld möglich. Dem könnte entgegengehalten werden, dass E-Geld

⁷⁹³ So sind die Kriterien „monetärer Wert“, „in Form einer Forderung“, „gegen Zahlung eines Geldbetrages“ und „um damit Zahlungsvorgänge durchzuführen“ allesamt in einen engen Konnex zu setzen und stellen diese auf Geldforderungen gegenüber einer Emittentin ab, welche in deren Büchern auf der Passivseite – wie auch Einlagen im Sinne des Passivgeschäftes – ausgewiesen werden.

⁷⁹⁴ Vgl im Detail Kapitel II.2.9.

⁷⁹⁵ Vgl weiterführend Kapitel II.2.7.8.

⁷⁹⁶ Vgl Kapitel II.2.4.7.

jederzeit zum Nennwert rücktauschbar sein muss; dies ohne Mindestgrenze für den Rücktausch.⁷⁹⁷ In der Folge stellt sich die Frage der Sinnhaftigkeit von multilateralen Handelsplätzen für E-Geld – E-Geld, bzw die darunterliegende Forderung, ist jederzeit zum Nennwert durch die Emittentin zu erstatten. Warum also sollte jemand mehr oder weniger als den entsprechenden Nennwert für E-Geld leisten, wenn E-Geld stets zum Nennwert zurückzutauschen ist und insofern keiner Volatilität unterliegt und auch nicht zu Sparzwecken geeignet ist, sondern primär der Ausführung von Zahlungsvorgängen dient?⁷⁹⁸ Zumindest ein Grund könnte beispielsweise in Devisenspekulationsgeschäften liegen. Da die Forderung jedoch gegen die Emittentin besteht und diese den Nennwert zu erstatten hat, kann ein Gläubiger der Forderung (E-Geld-Inhaber) diese auch beliebig veräußern. Dies tangiert nicht die Pflicht der Emittentin dem Verfügungsberechtigten über das E-Geld den entsprechenden Nennwert gegen Rücktausch bzw Einlösung des E-Geldes auszuhändigen.⁷⁹⁹

⁷⁹⁷ Erwägung 18 der E-Geld-RL.

⁷⁹⁸ EFTA-Gerichtshof vom 30.05.2018 zu E-9/17.

⁷⁹⁹ Vgl Art 11 Abs 1 und 2 E-Geld-RL bzw Art 44 EGG bezüglich der Ausgabe und der Erstattung von E-Geld zum Nennwert. Vgl ferner das Urteil des EFTA-Gerichtshofes vom 30.05.2018 in der Rechtssache E-9/17 zwischen der Edmund Falkenhahn AG und der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein, <https://efta-court.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. Im konkreten Anlassfall sollten Recheneinheiten namens „World“ und „Money“ gegen gesetzliche Währungen ausgegeben werden, wobei der Wert der Recheneinheiten vom Marktwert von Gold abhängig gemacht werden sollte. Die Sicherung der Kundengelder sollte durch Investitionen in Gold erfolgen. Dies widersprach im Ergebnis der E-Geld-Richtlinie, da E-Geld wie ausgeführt jederzeit zum Nennwert zu erstatten ist und Gold darüber hinaus kein sicheres Aktivum mit niedrigem Risiko bzw kein sicheres liquides Aktivum darstellt.

Bei einem solchen Zusammenführen sich deckender Interessen mit Bezug auf E-Geld bzw auf Token, welche E-Geld repräsentieren, stellt sich zudem die Frage, ob dies das Tatbestandsmerkmal des Vertriebs von E-Geld erfüllt. Einen solchen Vertrieb dürfen neben E-Geld-Emittenten selbst nur deren Agenten oder Personen nach Art 14 Abs 1 EGG⁸⁰⁰ vornehmen.⁸⁰¹ Während die E-Geld-Ausgabe, sohin die Ausstellung von monetären Werten in Form von elektronisch oder magnetisch gespeicherten Recheneinheiten gegen Vorauszahlung von Geldbeträgen, einer Emittentin vorbehalten ist (die entsprechende Forderung steht in den Büchern der ausgebenden Entität), ist der Vertrieb auch durch Agenten möglich.⁸⁰² Der Vertrieb stellt hingegen auf den Rücktausch, den Wiederverkauf an das Publikum, die Einlösung auf Anfrage eines

⁸⁰⁰ Vgl die Definition in Art 14 Abs 2 EGG „Eine Ausgabe von E-Geld über Agenten oder Personen nach Abs. 1 ist unzulässig“, was nahelegt, dass die Personen in Art 14 Abs 1 EGG keine Agenten sind; Agenten zeichnen sich dadurch aus, dass diese den Vertrieb und/oder Rücktausch von E-Geld sowie weiterer Zahlungsdienste im Namen von einem E-Geld-Institut vornehmen dürfen (Art 3 Abs 1 lit e EGG). Abseits hiervon können wichtige betriebliche Aufgaben – so auch der Rücktausch und/oder Vertrieb von E-Geld – ausgelagert werden. Eine Auslagerung von wichtigen betrieblichen Aufgaben einer E-Geld-Emittentin darf nicht solcherart erfolgen, dass hierdurch die Qualität der internen Kontrolle sowie die Aufsichtstätigkeit der FMA wesentlich beeinträchtigt werden (Art 13 EGG). Es empfiehlt sich eine klare Abrede über Rechte und Pflichten zwischen dem Zahlungsinstitut und dem Dienstleister in schriftlicher Form zu schließen. Die Unterscheidung zwischen der Tätigkeit von Agenten und der Auslagerung von wichtigen betrieblichen Aufgaben wurde im österreichischen § 15 öEGG iVm §§ 21 und 22 öZaDiG verständlicher Geregelt als in Liechtenstein und wird dort sofort ersichtlich, dass es sich hierbei um unterschiedliche Tätigkeiten handelt.

⁸⁰¹ Art 14 und Art 5 Abs 2 lit a EGG iVm Art 7 Abs 4 bis 6 und Art 25 ZDG.

⁸⁰² Muri, Vertrieb von E-Geld über Dritte, Auslagerung und Agenten in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, § 15 Rz 3 (S 213.)

Kunden von E-Geld, oder die Aufladung von E-Geld-Produkten oder der Bereitstellung eines Vertriebskanals für E-Geld ab.⁸⁰³ Das reine Matching bzw Zusammenführen von Interessen mit Bezug auf E-Geld auf einer Plattform fällt sohin nicht unter den engen Vertriebsbegriff. Zudem ist es Wesensmerkmal von Agenten und anderen zurechenbaren Personen (Erfüllungshelfern), dass diese im Namen der Emittentin Zahlungsdienste erbringen. Eine E-Geld-Emittentin haftet auch für Handlungen ihrer Agenten und anderer zurechenbarer Personen.⁸⁰⁴ Es muss Dritten jedoch unbenommen bleiben, eigens erworbenes E-Geld (Forderungen) für eigene Rechnung und auf eigenes Risiko zu veräußern.⁸⁰⁵ Hierbei ist jedoch zu beachten, dass mit teilweiser Übernahme der 5. Geldwäscherei-RL in den EWR-Acquis und mit nationaler Um-

⁸⁰³ *Muri*, Vertrieb von E-Geld über Dritte, Auslagerung und Agenten in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, § 15 Rz 5 f (S 213 f.)

⁸⁰⁴ Art 15 EGG als *lex specialis* zu § 44 Schlussabteilung PGR.

⁸⁰⁵ Zivilrechtlich stellt dies einen in einem synallagmatischen Verhältnis stehenden Forderungserwerb bzw eine Forderungsabtretung dar und ist dies nicht eine bzw ein vom Zahler oder Zahlungsempfänger ausgelöste Bereitstellung, Transfer oder Abhebung eines Geldbetrages. Eine derartige Transaktion stellt sohin keinen Zahlungsvorgang dar, da der Geldbetrag (die Forderung) selbst erworben wird. Mangels Zahlungsvorgang wird auch kein Zahlungsdienst (auch kein Zahlungsauslösedienst) erbracht; vgl Art 4 Abs 1 Z 54 und Z 40, Z 39, Z 41 ZDG iVm Art 2 Abs 2 ZDG. Vgl auch die Definition von Wechselstuben in Art 2 Abs 1 lit l SPG i d F L G B I 2009.047, welche weitestgehend auf Erwägung 8 der 5. GW-RL abstellt. Die Regelung bezogen auf den Wechsel von E-Geld gegen anderes Fiatgeld oder virtuelle Währungen wäre ansonsten obsolet, wenn dies ohnehin einen Zahlungsvorgang und folglich eine Zahlungsdienstleistung im Sinne des SPG darstellen würde.

setzung dieses Rechtsaktes in Liechtenstein, ein Wechsel von E-Geld gegen andere Fiatgelder oder ein Wechsel von Fiatgeld wie E-Geld gegen virtuelle Währungen die Tätigkeit einer Wechselstube begründet.⁸⁰⁶

- 427 Ebenso muss es möglich sein, die Interessen mit Bezug auf E-Geld zusammenzuführen, ohne als Agent oder sonstige zurechenbare Personen⁸⁰⁷ qualifiziert zu werden, zumal dies wie ausgeführt nicht einmal eine auf die Veräusserung abstellende Vertriebstätigkeit darstellt. Selbst bei einem Vertrieb in einem solchen Szenario muss es der vertreibenden Entität vorbehalten bleiben, dies auf eigenes Risiko und für eigenen Namen und nicht für Namen der Emittentin durchzuführen.
- 428 Während das reine Zusammenführen von Erwerbs- und Veräusserungsinteressen mit Bezug auf E-Geld aufsichtsrechtlich unproblematisch erscheint, liegt in der eigentlichen Abwicklung (Settlement) von solchen Geschäften jedoch ein Zahlungsdienst. Bei einer solchen Abwicklung werden für die Parteien gesetzliche Zahlungsmittel oder virtuelle Währungen einerseits und Geldbeträge (E-Geld) andererseits transferiert.⁸⁰⁸ Seit der PSD II wird dabei die Ausnahme der Handelsagenten dahingehend eingeschränkt, dass nicht buy- und sellside gleichzeitig vertreten werden dürfen, sondern ein Handelsagent nur

⁸⁰⁶ Vgl Rz 424 und Kapitel II.2.9.

⁸⁰⁷ Solche müssen erkennbar für ein E-Geld-Institut auftreten und gegenüber Dritten ihre Stellvertretung offenlegen.

⁸⁰⁸ Transfer von Geldbeträgen als Zahlungsvorgang im Sinne des Art 4 Abs 1 Z 54 ZDG. Auch der Transfer von E-Geld, welches auf einem multilateralen System mit Token erworben wurde, stellt einen Zahlungsdienst dar, da dieses einen Geldbetrag im Sinne des ZDG darstellt.

mehr im Namen des Zahlers oder des Zahlungsempfängers, nicht jedoch für beide auftritt.⁸⁰⁹

In weiterer Folge gilt es anhand des medial umworbenen und praxisrelevanten Falles „Tether“ zu analysieren, ob der Stablecoin USD Tether (USDT) E-Geld darstellt, da dieser häufig als Gegenpart von Handelspaaren auf Handelsplattformen für Token anzutreffen ist.⁸¹⁰ Für diese Analyse ist näher auf die Rechtsnatur von Tether einzugehen. Tether wurde bzw wird laufend durch die Gesellschaft Tether Limited, Hong Kong emittiert.⁸¹¹ Die allgemeinen Geschäftsbedingungen der Tether Limited stipulieren, dass Tether zu 100 % von der Tether Reserve gedeckt sind. Werden bspw USDT von Tether Limited erworben, sind diese 1:1 an den US-Dollar gebunden. Werden 100.00 USDT erworben, hält Tether Limited Reserven im Wert von USD 100.00, um diese Tether Token möglichst wertstabil zu halten bzw den Rücktausch zu gewährleisten.⁸¹² Selbiges ist auch mit Euro möglich, so können durch Hingabe

⁸⁰⁹ BuA 2019/11, S 36 f; Erwägung 11 PSD II. Wird ein Handelsagent im Namen eines Zahlers und eines Zahlungsempfängers tätig, kann die Ausnahme nur dann weiterhin aufrechterhalten werden, wenn der Handelsagent zu keinem Zeitpunkt die Kundengelder kontrolliert. Denkbar wäre diese Ausnahme für einen Handelsagenten und Zahlungsauslösedienstleister nach Art 4 Abs 1 Z 40 und 39 iVm Art 2 Abs 2 lit e ZDG.

⁸¹⁰ So zum Beispiel auf der von der österreichischen Bitpanda GmbH betriebenen Plattform <https://www.bitpanda.com/de>, aufgerufen am 15.09.2019, 18:11.

⁸¹¹ <https://tether.to/contact-us/>, aufgerufen am 29.07.2019, 17:45.

⁸¹² Der Wert von Tether liegt nicht im inneren Wert des Tokens selbst (im Sinne von einer Wertmarke bzw einer Software als Handelsware), sondern in der Forderung, den Token gegen den entsprechenden Gegenwert rückzutauschen. Tether werden bei Rücknahme auch vernichtet „burning“, vgl *Valera*, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018,

von Euro im Verhältnis 1:1 neu ausgegebene Euro Tether (EURT) erworben werden. Tether Limited verpflichtet sich darüber hinaus vertraglich, die ausgegebenen Tether zurückzutauschen, wobei sich Tether Limited vertraglich vorbehält, eine „Redemption“ (Rücktausch) von Tether zu prorogieren und schliesst Tether Limited allgemein auch die Haftung für etwaige Nachteile im Zusammenhang mit dem Rücktausch aus.⁸¹³

- 430 Auf diese gebildete Prämisse bezugnehmend stellt Tether einen elektronisch gespeicherten monetären Wert dar. Dieser Wert entsteht durch die vertragliche Forderung gegenüber Tether Limited (Emittentin), die Tether wiederum in den entsprechenden Fiatgeldbetrag zurückzutauschen. Es kann also festgehalten werden, dass Tether in Form einer schuldrechtlichen Forderung gegen die Emittentin (Tether Limited) gegen diverse Geldbeträge ausgegeben wird, da sich sie Tether Limited ursprünglich uneingeschränkt, später dann mit teilweisen Einschränkungen dazu verpflichtet hat, Tether (unbedingt) rückzutauschen.

<https://www.cryptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019, 18:39.

⁸¹³ <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: „Every tether is always 100% backed by our reserves, which include traditional currency and cash equivalents and, from time to time, may include other assets and receivables from loans made by Tether to third parties, which may include affiliated entities (collectively, “reserves”).“, während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: “Every tether is always backed 1-to-1, by traditional currency held in our reserves. So 1 USDT is always equivalent to 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>, aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

Durch die Verknüpfung von Tether mit gesetzlichen Zahlungsmitteln geht unzweifelhaft hervor, dass Tether für die Abwicklung von Zahlungsvorgängen genutzt werden kann. Zusätzlich existiert eine Akzeptanz von Tether zur Durchführung solcher Zahlungsvorgänge abseits der Emittentin.⁸¹⁴

In conclusio wäre Tether tatbildlich für das unionsrechtliche E-Geld-Regime. Wie sich aus den Erwägungen 13 und 18 der E-Geld-RL ergibt⁸¹⁵, ist die Annahme von Geldbeträgen keine Annahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern, sofern im Gegenzug unmittelbar E-Geld ausgegeben wird. „*Der monetäre Wert besteht vergleichbar dem Bestehen einer Buchgeldforderung [...]*“⁸¹⁶ Es ist daher aus der gesetzgeberischen Fiktion der Abgrenzung zum Einlagengeschäft logische Folge, dass die tatbildliche Ausstellung eines monetären Wertes in Form einer Forderung auf eine Unbedingtheit des Rückzahlungsanspruches bzw der Forderung abstellt.⁸¹⁷ Bei Bestehen einer unbedingten auf Rückzahlung von Geldbeträgen lautenden Forderung ist es logische Konsequenz, dass ein korrespondierender Leistungsanspruch besteht (konkret ein Rückzahlungsanspruch). Kann jedoch das Einlagengeschäft durch vertragliche Abrede eines lediglich bedingten

⁸¹⁴ Die Erfüllung des letzten Tatbestandsmerkmals von E-Geld, die Akzeptanz von anderen Personen als der Emittentin, wird aufgrund notorischer Bekanntheit unterstellt; vgl auch die in FN 810 angeführte Handelsplattform für Token, auf welcher Tether akzeptiert wird.

⁸¹⁵ Vgl auch die Abgrenzung in Art 3 Abs 3 lit a BankG.

⁸¹⁶ *Lintner*, Bundesgesetz über die Ausgabe von E-Geld und die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, § 1, Rz 11 (S 45).

⁸¹⁷ Vgl Art 44 Abs 1 und 2 EGG, wonach E-Geld auf Verlangen jederzeit durch die Emittentin zum Nennwert zu erstatten ist.

Rückzahlungsanspruches abbedungen werden, muss dies umso mehr für das E-Geldgeschäft gelten. Es bleibt auch kein Raum für die Argumentation, dass sich der monetäre Wert in Form einer Forderung in Zusammenhang mit dem E-Geld-Regime auf Zahlungsvorgänge bezieht und es nicht primär auf eine unbedingte Rückzahlungspflicht der hingegebenen Geldbeträge ankommt, da diesfalls auch die meisten (elektronischen) Gutscheine als E-Geld qualifiziert werden müssten, sofern nicht eine Ausnahme des begrenzten Netzes greifen sollte. Diesfalls müssten auch solche Gutscheine rücktauschbar sein, da sie das E-Geld-Regime inkorrekt implementieren würden – eine derartige Interpretation ist jedoch unhaltbar; die Forderung gegenüber einer Emittentin auf den monetären Wert (mithin E-Geld) ist sohin nicht von der Forderung auf Rückzahlung des hingegebenen Geldbetrages (im Eintausch gegen die monetären Werte) zu abstrahieren. Liegt jedoch E-Geld vor, so verhält es sich aufsichtsrechtlich so, dass der Rücktausch von E-Geld unter strengen Auflagen zu erfolgen hat und nicht eingeschränkt werden kann – weder in zeitlicher noch in betragsmässiger Hinsicht. Jeder Tether ist dabei durch den geleisteten Nennwert besichert⁸¹⁸ und liegt kein bedingter Rückzahlungsanspruch vor.

- 432 Essentiell ist allerdings, dass das E-Geldgesetz wie auch die E-Geld-Richtlinie, basierend auf welchem das E-Geldgesetz national umgesetzt wurde, die Aufnahme, die Ausübung und die Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten bezweckt. Der Geltungsbereich des E-

⁸¹⁸ Vgl Rz 429.

Geldgesetzes erstreckt sich sohin ausschliesslich auf die gewerbsmässige Ausgabe von E-Geld durch E-Geld-Emittenten.⁸¹⁹ E-Geld-Emittenten sind dabei primär E-Geld-Institute und Banken.⁸²⁰ Da E-Geld basierend auf der Unionsgesetzgebung aber nur in der EU bzw im EWR rechtlich gesehen existiert, sind folglich auch nur E-Geld-Emittenten erfasst, welche E-Geld im EWR bzw in der EU ausgeben. Umgekehrt – und genauer – gesagt ergibt sich, aus der Beschränkung der Tätigkeit der Ausgabe von E-Geld, welche die E-Geld-Richtlinie primär reguliert, auf CRR-Kreditinstitute und E-Geld-Institute, implizit der örtliche Geltungsbereich der E-Geld-Richtlinie, welcher hinsichtlich der Ausgabe von E-Geld das Gebiet der EU bzw des EWR umfasst, da die vorgenannten Institute nur in diesem Gebiet lizenziert werden können.⁸²¹

Als Konsequenz kann E-Geld auch nur im EU-Raum bzw EWR emittiert werden. Bei einer Konstellation mit Verkaufsstellen im EWR oder in der EU, welche im Namen einer (ausländischen) Emittentin tätig werden, kommt es dennoch zu einer Emission im EU-Raum bzw EWR. Bei Tether gestaltet es sich hingegen anzunehmenderweise so, dass Tether Limited oder dieser zuzurechnende Entitäten keine Ausgabe im EU-Raum oder EWR vornehmen. Tether erfüllt sohin zwar grundsätzlich alle Elemente und Wesensmerkmale von E-Geld, doch operiert die Tether Limited ausserhalb dieses geographischen Gebietes und gibt diese Tether in einer Jurisdiktion aus, welche mit E-Geld wohl nicht

433

⁸¹⁹ Art 1 und 2 Abs 1 EGG; Art 1 Abs 1 E-Geld-RL; vgl auch Kapitel II.2.7.1.

⁸²⁰ Art 3 Abs 1 lit c EGG; Art 1 Abs 1 lit a und b E-Geld-RL.

⁸²¹ Siehe Kapitel II.2.7.1.

vertraut ist.⁸²² In weiterer Folge schliesst dies auch den sachlichen Anwendungsbereich aus, da dieser auf eine Forderung gegenüber der E-Geld-Emittentin abstellt. Die in Hong Kong ansässige Tether Limited stellt jedoch aus liechtensteinischer Perspektive keine E-Geld-Emittentin im unionsrechtlichen Sinne dar. Da die E-Geld-Richtlinie wie ausgeführt nur auf die Ausgabe von E-Geld abstellt, ist der weitere Vertrieb eines Tokens, welcher grundsätzlich E-Geld darstellen würde, wäre er in der EU oder im EWR emittiert worden, durch eine – mit der Emittentin nicht assoziierten – dritte Gesellschaft in der EU bzw im EWR aufsichtsrechtlich nicht erfasst.⁸²³ Kurzum zusammengefasst stellt Tether kein (bewilligtes) E-Geld im Sinne der E-Geld-Richtlinie bzw des E-Geldgesetzes dar (sondern wäre nur bei Ausgabe in der EU bzw im EWR bewilligungspflichtig) und löst der Handel mit solchem nicht bewilligtem E-Geld (bilateral und/oder multilateral) durch eine losgelöste, eigenständige Gesellschaft in Liechtenstein keine Bewilligungspflicht aus.⁸²⁴

2.7.7 Fazit bilaterales und multilaterales Handeln von E-Geld

434 Der Eigenhandel mit E-Geld bzw Token, welche E-Geld repräsentieren, ist schwierig zum Vertrieb von E-Geld abzugrenzen. Zurückgehend auf Art 2 Abs 1 Nr 3 lit g der 5. GW-RL stellt der Wechsel von Fiatgeld

⁸²² Grundsätzlich ist bei Verneinen von E-Geld jedoch darauf zu achten, dass nicht dennoch ein Einlagengeschäft gemäss der jeweiligen ausländischen Jurisdiktion begründet wird, da diese wie ausgeführt artverwandt sind.

⁸²³ Zumindest sofern dies national nicht anders geregelt ist. Ein Vertrieb von Tether in Liechtenstein muss aus den angeführten Gründen unreguliert sein.

⁸²⁴ Zumindest sofern ein solcher Stablecoin kein Finanzinstrument darstellt. Vgl hierzu und zum Eigenhandel mit E-Geld als Finanzdienstleistung nach dem deutschen KWG Kapitel II.2.2.2.

(mithin E-Geld) gegen virtuelle Währungen eine sorgfaltspflichtige Wechselstubendienstleistung, jedoch nicht zwingend einen Zahlungsdienst dar; die darunterliegende Forderung, welche das E-Geld darstellt, wird mittels Zession übertragen. Dabei ist selbst der Vertrieb von E-Geld mitunter schwer von der Ausgabe von E-Geld zu unterscheiden, wobei für die Ausgabe entscheidend ist, bei wem die Forderung resultierend aus der Emission von E-Geld in den Büchern aufscheint.⁸²⁵ Agiert eine Verkaufsstelle im Namen und auf Risiko einer E-Geld-Emittentin, so erfolgt die Ausgabe unmittelbar durch die Emittentin; eine Auslagerung der Ausgabe von E-Geld, oder eine Ausgabe durch Agenten ist darüber hinaus auch unzulässig.⁸²⁶ Der Vertrieb im Sinne der E-Geld-RL bzw des EGG erfolgt jedoch, wie der Name indirekt impliziert, immer im Namen einer E-Geld-Emittentin und ist durch Personen gemäss Art 14 Abs 1 EGG oder Agenten zulässig, auf welche die entsprechenden Regularien Anwendung finden. Der Handel im eigenen Namen von E-Geld (Vertrieb im eigenen Namen) stellt jedoch keine Tätigkeit dar, welche einer Bewilligung als E-Geld-Institut oder Zahlungsinstitut bedarf.⁸²⁷ Dies ist anders als in Deutschland, wo das KWG⁸²⁸ vorsieht, dass Recheneinheiten bzw Rechnungseinheiten als Finanzinstrumente zu sehen sind; diese Einstufung nach deutschen Recht

⁸²⁵ Muri, Vertrieb von E-Geld über Dritte, Auslagerung und Agenten in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, § 15 Rz 6 (S 214).

⁸²⁶ *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Geld in *Vonkilch* (Hrsg), Kommentar E-Geldgesetz 2010, Rz 52 (S 30 f).

⁸²⁷ *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, § 1a ZAG, Rz 110 f.

⁸²⁸ Vgl § 1 Abs 11 Z 7 KWG – „Rechnungseinheiten“.

scheint zu widersprüchlichen Konkurrenzen zwischen E-Geld und Finanzinstrumenten zu führen, wenn bspw tokenisiertes E-Geld im Eigenhandel veräußert wird, wofür folglich eine Bewilligung als Finanzinstitut angezeigt scheint.⁸²⁹

435 Auch das Matched Principal Trading von (tokenisiertem) E-Geld scheint nach liechtensteinischem Rech unproblematisch, da auch hier der Auftragnehmer bzw Betreiber einer solchen Handelsplattform jeweils als zentrale Gegenpartei auftritt und sohin im eigenen Namen für eigene Rechnung handelt. Bei einer tatsächlich multilateral ausgestalteten Handelsplattform für (tokenisiertes) E-Geld, bei welcher der Betreiber als risikoloser Intermediär agiert und lediglich Erwerbs- und Veräußerungsinteressen mit Bezug auf E-Geld zusammenführt, entstehen aufsichtsrechtlich gesehen ebenso wenig Probleme. Vollzieht ein solcher Vermittler jedoch auch die Vertragserfüllung (Settlement), liegt ein bewilligungspflichtiger Zahlungsdienst vor, da bei einer derartigen Transaktion mitunter gesetzliche Zahlungsmittel einerseits und Geldbeträge (E-Geld) andererseits weitergeleitet werden. Ein solcher Handel von E-Geld steht dabei nicht im Widerspruch zum Rücktauschrecht des E-Geldes zum Nennwert, da die Forderung gleichbleibend gegenüber die Emittentin aufrecht bleibt; lediglich der Forderungsinhaber wechselt. Seit der Umsetzung der PSD II kann dabei nicht mehr von der Handelsagentenausnahme Gebrauch gemacht werden, wenn jemand als Handelsvertreter bzw Handelsmäkler nach dem in Liechtenstein in Kraft befindlichen ADHGB sowohl für Veräußerer als auch Erwerber auftritt. Bei gewerbsmässiger Erbringung oben angeführter

⁸²⁹ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, § 1a ZAG, Rz 111.*

Geschäfte mit Bezug auf E-Geld kann mitunter ein echtes Factoring vorliegen, welches in Liechtenstein jedoch keine finanzmarktrechtliche Bewilligung auslöst (anders als in Österreich, wo sowohl echtes als auch unechtes Factoring als Bankgeschäft qualifiziert wird).

Nicht erfasst vom E-Geldbegriff sind solche monetären Werte, welche zwar grundsätzlich E-Geld darstellen, sofern sie in der EU bzw im EWR emittiert würden, die jedoch in Drittstaaten ausgegeben werden, welchen das E-Geld-Regime unbekannt ist. Folglich löst auch der Handel bzw die Inverkehrbringung von solchen Token durch Dritte, mit der Emittentin nicht assoziierte Gesellschaften, in Liechtenstein kein finanzmarktrechtliches Bewilligungserfordernis aus. 436

Beispiel für einen solchen nicht bewilligungspflichtigen E-Geld Token ist der Stablecoin Tether. Dieser erfüllt grundsätzlich alle Voraussetzungen von E-Geld, da ein jederzeitiger Rücktauschanspruch zum Nennwert besteht; würde Tether in der EU oder im EWR emittiert werden, läge bei konkreter Ausgestaltung lediglich eine inkorrekte Implementierung des E-Geldregimes vor. 437

2.7.8 Monetärer Wert - Revival der Klingeltonklausel?

E-Geld stellt mit seinem monetären Wert zwingend auf eine Forderung lautend auf Geld ab. E-Geld stellt sohin auch Fiatgeld dar, dies ergibt sich unweigerlich aus Erwägung 8 der 5. Geldwäschereirichtlinie, welche auch den status quo zur aktuellen Regulierung von virtuellen Währungen behandelt: *„Dienstleistungsanbieter, die den Tausch zwischen virtuellen Währungen und Fiatgeld (d.h. Münzen und Geldscheine, die zu gesetzlichen Zahlungsmitteln erklärt wurden, und elektronisches Geld eines Landes, die bzw. das im ausgebenden Land als Tauschmittel akzeptiert werden* 438

bzw. wird) ausführen, sowie Anbieter von elektronischen Geldbörsen werden nicht durch die Union verpflichtet, verdächtige Aktivitäten zu melden.“⁸³⁰ Ein Token, welcher sohin virtuelle Währungen analog zu Warengeld repräsentiert, da er einen intrinsischen Wert durch die abgebildeten Daten bzw Software und dessen Funktionalität aufweist, kann kein Fiatgeld und sohin auch kein E-Geld repräsentieren. Der Unionsgesetzgeber hat hierbei klargestellt, dass virtuelle Währungen gerade keine Objekte ohne inneren Wert (mithin Fiatgeld) repräsentieren, welche als Tauschmittel fungieren – diesfalls hätte auch ein Abstellen auf Fiatgeld alleine ausgereicht. Token stellen demnach, selbst wenn sie an sich keine Rechte repräsentieren, wie bspw Bitcoin, kein Fiatgeld dar. Dies stellt der Unionsrechtsgesetzgeber auch expressis verbis in Erwägung 10 der 5. GW-RL klar: „*Virtuelle Währungen sind nicht zu verwechseln mit elektronischem Geld im Sinne [der E-Geld-RL], mit dem umfassenderen Begriff von „Geldbeträgen“ im Sinne [der PSD II], mit Diensten oder Zahlungsvorgängen nach [PSD II] oder mit Spielwährungen, die ausschließlich innerhalb einer vorgegebenen Spieleumgebung genutzt werden können. Auch wenn virtuelle Währungen häufig als Zahlungsmittel eingesetzt werden können, könnten sie für andere Zwecke verwendet werden und umfassendere Anwendungen finden, beispielsweise als Tauschmittel, als Investition, als Wertaufbewahrungsprodukte oder zum Einsatz in Online-Kasinos.*“⁸³¹ Der europäische

⁸³⁰ Erwägung 8 der 5. GW-RL 2018/843.

⁸³¹ Erwägung 10 der 5. GW-RL 2018/843; dabei definieren sich nach Art 3 Nr 18 der 5. GW-RL virtuelle Währungen als: „*eine digitale Darstellung eines Werts, die von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht zwangsläufig an eine gesetzlich festgelegte Währung angebunden ist und die nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen als Tauschmittel akzeptiert wird und die auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann.*“

Gesetzgeber hält sohin ausserhalb der E-Geld-RL fest, dass sich virtuelle Währungen und E-Geld gegenseitig ausschliessen. Token, die als virtuelle Währungen qualifizieren, können kein E-Geld darstellen. Gleichwohl müssen Token nicht zwingend virtuelle Währungen repräsentieren und können durchaus E-Geld abbilden, sofern dies intendiert ist; der Anwendungsbereich des E-Geld-Regimes in Zusammenhang mit Token dürfte aber in der Folge denkbar gering ausfallen.

Dies hat auch die EBA bereits vor langem erkannt: „VCs [Anm: Virtual Currencies] can be (i) transferred from one user to another via electronic means, (ii) stored on an electronic device or server and (iii) traded electronically. [...] The aim of the abovedefinition is to distinguish VCs from (fiat) currency and, in particular, from e-money as digital representation of FC [Anm: Fiat Currency]. In economic theory, money performs three different functions: (1) a unit of account, (2) a means of exchange and (3) a store of value. In principle, VCs could potentially fulfil one or more of the functions of money. However, the definition of VC above reflects the fact that these functions are, at least currently, not comparable in terms of quality, and are not always fulfilled at the same time as each other or to the same extent. Furthermore, from a regulatory perspective, inclusion of the term ‘currency’ in the denomination ‘VC’ is misleading as it implies the highest liquidity of the asset, wide or universal acceptance within its geography, as well as exchangeability with other (virtual and fiat) currencies, which may not necessarily be the case for every single VC scheme.“⁸³² 439

440

⁸³² EBA Opinion on „virtual currencies“, 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>.

Die Begrifflichkeit des monetären Wertes wird in der E-Geld-RL nicht weiter erläutert. Dieses Tatbestandmerkmal ist allerdings in engen Konnex mit den weiteren Elementen *„in Form einer Forderung gegen den Emittenten“*, *„ausgestellt gegen Zahlung eines Geldbetrages“* und *„um damit Zahlungsvorgänge durchzuführen“* zu sehen und teleologisch eng auszu-legen. Folglich offenbart sich, dass ein monetärer Wert ausschliesslich auf Geld im Sinne der vorhergehend zitierten Wirtschaftstheorie der EBA als Rechnungseinheit, Tauschmittel und Wertaufbewahrungsmittel abstellt. Das Merkmal des monetären Wertes kann in der Folge auch mit dem Element *„in Form einer Forderung gegen den Emittenten“* gleichgesetzt werden, welche bei der Annahme von Geldbeträgen im Sinne des EGG entsteht. Es wird sohin ein Geldbetrag gegeben, wodurch eine Forderung lautend auf Rückstellung ebendieses Geldbetrages entsteht und folglich den monetären Wert in Form der Forderung bedingt, welche elektronisch gespeichert wird. In der Folge kann dieser monetäre Wert auch zur Abwicklung von Zahlungsvorgängen eingesetzt werden, was wiederum die Bereitstellung, die Abhebung oder den Transfer eines Geldbetrages voraussetzt; der monetäre Wert kann sohin nur auf eine Geldforderung abstellen.⁸³³ Die von der BaFin und einem Teil der deutschen Lehre vertretene Ansicht, wonach ein monetärer Wert jede Art von Tauschmittel darstellt, ist sohin dogmatisch verfehlt und unter Auslegung des nationalen Rechts ausgerichtet auf die Vorgaben des Europarechtes (richtlinien- bzw gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung) auch abzulehnen. Dies insbesondere auch deshalb, da das E-Geldgeschäft letztlich ein Einlagengeschäft darstellt,

⁸³³ Vgl hierzu Art 1 Nr 4 der E-Geld-RL: *„Diese Richtlinie gilt nicht für den monetären Wert, der auf Instrumenten gespeichert ist, die unter die Ausnahmeregelung nach Artikel 3 Buchstabe k der“* PSD I fallen. Der monetäre Wert kann sich sohin nur auf Geldbeträge beziehen, mit welchen Zahlungsvorgänge bewirkt werden können.

welches per gesetzlicher Fiktion bei Anknüpfung an bestimmte Voraussetzungen (im Sinne des EGG) andere Folgen als das Einlagengeschäft gemäss BankG mit sich zieht; das Einlagengeschäft stellt dabei zwingend auf die Annahme (unbedingt) rückzahlbarer Gelder ab.⁸³⁴

Einem elektronisch gespeicherten monetären Wert kommt dabei Beweisfunktion zu und hält ein solcher Wert einerseits die Forderung, welche gegenüber einer Emittentin besteht, fest und zeichnet darüber hinaus die Höhe des geldwerten Forderungsbetrages auf.⁸³⁵ 441

Die Ansicht, wonach Token als digitale Inhalte Daten bzw Software mit immanenem Wert darstellen, bzw aufgrund der Einstufung als virtuelle Währungen gerade kein Fiatgeld darstellen, spricht in Zusammenschau mit Erwägung 6 der E-Geld-RL generell gegen die Subsumtion von Token unter das E-Geld-Regime. Gemäss dieser Erwägung ist der Geltungsbereich der E-Geld-RL nicht für monetäre Werte eröffnet, welche zum Erwerb digitaler Waren oder Dienstleistungen eingesetzt werden können, sofern ein Betreiber bzw Emittent einem monetären Wert einen zusätzlichen immanenten Wert bspw „in Form von Zugangs-, Such- oder Übertragungsmöglichkeiten“⁸³⁶ beifügt. Dies setzt weiter voraus, dass die „Ware oder Dienstleistung nur mit einem digitalen Gerät, etwa einem Mobiltelefon oder einem Computer, genutzt werden kann und der Betreiber des Telekommunikations-, Digital- oder IT-Systems oder –Netzes nicht nur als zwischengeschaltete Stelle zwischen dem Zahlungsdienstnutzer 442

⁸³⁴ Vgl im Detail Kapitel II.2.7.3.

⁸³⁵ Gerhartinger, die zivilrechtliche Beurteilung von E-Geld in Vonkilch (Hrsg), E-Geldgesetz 2010, S. 11 (S. 28; Rz 46).

⁸³⁶ Erwägung 6 der E-Geld-RL 2009/110.

*und dem Lieferanten der Waren bzw. dem Erbringer der Dienstleistungen fungiert.*⁸³⁷ Dies wäre anzunehmen, wenn eine Zahlung direkt an den Betreiber erfolgen würde und kein Schuldner-Gläubiger-Verhältnis zwischen einem Nutzer und einem Anbieter der Waren oder Dienstleistungen zustandekommt.

443 Diese in Deutschland auch als Klingeltonklausel⁸³⁸ betitelte Ausnahme vom Anwendungsbereich des EGG bzw der E-Geld-RL gelangt bei digitalen Waren oder Dienstleistungen, welche vom Betreiber verfügbar gemacht werden, zur Anwendung. *„Ist der Betreiber zumindest an der Wertschöpfung des Produkts beteiligt, ist er nicht ausschließlich zwischengeschaltete Stelle und ist daher die Ausnahme anwendbar.“*⁸³⁹ Dabei ist ein Betreiber dann an der Generierung eines Mehrwertes beteiligt, wenn einem Produkt ein eigenständiger Wert im Sinne einer zusätzlichen Funktionalität wie eine in der E-Geld-RL erwähnte Zugangs-, Such- oder Übertragungsmöglichkeit beigefügt wird. *„So kann auch das reine Zurverfügungstellen der Kommunikationsleitung, mit der das Produkt übertragen wird, ein solcher Zusatz von Mehrwert sein.“*⁸⁴⁰

444 Dies alles scheint dabei auch auf blockchainbasierte Netzwerkprotokolle zuzutreffen und kann eine Emittentin, welche eine Blockchain bzw eine Softwareplattform entwickelt, von dieser Ausnahme mitunter Gebrauch nehmen, zumal die reine Zurverfügungstellung bzw Ent-

⁸³⁷ Erwägung 6 der E-Geld-RL 2009/110.

⁸³⁸ Vgl *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), Zahlungsdienstegesetz, § 2 ZaDiG, S. 38 (Rz. 51 mwN).

⁸³⁹ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), Zahlungsdienstegesetz, § 2 ZaDiG, S. 38 f (Rz. 51).

⁸⁴⁰ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), Zahlungsdienstegesetz, § 2 ZaDiG, S. 39 (Rz. 51).

wicklung der Technologie, welche in der Folge einen Transfer von Token ermöglicht, vor dem Hintergrund der oben zitierten Lehrmeinung bereits einen Mehrwert darstellen muss. Auch verfügen Token regelmässig über zusätzliche Funktionen, welche ihnen ihre Emittentin beibringt, über welche zB ein Zugang zu einer Plattform geschaffen wird; auch hier wird die Schaffung eines Mehrwertes anzunehmen sein, welcher einem Token durch dessen Emittentin beigelegt wird. In der Folge scheinen die Blockchain-Technologie bzw verwandte Technologien zu einem stillen Revival der Klingeltonklausel geführt zu haben, welche der Anwendbarkeit des E-Geld-Regimes auf Token bzw virtuelle Währungen zusätzlichen Boden entzieht.⁸⁴¹ Das E-Geld-Regime scheint weitestgehend untauglich zu sein, um Token einer Regulierung zuzuführen, sofern es nicht auch tatsächliche Absicht einer Emittentin ist, E-Geld in Form von Token auszugeben. Hierbei stellt sich jedoch die Frage, ob die Vorteile der dezentralen Technologie mit der E-Geld-Regulierung in Einklang zu bringen sind, oder ob man hierdurch wirtschaftlich betrachtet nicht „the worst of both worlds“ erhält.

⁸⁴¹ Vgl auch EZB, Virtual Currency Schemes, Oktober 2012, S 16, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, wonach virtuelle Währungen von E-Geld zu differenzieren sind: „[...] a clear distinction should be made between virtual currency schemes and electronic money [...]. Although some of these criteria [Anm: von E-Geld] are also met by virtual currencies, there is one important difference. In electronic money schemes the link between the electronic money and the traditional money format is preserved and has a legal foundation, as the stored funds are expressed in the same unit of account (e.g. US dollars, euro, etc.). In virtual currency schemes the unit of account is changed into a virtual one (e.g. 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.

2.8 Zahlungsdienste und tokenbasierte Geschäftsmodelle

445 Das mit 01.10.2019 in Kraft getretene Zahlungsdienstegesetz (ZDG)⁸⁴² ist die nationale Umsetzung der PSD II.⁸⁴³ Das ZDG ist bei gewerbmäßiger Erbringung von Zahlungsdiensten durch Zahlungsdienstleister anwendbar.⁸⁴⁴ Zahlungsdienstleister sind Banken bzw CRR-Kreditinstitute, E-Geld-Institute und Zahlungsinstitute.⁸⁴⁵

⁸⁴² LGBl 2019.213.

⁸⁴³ Richtlinie 2015/2236, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

⁸⁴⁴ Art 2 Abs 1 ZDG; Art 2 Abs 1 PSD II.

⁸⁴⁵ Art 2 Abs 3 ZDG; Art 1 Abs 1 PSD II. Dies ist auf den kaskadenartigen Lizenzapparat zurückzuführen. So dürfen auch Banken und E-Geld-Institute Zahlungsdienste durchführen; vgl Art 5 Abs 2 lit a EGG).

Als Zahlungsdienste erfasst werden Aus- und Einzahlungsgeschäfte⁸⁴⁶, 446 Zahlungsgeschäfte⁸⁴⁷, Zahlungsinstrumentengeschäfte⁸⁴⁸, Finanztransfergeschäfte⁸⁴⁹ und seit PSD II neu auch Zahlungsauslösedienste und Kontoinformationsdienste.⁸⁵⁰

⁸⁴⁶ Art 4 Abs 1 Z 5 und 12 ZDG; Dienste, mit denen Bareinzahlungen bzw Barabhebungen auf ein bzw von einem Zahlungskonto ermöglicht werden, sowie alle für die Führung eines Zahlungskontos erforderlichen Vorgänge.

⁸⁴⁷ Art 4 Abs 1 Z 45 ZDG (Z 46 leg cit für die Ausführung eines Zahlungsgeschäftes, bei welchem der zahlungsvorgangsrelevante Betrag durch einen Kredit gedeckt ist); die Ausführung von Zahlungsvorgängen – sohin Transfer, Bereitstellung oder Abhebung eines Geldbetrages durch den Zahler oder Zahlungsempfänger (Art 4 Abs 1 Z 54 ZDG) – einschliesslich des Transfers von Geldbeträgen auf Zahlungskonten (Art 4 Abs 1 Z 51 ZDG). Hiervon erfasst sind Pull-Zahlungen (so zB Lastschriften) und Push-Zahlungen (Überweisungen, Daueraufträge).

⁸⁴⁸ Ausgabe von Zahlungsinstrumenten oder das Acquiring von Zahlungsinstrumenten (Annahme und Abrechnung). Zahlungsinstrumente definieren sich dabei als personalisierte Instrumente bzw Verfahrensabläufe, welche zwischen Zahlungsdienstnutzer und Zahlungsdienstleister vereinbart wurden, um Zahlungsaufträge zu erteilen (Art 4 Abs 1 Z 48 ZDG, Art 4 Z 14 PSD II). Hierbei ist kein körperliches Element erforderlich und können auch PIN, Unterschrift oder PIN und TAN einen solchen personalisierten Verfahrensablauf und sohin ein Zahlungsinstrument darstellen.

⁸⁴⁹ Art 4 Abs 1 Z 17 ZDG; Art 4 Nr 22 PSD II. Ein Zahlungsdienst, bei welchem kein Zahlungskonto eingerichtet wird. Der Geldbetrag eines Zahlers wird an einen im Namen des Zahlungsempfängers handelnden Zahlungsdienstleister transferiert.

⁸⁵⁰ Art 2 Abs 2 ZDG; Art 4 Nr 3 iVm Anhang I PSD II.

447 Der Zahlungsauslösedienst ist ein Dienst, bei welchem der Zahlungsdienstnutzer einen Zahlungsauftrag bei einem anderen Zahlungsdienstleister geführten Zahlungskonto über Antrag auslöst.⁸⁵¹ In Bezug auf Token kann diese Bestimmung für einen Betreiber einer Handelsplattform für Token relevant sein, sofern dieser seinen Kunden über eine in das Geschäftsmodell eingebundene Bank ermöglichen möchte, Einlagen zu führen, um mit diesen auf einer Handelsplattform Token zu erwerben. Sofern der Betreiber der Handelsplattform im Auftrag der Kunden die entsprechenden Zahlungsaufträge weiterleitet, liegt ein Zahlungsauslösedienst vor.⁸⁵² Wird kein Zahlungsauftrag ausgelöst, sondern werden lediglich Informationen zum Kontostand bspw plattformintern widergespiegelt, liegt zwar kein Zahlungsauslösedienst, aber ein Kontoinformationsdienst vor.⁸⁵³ Kontoinformationsdienste sind Online-Dienste zur Mitteilung aggregierter bzw konsolidierter Informationen über Zahlungskonten eines Zahlungsdienstnutzers.

448

⁸⁵¹ Art 4 Abs 1 Z 39 ZDG; Art 4 Nr 15 PSD II. Zahlungsauslösedienstleister oder Payment Initiation Service Provider (PISP) geben dem Zahlungsempfänger Gewissheit, dass die Zahlung ausgelöst wurde, sodass dieser die Ware unverzüglich liefern oder die Dienstleistung erbringen kann (vgl Erwägung 29 PSD II).

⁸⁵² Hierbei kann jedoch potentiell von der Handelsagenten-Ausnahme Gebrauch gemacht werden, vgl Erwägung 11 PSD II.

⁸⁵³ Art 4 Abs 1 Z 25 ZDG; Art 4 Nr 16 PSD II (auch Account Information Service Provider; AISP). Diese Dienstleister ermöglichen einem Nutzer in Echtzeit einen Gesamtüberblick betreffend seine finanzielle Situation (Erwägung 28 PSD II).

Bemerkenswert ist die Mindestkapitalregelung von Zahlungsinstituten im ZDG, welches die PSD II umsetzt. Aufgrund des geänderten Wechselkurses CHF/EUR seit der PSD I wurden diese effektiv halbiert. Während das Mindestkapital für Zahlungsinstitute⁸⁵⁴ CHF 250'000.00 bzw CHF 40'000.00⁸⁵⁵ für Zahlungsinstitute, die das Finanztransfersgeschäft erbrachten, betrug, beträgt das Mindestkapital *de lege lata* CHF 125'000.00 für Zahlungsinstitute, die Zahlungsdienste nach Art 2 Abs 2 lit a, b und f bis h ZDG erbringen⁸⁵⁶ bzw CHF 20'000.00 für Zahlungsinstitute, die lediglich Finanztransfers erbringen.⁸⁵⁷ Die mit PSD II eingeführten Zahlungsauslösedienstleister bedürfen eines Mindestkapitals von CHF 50'000.00.⁸⁵⁸ Kontoinformationsdienstleister bedürfen hingegen keiner Bewilligung, sondern sind lediglich bei der FMA registrierungspflichtig und müssen eine Berufshaftpflichtversicherung oder eine gleichwertige Garantie vorweisen.⁸⁵⁹

⁸⁵⁴ Die Gebühr für die Bewilligung eines Zahlungsinstitutes bei der FMA beträgt CHF 30'000.00, jene für die Erteilung oder Verweigerung der Registrierung eines Kontoinformationsdienstleisters CHF 15'000.00 (Anhang 1 Abschnitt A Nr 1 lit i und Nr 2b lit a zum FMAG). Ferner beträgt die jährliche Aufsichtsgrundabgabe nach Anhang 2 Titel I Abschnitt D zum FMAG mindestens CHF 20'000.00 und maximal CHF 120'000.00 (bzw CHF 500'000.00 bei Zahlungsinstituten mit Repräsentanzen oder Zweigstellen, welche der konsolidierten Aufsicht unterliegen). Für Kontoinformationsdienstleister beträgt die Aufsichtsabgabe ebenfalls CHF 20'000.00 pa, aber maximal CHF 80'000.00 bei ausländischen Zweigstellen und Repräsentanzen, die der konsolidierten Aufsicht unterstehen.

⁸⁵⁵ Art 11 ZDG idF LGBI 2009.271.

⁸⁵⁶ Art 10 Abs 2 lit c ZDG (idF LGBI 2019.213).

⁸⁵⁷ Art 10 Abs 2 lit a iVm Art 2 Abs 2 lit c ZDG.

⁸⁵⁸ Art 10 Abs 2 lit b iVm Art 2 Abs 2 lit e ZDG-

⁸⁵⁹ Art 11 Abs 1 und Art 12 Abs 1 lit m ZDG.

2.8.1 Starke Kundenauthentifizierung

449 Erwägung 107 der PSD II konstatiert, dass die europäische Kommission, um eine vereinheitlichte Anwendung der PSD II garantieren zu können, die EBA beauftragen kann, technische Regulierungsstandards⁸⁶⁰ für eine starke Kundenauthentifizierung zu erstellen, um die Sicherheit betreffend Zahlungsdienste sicherstellen zu können. Eine starke Kundenauthentifizierung ist dabei eine Authentifizierung, welche aus den Bereichen Wissen, Besitz und Inhärenz mindestens zwei Elemente berücksichtigt, welche voneinander unabhängig sind.⁸⁶¹

450 Zahlungsdienstleister haben eine starke Kundenauthentifizierung vorzunehmen, sofern ein Zahler online auf dessen Zahlungskonto zugreift, einen elektronischen Zahlungsvorgang auslöst, oder über remote access derart handelt, dass ein Betrugsrisiko oder ein sonstiger Missbrauchspotential entstehen kann.⁸⁶²

451

⁸⁶⁰ Regulatory technical standards; RTS.

⁸⁶¹ Art 4 Nr 30 PSD II; Art 4 Abs 1 Z 34 ZDG. Ein Element des Wissens kann bspw ein Passwort oder ein PIN sein. Das possessorische Element stellt auf die Verfügungsgewalt eines Nutzers zB über ein Zahlungsinstrument oder ein Gerät, welches einen Authentifizierungscode generiert, ab. Das Element der Inhärenz stellt hingegen auf die genetische Vererbung ab und fällt hierunter bspw ein Fingerabdruck oder eine Spracherkennung. Vgl auch Titel I. Kapitel I.1.2 hinsichtlich der bei Transaktionen von Token auf der Blockchain üblichen „two factor authentication“, welche ebenfalls auf diese Elemente abstellt.

⁸⁶² Art 97 Abs 1 PSD II.

Auf der Grundlage des Art 98 PSD II hat die EBA in Zusammenarbeit mit der EZB die technischen Regulierungsstandards für die starke Kundenauthentifizierung erarbeitet.⁸⁶³ Diese RTS bzw die Del-VO ist mit 14.03.2018 in Kraft getreten.⁸⁶⁴ Die PSD II selbst ist bereits seit dem 13.01.2018 in Kraft; mangels eines früheren Beschlusses des gemeinsamen EWR-Ausschusses wurde diese in Liechtenstein nationalgesetzlich schon per 01.10.2019 umgesetzt.⁸⁶⁵ Dabei ist zu beachten, dass die Vorschriften über die starke Kundenauthentifizierung erst 18 Monate nach Inkrafttreten der RTS zur PSD II, sohin für die EU erst seit 14. September 2019 ihre Geltung entfachen.⁸⁶⁶

Zahlungsdienstleister haben generell einen Transaktionsüberwa- 452
chungsmechanismus zu implementieren, welcher es ermöglicht, risiko-
basierte Aspekte wie den Betrag aller Zahlungsvorgänge, bekannte Betrugsszenarien, die eingesetzte Zugangssoftware, Anzeichen einer Malware-Infektion und missbräuchlich eingesetzte bzw gestohlene Authentifizierungselemente, zu berücksichtigen bzw miteinzubeziehen.⁸⁶⁷

Für Zwecke einer starken Kundenauthentifizierung sind Sicherheits- 453
massnahmen zu setzen, die sicherstellen, dass ein Authentifizierungs-

⁸⁶³ RTS Del-VO 2018/389, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj.

⁸⁶⁴ Dies gilt nur für den EU-Raum. Bezüglich des EWR ist der derzeitige Status: „Adopted act under scrutiny by EEA EFTA“.

⁸⁶⁵ Art 115 Abs 1 PSD II.

⁸⁶⁶ Art 97 PSD II iVm der Umsetzungsbestimmung in Art 115 Abs 4 PSD II. Vgl auch Art 38 Abs 2 der Del-VO 2018/389.

⁸⁶⁷ Art 2 Del-VO 2018/389.

code nicht gefälscht werden kann, dass aus einem Authentifizierungscode nicht Elemente des Wissens, des Besitzes oder der Inhärenz abgeleitet werden können bzw auch nicht ein neuer Authentifizierungscode generiert werden kann (reverse engineering).⁸⁶⁸

2.8.2 Ausnahmen von der Bewilligung gemäss ZDG

454 Nachfolgend werden die relevantesten Ausnahmen des ZDG⁸⁶⁹ für blockchainbasierte Unternehmungen behandelt. Dies sind unweigerlich die beiden Hauptanwendungsfälle der Ausnahme der begrenzten Netze (begrenzte Netzwerk bzw shop-in-shop Lösung und sehr begrenzte Auswahl), sowie die Handelsagentenausnahme, als auch generell die Ausnahme betreffend Zahlungsvorgänge des Interbankenverkehrs.⁸⁷⁰

455 Eine der wichtigsten Ausnahmen des ZDG ist jene der begrenzten Netze (closed loop) gemäss Art 3 Abs 1 lit g (Z 1 bis Z 3) ZDG. Gerade bei blockchainbasierten Projekten ist die Ausnahme bei geographischer Begrenzung auf einen Mitgliedstaat in Z 3 leg cit aufgrund der ubiquitären Einsatzmöglichkeit zwar weniger relevant, umso bedeutsamer sind dafür die beiden anderen Ziffern. Der Anwendungsbereich des ZDG wird ausgeschlossen bei Diensten, welche auf begrenzt einsetzbaren Zahlungsinstrumenten beruhen, (i) welche ausschliesslich für den

⁸⁶⁸ Art 4 Del-Vo 2018/389. Zudem darf nach dieser Bestimmung eine Authentifikation maximal für fünf Minuten ohne Aktivität gewährt werden und dürfen maximal fünf konsekutive fehlgeschlagene Authentifizierungsversuche ergehen; danach müssen die Handlungsmöglichkeiten nach Art 97 Abs 1 PSD II vorübergehend oder permanent gesperrt werden.

⁸⁶⁹ Art 3 Abs 1 ZDG.

⁸⁷⁰ Art 3 Abs 1 lit l ZDG.

Erwerb von Waren oder Dienstleistungen bei einem begrenzten Netzwerk von Dienstleistern, die unter einer Geschäftsvereinbarung mit dem Emittenten stehen (Einzelhandelskette; Franchise), berechtigten (limited network)⁸⁷¹, oder (ii) die Instrumente lediglich zum Bezug einer sehr begrenzten Waren- oder Dienstleistungsselektion eingesetzt werden können (limited range).⁸⁷² Die Geltendmachung dieser Ausnahme ist mit Umsetzung der PSD II in Liechtenstein bei Überschreiten eines Schwellenwertes bei Durchführung von Zahlungsvorgängen mit einem Gesamtwert in den vorangegangenen 12 Monaten von über CHF 1 Million der FMA anzuzeigen und dieser gegenüber zu begründen.⁸⁷³ Die FMA nimmt derartige Anzeigen im öffentlich zugänglichen Zahlungsdiensteregister auf und rapportiert der EBA hierüber.⁸⁷⁴

⁸⁷¹ Art 3 Abs 1 lit g Z 1 ZDG; vgl Kapitel II.2.7.5. Berechtigt ein Zahlungsdienst beruhend auf einem Zahlungsinstrument lediglich zum Erwerb von Waren oder Dienstleistungen bei einem bestimmten Einzelhändler (shop-in-shop-Lösung), so begründet dies ebenfalls eine Ausnahme vom ZDG. Vgl diesbezüglich Erwägungsgrund 13 der PSD II. Vgl ferner Merkblatt BaFin, Hinweise zum Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, zuletzt geändert am 29.11.2017, P 3. j), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html.

⁸⁷² Art 3 Abs 1 lit g Z 2 ZDG; vgl Kapitel 2.7.3 mwN und konkretisierenden Ausführungen. Von PSD I hin zu PSD II wurde die Begrenzung verschärft, was sich auch in der Terminologie widerspiegelt. So wurde die begrenzte Auswahl von Waren oder Dienstleistungen weiter eingeschränkt auf eine sehr begrenzte Auswahl. Die Auswirkung dieser Verschärfung in der Praxis bleibt fragwürdig; generell wird bei dieser Ausnahme aber auf den zivilrechtlichen Gattungsbegriff bzw funktional zusammenhängende Produktgattungen abzustellen sein.

⁸⁷³ Art 3 Abs 3 ZDG.

⁸⁷⁴ Art 3 Abs 5 iVm Art 16 ZDG und Art 3 Abs 6 ZDG.

Eine weitere wesentliche Ausnahme vom ZDG ist die Erbringung von Zahlungsvorgängen zwischen einem Zahler und einem Zahlungsempfänger durch einen Handelsagenten, welcher über die vertraglich eingeräumte Befugnis verfügt, einen Vertrag über die Veräußerung oder den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen im Namen des Zahlers oder des Zahlungsempfängers auszuhandeln oder auch abzuschließen.⁸⁷⁵ Während es unter dem Regime der PSD I möglich war, dass ein Handelsagent sowohl buyside als auch sellside, sohin Zahler und Zahlungsempfänger vertreten hat, wurde einem derartigen Verhalten mit Einführung bzw nationaler Umsetzung der PSD II ein Riegel vorgehoben.⁸⁷⁶ Ein Handelsagent kann nunmehr nur mehr für eine Vertragsseite, sohin entweder dem Zahler oder dem Zahlungsempfänger, auftreten und von dieser Ausnahme im ZDG Gebrauch machen.⁸⁷⁷

⁸⁷⁵ Handelsagenten bzw Handelsmakler müssen zudem über einen gewissen Ermessensspielraum hinsichtlich der Aushandlung oder den Abschluss eines Kaufs bzw Verkaufs von Waren oder Dienstleistungen verfügen. Während sich das Kriterium des Abschlusses auf eine Willensbetätigung für das Zustandekommen eines Rechtsgeschäftes bezieht, betrifft das Merkmal des Aushandelns den Inhalt des Geschäftes, wie insbesondere Preis, Beschaffenheit, Ort der Beschaffung, Vertragspartei, etc. Kein Ermessen liegt vor, wenn Abschluss und Konditionen, sowie die Gegenpartei bereits feststehen und Gelder lediglich weitergeleitet werden; dies ist die Definition eines Zahlungsdienstes – vgl BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, vom 22.12.2011, zuletzt geändert am 29.11.2017, P 3. b).

⁸⁷⁶ Für Handelsplattformen kann die Handelsagentenausnahme sohin nicht mehr in Anspruch genommen werden, vgl BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, vom 22.12.2011, zuletzt geändert am 29.11.2017, P 3. b).

⁸⁷⁷ Art 3 Abs 1 lit p ZDG; vgl Erwägung 11 PSD; vgl auch BuA 2019/11, S 13 f; vgl ferner Kapitel II.2.7.6 Rz 428. Während im genannten BuA 2019/11 apodiktisch ausgeführt wird, dass ein Handelsagent, der beide Seiten vertritt, nicht

Handelsagenten bzw Handelsvertreter definieren sich dabei nach dem in Liechtenstein in Kraft befindlichen ADHGB als selbständige Gewerbetreibende, die ständig betraut sind, für Unternehmer Geschäfte zu vermitteln oder in deren Namen abzuschliessen.⁸⁷⁸ Denkbar ist also, dass ein Handelsagent von einem Unternehmer, für den er ein Geschäft ausgehandelt hat, Gelder annimmt und diese nach Vertragsaushandlung oder Vertragsabschluss im Rahmen der Vertragserfüllung an einen zweiten Unternehmer als Gegenpartei übermittelt. Bei dieser Art der Tätigkeit kann sich ein Handelsagent – bei Vorliegen von Ermessen beim Aushandeln oder Abschluss des Vertrages – auf die Ausnahme vom ZDG berufen und bedarf folglich keiner Bewilligung als Zahlungsinstitut.⁸⁷⁹ Der im ZDG im aufsichtsrechtlichen Konnex verwendete Begriff des Handelsagenten ist weit auszulegen und erfasst aufgrund desselben wirtschaftlichen Inhalts auch Handelsmäkler bzw Sensale.⁸⁸⁰ Handelsmäkler erfüllen grundsätzlich dieselben Aufgaben

mehr die Vorzüge der Ausnahme geltend machen kann, lässt sich dies der PSD II nicht derart absolutistisch entnehmen. In Erwägung 11 aE PSD II wird ausgeführt, dass ein Handelsagent weiterhin für Zahler und Zahlungsempfänger unter dieser Ausnahme auftreten kann, wenn er nie in den Besitz von Kundengeldern gelangt oder diese kontrolliert. Gemeint kann hierbei nur ein Zahlungsauslösedienstleister sein, der als Handelsagent für beide Seiten auftritt, um einen Verkauf von Waren oder Dienstleistungen auszuhandeln und abzuschliessen (diesen jedoch nicht für die Parteien erfüllt); generell ist hinsichtlich der Ausnahmen zu beachten, dass hierbei der Geltungsbereich des ZDG, nicht jedoch der eigentliche Anwendungsbereich eröffnet ist, weshalb auch keine Bewilligung erforderlich ist.

⁸⁷⁸ Art 87 ADHGB.

⁸⁷⁹ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *ZaDiG*, § 2, Rz 20.

⁸⁸⁰ Vgl *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *ZaDiG*, § 2, Rz 21.

wie Handelsagenten; dies mit dem Unterschied, dass diese nicht mit der ständigen Geschäftsvermittlung beauftragt sind, sondern einzel-fallbezogen agieren und darüber hinaus auch für Private tätig werden.⁸⁸¹

2.8.3 Fazit Ausnahmen gemäss ZDG unter PSD II

458 Das ZDG sieht diverse Ausnahmetatbestände vor, bei welchen keine Bewilligung als Zahlungsinstitut erforderlich wird. Diese Ausnahmen sind teilweise auch für das EGG relevant. Abseits der Zahlungsdienstleistungsausnahme im Zusammenhang mit dem Interbankenverkehr (bspw bei Zahlungs- oder Wertpapierabwicklungssystemen) ist die relevanteste Ausnahme jene der begrenzten Netze. Hiernach wird die Anwendbarkeit des ZDG bzw EGG ausgeschlossen, sofern Dienste auf begrenzt einsetzbaren Zahlungsinstrumenten beruhen, welche lediglich für den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen bei einem begrenzten Netzwerk von Dienstleistern, welche miteinander in einer Geschäftsverbindung stehen (Einzelhandelskette; Franchise; limited network), eingesetzt werden können. Auch Dienste, die auf Zahlungsinstrumenten beruhen, mit welchem Waren oder Dienstleistungen aus nur einem sehr begrenzten Spektrum bezogen werden kann (limited range) profitieren von der Ausnahme der begrenzten Netze. Dabei ist zu beachten, dass seit der Umsetzung der PSD II diese Ausnahme bei Überschreiten von Zahlungsvorgängen im Gesamtgegenwert von über EUR 1 Million in 12 Monaten (Art 37 Abs 2 PSD II) bzw CHF 1 Million in 12 Monaten (Art 3 Abs 3 ZDG) der zuständigen Aufsichtsbehörde, für Liechtenstein der FMA, anzuzeigen ist. Dabei ist zu begründen, von

⁸⁸¹ Art 67 ADHGB.

welcher Ausnahme konkret Gebrauch gemacht wird. Diese Ausnahmen werden im öffentlichen nationalen Zahlungsdiensteregister aufgenommen und der EBA gemeldet.

Eine weitere bedeutsame Ausnahme vom ZDG ist jene der Handelsagenten bzw Handelsvertreter und der Handelsmäkler. Leitet jemand im Zuge der Geschäftsaushandlung bzw -vermittlung und des Geschäftsabschlusses Gelder nur für einen Zahler oder Zahlungsempfänger weiter (Geschäftserfüllung), so agiert diese Person als Handelsagent oder Handelsmäkler im Namen des Zahlers oder Zahlungsempfängers und kann von der Handelsagentenausnahme des ZDG Gebrauch machen, wodurch keine Bewilligung als Zahlungsinstitut für derartige Dienstleistungen erforderlich wird. Unter PSD II ist es anders als unter PSD I nicht länger möglich, dass ein Handelsagent unter Berufung auf den Ausnahmetatbestand sowohl Zahler (buyside) als auch Zahlungsempfänger (sellside) gleichermaßen vertritt. Gemäss Erwägung 11 aE PSD II kann ein Handelsagent jedoch weiterhin für Zahler und Zahlungsempfänger unter der Ausnahme für Handelsagenten agieren, sofern er nie Kundengelder besitzt oder kontrolliert; relevant kann dies wohl nur für Zahlungsauslösedienstleister sein, welche per se keine Kundengelder halten. 459

Der Unterschied zwischen Handelsagenten und Handelsmäklern liegt darin, dass erstere ständig damit betraut sind, Geschäfte für Unternehmer zu vermitteln oder zu deren Gunsten abzuschliessen, während Handelsmäkler bzw Sensale zwar prinzipiell dieselben Aufgaben erfüllen, jedoch einzelfallbezogen auftreten und nicht nur für Unternehmer, sondern auch für Private handeln. 460

2.9 Wechselstuben gem SPG idF LGBl 2009.047 und 2019.302

- 461 Wechselstuben sind gemäss Art 3 Abs 3 lit a SPG idF LGBl 2009.047⁸⁸² sogenannte Melder, da sie als Sorgfaltspflichtige gelten, die die Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit unverzüglich bei der liechtensteinischen FMA schriftlich melden müssen. Wechselstuben werden entsprechend dem FMA-internen Bereich Geldwäschereiprävention und andere Finanzintermediäre zugeordnet. Eine Wechselstube definiert sich dabei als eine Person, welche gesetzliche Zahlungsmittel wechselt oder gesetzliche Zahlungsmittel gegen virtuelle Währungen bzw umgekehrt tauscht.⁸⁸³
- 462 Aus Erwägung 8 der 5. Geldwäscherei-RL⁸⁸⁴ geht hervor, dass E-Geld zukünftig von der Wechselstubentätigkeit erfasst werden soll. Diese Richtlinie wurde in Liechtenstein aber noch nicht umgesetzt, wurde dort das tatbildliche Verhalten einer Wechselstube doch auf den Wechsel bzw Tausch zwischen Fiatgeld und virtuellen Währungen abgeän-

⁸⁸² Dieses Kapitel bezieht sich primär auf das SPG idF LGBl 2009.047, sohin auf die Rechtslage betreffend das SPG vor Inkrafttreten des TVTG (SPG idF BuA 2019/93), sofern nicht anders vermerkt.

⁸⁸³ Art 2 Abs 1 lit l SPG; Mit Einführung des TVTG soll hier eine Trennung in Wechselstuben für den Wechsel von gesetzlichen Zahlungsmitteln einerseits und VT-Wechseldienstleister für den Wechsel von Token gegen andere Token oder gegen gesetzliche Zahlungsmittel erfolgen (im BuA 2019/54, S 367 f, wurde anders als im BuA 2019/93 noch auf Zahlungstoken und virtuelle Währungen abgestellt). Dem Abstellen auf Fiatgelder gemäss der Vorgabe der 5. Geldwäscherei-RL wird sohin im TVTG zumindest nicht per Legaldefinition gefolgt und scheint der Wechsel von E-Geld gegen gesetzliche Zahlungsmittel oder virtuelle Währungen in Liechtenstein sohin nicht erfasst; vgl für Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen und Token gemäss Art 2 Abs 1 lit z^{ter} SPG idF BuA 2019/93 die Ausführungen unter Kapitel II.2.5.4.

⁸⁸⁴ Richtlinie 2018/843, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

dert, während in Liechtenstein noch auf gesetzliche Zahlungsmittel anstatt Fiatgelder abgestellt wird.⁸⁸⁵ Aus der Erwägung geht hervor, dass E-Geld dem Fiatgeld zugerechnet wird.⁸⁸⁶ Vor diesem Hintergrund stellt sich weiters die Frage der Bedeutsamkeit des Festhaltens am Begriff der virtuellen Währungen, sind Fiatgelder doch Tauschmitteleinheiten ohne inneren Wert, was in dieser Form neben gesetzlichen Zahlungsmitteln und E-Geldern vermeintlich auch auf die ansonsten unter virtuellen Währungen subsumierten Bitcoin und Konsorten umgelegt werden könnte, denn ein Abstellen auf ein physisches Element von Fiatgeld (im Sinne von Papiergeld) wird unter Berücksichtigung von Buchgeld und E-Geld nicht haltbar sein. Der Begriff der virtuellen Währung scheint sohin *prima vista* redundant und kann bei genauerem Hinsehen dennoch nicht weggelassen werden. Virtuellen Währungen wie Bitcoin ist es nämlich eigen, dass sie über einen Wert, der über den

⁸⁸⁵ Auch mit Einführung des TVTG wurde dem nicht entsprochen, obwohl in den dortigen Erläuterungen der Regierung sogar ausgeführt wird, dass die 5. Geldwäscherei-RL diesbezüglich umgesetzt wurde – BuA 2019/54, S 302.

⁸⁸⁶ Fiatgeld definiert sich für gewöhnlich als ein Objekt, das keinen inneren Wert vorweist, jedoch als Tauschmittel dient. Dies trifft auf gesetzliche Zahlungsmittel zu. So wird der Schweizerfranken als Liechtensteiner Franken lediglich aufgrund des Gesetzes betreffend die Einführung der Frankenwährung (LGBI 1924.008) als Zahlungsmittel festgelegt. Erst durch die Akzeptanz als generelle Gegenleistung und folglich zur Abwicklung von Geschäften ist ein solches Zahlungsmittel jedoch als (Fiat-)Geld zu sehen. Der Wert bemisst sich dabei bspw durch Faktoren der Regierungsstabilität und Stärke der Volkswirtschaft. Fiatgeld unterscheidet sich dabei von Warengeld, welches neben einen Tauschwert auch einen intrinsischen bzw inhärenten Wert aufweist (zB Edelmetalle wie Gold, oder auch sogenanntes Primitivgeld, wie Mineralgelder, Muschelgelder, Stoffgelder, etc pp). E-Geld weist keinen intrinsischen Wert auf, da sich der monetäre Wert stets auf eine Geldforderung bezieht, weshalb die Einordnung als Fiatgeld wirtschaftlich betrachtet zutreffend ist.

reinen Datensatz hinausgeht, verfügen, welcher sich durch die Nutzbarkeit und Funktionalität im Bitcoin-Protokoll bemisst; ein Bitcoin mag keine besonderen Rechte repräsentieren, dies bedeutet jedoch nicht, dass Bitcoin nichts bzw keinen Wert repräsentiert.⁸⁸⁷

- 463 De lege lata ist der Wechsel von E-Geld in gesetzliche Zahlungsmittel oder virtuelle Währungen in Liechtenstein nicht von der gesetzlichen Definition der Wechselstube bzw der Tätigkeit eines VT-Wechseldienstleisters erfasst. Unter virtuellen Währungen verstehen sich dabei elektronisch speicherbare, übertragbare und handelbare Kryptowährungen bzw Token, welche eine digitale Repräsentation eines Wertes sind, vorausgesetzt diese Token dienen dem Erwerb von Waren oder Dienstleistungen (Tauschmittel) oder der Wertaufbewahrung und nehmen somit eine vergleichbare Funktion von gesetzlichen Zahlungsmitteln ein (zahlungsmittelstellvertretende Funktion wie bspw Bitcoin oder Ether), wobei eine virtuelle Währung nicht von öffentlicher Stelle

⁸⁸⁷ Vgl Kapitel II.2.7.6, Rz 424. Mit Einführung des TVTG wird auch der Wechsel von virtuellen Währungen untereinander, wie er vor Inkrafttreten des TVTG nicht erfasst wurde, als Erbringen einer VT-Wechseldienstleistung unter den Anwendungsbereich des SPG idF BuA 2019/93 fallen. Das Tatbild des VT-Wechseldienstleisters geht jedoch weiter und erfasst auch Token, welche keine virtuellen Währungen repräsentieren (sohin Token, welche einen Wert aufgrund der zugrundeliegenden Software und Technologie aufweisen – mithin digitale Inhalte – oder Token, welche das dingliche Recht an einer Sache abbilden). Weiterhin nicht erfasst in Liechtenstein ist hingegen der Wechsel von E-Geld, da auf gesetzliche Zahlungsmittel und nicht auf Fiatgeld abgestellt wird (vgl Art 2 Abs 1 lit q TVTG idF BuA 2019/93 und Art 2 Abs 1 lit l SPG idF BuA 2019/93).

ausgegeben wurde und nicht zwangsläufig an gesetzliche Zahlungsmittel angebunden sein muss.⁸⁸⁸

Ferner ist von einer Wechselstubentätigkeit nach SPD idF LGBI 464 2009.047 nur der Wechsel gesetzlicher Zahlungsmittel mit anderen gesetzlichen Zahlungsmitteln bzw der Umtausch von gesetzlichen Zahlungsmitteln in virtuellen Währungen und umgekehrt erfasst. Die Lücke hinsichtlich des unregulierten Wechsels von Token gegen andere Token (bzw virtuelle Währungen untereinander) wird dabei mit Einführung des VT-Wechseldienstleisters im TVTG geschlossen und wird auch diese Tätigkeit aufsichtsrechtlich erfasst werden.⁸⁸⁹

⁸⁸⁸ BuA 2016/159, S 31 – virtuelle Währungen sind dabei keine „digitalen Geldeinheiten“, die nur äusserst beschränkt in gesetzliche Zahlungsmittel umgetauscht werden können oder für den Umtausch überhaupt ungeeignet sind; vgl Definition in Art 3 Nr 18 5. GW-RL bzw Art 2 Abs 1 lit z bis SPG idF BuA 2019/93.

⁸⁸⁹ Vgl Art 2 Abs 1 lit r TVTG idF BuA 2019/54 – hierbei war überhaupt noch die Rede von sogenannten Zahlungstoken. Das Vorhaben der Einführung weiterer neuer Begriffe wurde jedoch verworfen, was der Verständlichkeit und Rechtssicherheit sicherlich zuträglich ist. Unrond scheint jedoch die Lösung von Dienstleistern, welche sowohl Fiatgeld zu den offiziellen Wechselkursen tauschen, als auch virtuelle Währungen bzw Token gegen andere Token und/oder Fiatgelder wechseln. In Bezug auf den Wechsel von Fiatgeldern untereinander liegt sodann eine meldepflichtige Wechselstube nach Art 2 Abs 1 lit l iVm Art 3 Abs 3 lit a SPG idF BuA 2019/93 vor für welche zudem eine Gewerbebewilligung benötigt wird, während in Bezug auf den Wechsel von Token gegen Token oder Fiatgeld ein registrierungspflichtiger VT-Wechseldienstleister nach Art 2 Abs 1 lit q iVm Art 12 Abs 1 TVTG idF BuA 2019/93 vorliegt. Dies spitzt sich weiter zu, wenn man bedenkt, dass für die Wechselstubentätigkeit nach Anhang 2 Titel IV Abschnitt D Nr 2 zum FMAG die Zusatzaufsichtsbefugnis CHF 40 beträgt – dies jedoch nur für sorgfaltspflichtrelevante Transaktionen – während jene für die Tätigkeit eines VT-Wechseldienstleisters nach

- 465 Gemäss dem Ausgeführten ist festzuhalten, dass Wechselstuben für Wechselgeschäfte jeweils als Vertragspartner vorgesehen sind (bilaterales Wechselvorgehen gegen das eigene Buch). Keine Wechselstubentätigkeit begründet jedoch ein multilaterales Vertragsverhältnis, bspw bei einer Handelsplattform für Token (unjuristisch bzw „unlegistisch“ gesprochen sogenannte Crypto-Exchanges bzw Kryptobörsen), bei welchem der Betreiber einer solchen Handelsplattform lediglich als risikoloser Intermediär auftritt und die Kaufs- bzw Verkaufsinteressen Dritter zum Abschluss eines Vertrages zusammenführt.⁸⁹⁰
- 466 Abschliessend ist zur Wechselstube auszuführen, dass der Erwerb von Token in einem Token Sale bzw Token Offering keine Wechseltätigkeit im Sinne einer Wechselstube begründet. Dies deshalb, da ein solcher Vorgang keinen Wechsel, sondern eine Ausgabe im Zuge einer primary issuance oder einen Verkauf in Folge der Feilbietung von digitalen Inhalten darstellt.
- 467 Wechselstuben bedürfen zwar keiner Bewilligung, sie sind jedoch voll sorgfaltspflichtig.⁸⁹¹ Wechselstuben haben entsprechend bei der FMA eine Aufsichtsabgabe zu entrichten. Diese beträgt mindestens CHF 500.00 und maximal CHF 100'000.00 per annum, wobei sich die Zusatzabgabe über die Grundaussgabe hinaus auf CHF 40.00 pro sorgfaltspflichtrelevante Transaktion beläuft.⁸⁹²

Anhang 2 Titel VIII Abschnitt A Nr 2 zum FMAG idF BuA 2019/93 0.25 % der Bruttoumsatzerlöse betragt und sohin alle Transaktionen erfasst.

⁸⁹⁰ Ein Settlement in Fiatgeld (bzw terminologisch enger in Geldbeträgen) löst jedoch ohne Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes eine Zahlungsdienstleistung aus, vgl Kapitel II.2.7.6 und Kapitel II.2.8.

⁸⁹¹ Art 3 Abs 1 lit f SPG.

⁸⁹² Anhang 2 Titel IV Abschnitt D zum FMAG

Gemäss Art 5 Abs 2 lit a und lit g SPG haben Wechselstuben bei Aufnahme einer Geschäftsbeziehung⁸⁹³ als auch bei Abwicklung gelegentlicher Transaktionen, welche CHF 1'000.00 oder mehr betragen, die Sorgfaltspflichten nach Art 5 SPG⁸⁹⁴ zu erfüllen. Art 5 Abs 2 lit g SPG stellt dabei eine *lex specialis* zu lit a bzw lit b *leg cit* dar, da bei Wechselstuben in den meisten Fällen nicht davon auszugehen ist, dass eine dauerhafte Geschäftsbeziehung etabliert wird.⁸⁹⁵ Sorgfaltspflichtrelevante Wechsel-Transaktionen werden bei Wechsel in gesetzlichen Zahlungsmittel zu den offiziellen Wechselkursen erst bei einem Schwellenwert von über CHF 15'000.00 angenommen. Bei einem Umtausch von virtuellen Währungen gegen gesetzliche Zahlungsmittel und umgekehrt wird die Schwelle hingegen mit CHF 1'000.00 angesetzt, wobei Transaktion, welche in Verbindung stehen, zusammenzurechnen sind. Die Abwicklung gelegentlicher Transaktionen durch eine Wechselstube löst mangels Sorgfaltspflichtrelevanz keine Aufsichtsabgabe idH von CHF 40.00 aus.⁸⁹⁶

468

Im BuA 2019/54 wie auch im BuA 2019/93 zum TVTG scheint dabei aus einem redaktionellen Versehen die Einführung einer vergleichbaren

469

⁸⁹³ Art 2 Abs 1 lit c SPG: „jede geschäftliche, berufliche oder kommerzielle Beziehung, die in Verbindung mit den gewerblichen Tätigkeiten des Sorgfaltspflichtigen unterhalten wird und bei der bei Zustandekommen des Kontakts davon ausgegangen wird, dass sie von gewisser Dauer sein wird.“

⁸⁹⁴ Insb sind die in Art 6 Abs 1 SPV (KYC) und Art 20 Abs 1 SPV (AML) angeführten Daten zu erheben. Für die Identifikation im Fernzugang (Remote Identification, wozu auch die Video Identification gehört) ist Art 14 SPV iVm der FMA Wegleitung 2019/7 vom 11.06.2019, <https://www.fma.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmassnahmen.pdf>, zu beachten.

⁸⁹⁵ BuA 2016/159, S 57.

⁸⁹⁶ Art 5 Abs 2 lit g SPG; BuA 2016/159, S 57; vgl ferner BuA 2019/54, S 93

Schwelle für den VT-Wechseldienstleister im SPG idF BuA 2019/93 (LGBI 2019.302) vergessen worden zu sein.⁸⁹⁷ Andernfalls scheint nicht sachlich gerechtfertigt zu sein warum eine vergleichbare Schwelle beim Wechsel von Token in gesetzliche Zahlungsmittel oder beim Wechsel von Token gegen Token nicht zur Befreiung von den Sorgfaltspflichten bzw der Aufsichtsabgabe führt. Gerade bei Geschäftsvorhaben, welche sich auf Transaktionen mit geringen Gegenwert fokussieren, wäre dies wirtschaftlich untragbar.⁸⁹⁸ VT-Wechseldienstleister soll jedoch keine fixe Zusatzabgabe für sorgfaltspflichtrelevante Transaktionen treffen⁸⁹⁹, sondern ist eine prozentbasierte Aufsichtsabgabe zu entrichten, welche auf die gewechselten Token und gesetzlichen Zahlungsmittel abstellt; dennoch ist grundsätzlich jede Transaktion als sorgfaltspflicht-relevant zu erfassen.⁹⁰⁰

⁸⁹⁷ BuA 2019/54, S 367 ff. Art 5 Abs 2 lit h SPG idF BuA 2019/93 sieht jedoch für VT-Wechseldienstleister, die ausschliesslich physische Automaten betreiben einen Schwellenwert von CHF 1'000.00 vor.

⁸⁹⁸ Bei einem Wechsel von Token gegen andere Token wäre für eine Schwellenwertberechnung auf den entsprechenden Gegenwert in gesetzlichen Zahlungsmitteln abzustellen.

⁸⁹⁹ Anhang 2 Titel IX Abschnitt G Nr 2 zum FMAG.

⁹⁰⁰ Diese Abgabe betrug gemäss Wortlaut des FMAG idF BuA 2019/54 0.25 % der Bruttoumsatzerlöse (Faktor von 0.0025). Mit Anhang 2 Titel VIII Abschnitt A Nr 4 zum FMAG idF BuA 2019/93 wurde die maximale jährliche Gesamtauf-sichtsabgabe von CHF 5'000.00 bzw CHF 10'000.00 für alle VT-Dienstleister auf CHF 100'000.00 angehoben. Die abgabenbezogenen Zahlen scheinen hierbei ausser Relation zu stehen, wenn man bedenkt, dass VT-Dienstleister keiner makroprudentiellen Aufsicht der FMA unterstehen, jedoch Abgaben vergleichbar mit jenen von Finanzinstituten wie E-Geld- und Zahlungsinstituten eingehoben werden (vgl Anhang 2 Titel I Abschnitt D Nr 5 lit a und Anhang 2 Titel I Abschnitt C Nr 5 lit a FMAG). Zudem bestehen in Art 16 TVTG idF BuA 2019/93 Mindestkapitalvorschriften für VT-Dienstleister von bis zu CHF

Aus dem der FMA unterstellten Bereich andere Finanzintermediäre ist bei blockchainbasierten Vorhaben neben dem Vorliegen einer Wechselstube, sofern indiziert, insbesondere auch zu prüfen, ob ein Trust begründet wird⁹⁰¹, oder allenfalls der Anwendungsbereich des Geldspielgesetzes eröffnet ist.⁹⁰²

250'000.00, welche wohl nur von den wenigsten Start-Ups aufgebracht werden können, obwohl das TVTG genau diese FinTech Start-Up-Szene fördern soll. Da es sich hierbei um eine Mindestkapitalbestimmung handelt, darf dieses zudem niemals unterschritten werden und sohin kann das Kapital nicht wie für Gesellschaften gemäss PGR ansonsten üblich als operatives Kapital herangezogen werden. Gemäss Art 182e PGR könnte das Stammkapital ansonsten bis zur Hälfte für die Geschäftstätigkeit herangezogen werden, ohne dass es zu Sanierungsmassnahmen bzw einer buchhalterischen Überschuldung kommt.

⁹⁰¹ Recht der Treuhänderschaften bzw Salmannenrecht nach Art 879 ff PGR; bei einem Trust können auch Treuhandzertifikate als Wertpapiere über das Treugut gemäss Art 928 Abs 1 PGR ausgegeben (und in der Folge tokenisiert) werden. Diese Wertpapiere sind gemäss Abs 3 leg cit wie Namenaktien zu übereignen. Derartige Wertpapiere müssen dabei nicht zwingend übertragbare Wertpapiere im Sinne von Finanzinstrumenten nach MiFID II repräsentieren; es kommt hierbei wiederum auf die Standardisierung bzw funktionale Äquivalenz zu Finanzinstrumenten, sowie generell die Übertragbarkeit bzw Handelbarkeit an.

⁹⁰² Der FMA obliegt hinsichtlich der Spielbanken zwar die Aufsicht, was die Sorgfaltspflichteinhaltung anbelangt, doch ist zu beachten, dass nach Art 13 GSG für die Bewilligung nach dem Geldspielgesetz (GSG) das Amt für Volkswirtschaft (AVW) zuständig ist. Hinsichtlich des GSG ist zu beachten, dass dieses primär auf den Geldbegriff abstellt und für token-basierte Geschäftsmodelle sohin in der Regel nicht zur Anwendung gelangen kann (vgl das stete Abstellen auf ein Geldspiel, welches den Einlagenbegriff heranzieht in Art 3 Abs 1 lit i, l, o und v iVm lit f und e GSG; allerdings ist die Strafbestimmung in Art 88 Abs 1 lit a GSG sehr weit gefasst und erfasst potentiell alle Tätigkeiten in Zusammenhang mit Glückspielen: „Vom Landgericht wird wegen Vergehens mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen bestraft,

2.10 Fazit Bereich Geldwäschereiprävention und andere Finanzintermediäre

471 Nach bestehender Gesetzeslage erfasst die Wechselstube gemäss SPG (sowohl idF LGBl 2009.047 als auch idF BuA 2019/93) – zumindest abstellend auf den reinen Gesetzeswortlaut – nicht den Wechsel von E-Geld in andere gesetzliche Zahlungsmittel oder virtuelle Währungen. Während es noch verständlich ist, dass E-Geld keine virtuelle Währung darstellt, da dieses bei genauer zivilrechtlicher Betrachtung lediglich eine Forderung lautend auf Geld gegenüber einer Emittentin darstellt, erfasst das SPG nach wie vor, bzw auch der VT-Wechseldienstleister gemäss TVTG idF BuA 2019/93, entgegen der 5. Geldwäschereirichtlinie bzw einer vermeintlichen (teilweisen) Umsetzung derselben kein E-Geld, da die Diktion und folglich der Telos der 5. Geldwäschereirichtlinie nicht umgesetzt wurde. Die Wechselstuben- bzw Wecheldienstleistertätigkeit stellt nach wie vor auf gesetzliche Zahlungsmittel anstatt Fiatgelder ab.

472

wer vorsätzlich ein Geldspiel organisiert, betreibt, vermittelt, verbreitet, dafür Raum gibt, dafür wirbt, dafür Personen zusammenführt, dafür Spieleinrichtungen einschliesslich Software beschafft oder es auf andere Weise gewerbmässig fördert, ohne dass die für das Geldspiel notwendige Zulassung vorliegt oder das Geldspiel von einer solchen gesetzlich befreit ist.“). Wie auch bei den Ausführungen iZm Handelsplätzen und einer DEX unter Kapitel II.2.5, ist auszuführen, dass auch bei einer Blockchain, auf welcher Glücks- und Geschicklichkeitsspiele durch Einsatz von Token durchgeführt werden können, ähnlich wie bei einer DEX kein Regulierungssubjekt vorliegt. Darüber hinaus stellen derartige Spiele nach dem GSG wie ausgeführt stets auf Gelder, im Sinne von gesetzlichen Zahlungsmitteln und nicht auf Token ab.

Während E-Geld Fiatgeld⁹⁰³ darstellt, stellt es gerade kein gesetzliches Zahlungsmittel dar. Unter virtuellen Währungen verstehen sich dabei digitale Geldeinheiten mit zahlungsmittelstellvertretender Funktion wie bspw Bitcoin, Ether oder vergleichbare Kryptowährungen, welche nicht von offizieller Stelle ausgegeben wurden und auch nicht zwingend an gesetzliche Zahlungsmittel angebunden sein müssen. Da es das Ziel des liechtensteinischen Gesetzgebers war, auch Wechselgeschäfte, welche sich auf E-Geld beziehen, zu erfassen, könnte der Versuch unternommen werden, dieses unter virtuelle Währungen zu subsumieren. Dies scheint jedoch dogmatisch nicht nur unsauber, sondern unvertretbar, da E-Geld zivilrechtlich gesehen eine Forderung lautend auf Geld darstellt und aufgrund der Verwandtschaft zum Einlagengeschäft ebenso Fiatgeld darstellt, während bspw Bitcoin eine Wertmarke mit immanenten Wert im Sinne von digitalen Inhalten, welche Daten bzw Software als Handelsware darstellen, repräsentiert und aufgrund der Akzeptanz als Tauschmittel aufsichtsrechtlich als virtuelle Währung behandelt wird.

Wechselstuben nach SPG idF LGBl 2009.047 haben dabei bei Aufnahme 473 einer Geschäftsbeziehung von einer gewissen Dauer als auch bei gelegentlichen Transaktionen im Gegenwert von CHF 1'000.00 (in Bezug auf virtuelle Währungen) oder mehr (wobei Mechanismen zu implementieren sind, welche zusammenhängende Transaktionen erkennen, um diese zusammenzurechnen), den Sorgfaltspflichten nachzukommen. Dies ist relevant, da nur pro sorgfaltspflichtrelevante Transaktion

⁹⁰³ Fiatgeld stellt anders als Warengeld (zB Gold) auf ein Objekt ab, welches keinen inneren Wert aufweist, aber dennoch als Tauschmittel fungiert.

eine Aufsichtsabgabe in der Höhe von CHF 40.00 durch die FMA anfällt; andernfalls wären Wechselgeschäfte mit Kleinbeträgen wirtschaftlich betrachtet uninteressant und unrentabel. Ein entsprechender Schwellenwert wurde dabei sowohl im BuA 2019/54 als auch im BuA 2019/93 zum TVTG, so scheint es aus einem redaktionellen Versehen, für VT-Wechseldienstleister nicht gesetzgeberisch verankert. Für VT-Wechseldienstleister soll gemäss dem neuen Anhang 2 Titel IX Abschnitt G Nr 2 zum FMAG idF BuA 2019/54 bzw Anhang 2 Titel VIII Abschnitt A Nr 2 zum FMAG idF BuA 2019/93 (LGBI 2019.303) jedoch keine fixe zusätzliche Aufsichtsabgabe pro sorgfaltspflichtrelevanter Transaktion, sondern eine prozentbasierte Abgabe, abstellend auf die gewechselten Token und gesetzlichen Zahlungsmittel auf jede Transaktion einbehalten werden.

- 474 Letztlich kann in Zusammenhang mit blockchain- bzw tokenbasierten Geschäftsmodellen aus dem der FMA unterstellten Bereich Geldwäschereiprävention und andere Finanzintermediäre die Prüfung eines geschäftsgegenständlichen Lebenssachverhaltes unter dem Blickwinkel des Geldspielgesetzes relevant sein. Hierbei ist zu beachten, dass eine Bewilligung für Spielbanken nach dem GSG durch das Amt für Volkswirtschaft vergeben wird; die FMA nimmt diesbezüglich lediglich die Aufsicht über die Einhaltung der Sorgfaltspflichten wahr. Generell stellt das GSG jedoch auf den Geld- bzw Einlagenbegriff ab, weshalb es für ausschliesslich tokenbasierte Geschäftsmodelle regelmässig nicht einschlägig ist (vgl Art 3 Abs 1 lit i, l, o und v iVm lit f und e GSG, wobei die Strafbestimmung in Art 88 Abs 1 lit a GSG ausserordentlich weit definiert ist und alle Tätigkeiten im Zusammenhang mit Glücksspielen erfasst; in diesem Zusammenhang käme eine teleologische Reduktion

in Frage). Unabhängig hiervon ist in Zusammenhang mit tokenbasierten Wetten bzw Spielmöglichkeiten auf einer Blockchain (ähnlich einer DEX nur eben decentralized crypto gaming) auszuführen, dass auch hier kein Regulierungssubjekt vorliegt.

3. Aufsichtsrechtliche Aspekte des TVTG im Überblick

475 In diesem Kapitel soll ein Überblick über das zukünftig in Kraft tretende TVTG⁹⁰⁴ in der Fassung BuA 2019/54 bzw BuA 2019/93 – insbesondere über die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen – gegeben werden. Das TVTG untergliedert sich in vier Teile. Die erste Abteilung steckt den Gegenstand des Gesetzes ab und nimmt wesentliche Begriffsdefinitionen vor.⁹⁰⁵ Die zweite Abteilung regelt zivilrechtliche Aspekte und führt eine eigene Übertragungsordnung für Token ein.⁹⁰⁶ Abteilung III. sieht Bestimmungen über aufsichtsrechtliche Aspekte vor⁹⁰⁷ und die vierte und letzte Abteilung regelt Schluss- und Übergangsbestimmungen.⁹⁰⁸

476 Die aufsichtsrechtliche dritte Abteilung untergliedert sich dabei weiters in

- Titel A. Allgemeines (Geltungsbereich in Art 11 TVTG);
- Titel B. Registrierung von VT-Dienstleistern (Art 12 bis 38 TVTG);
 - Abschnitt 1. Registrierungspflicht und –voraussetzungen (Art 12 bis 17 TVTG);

⁹⁰⁴ IdF BuA 2019/54 bzw des leicht angepassten BuA 2019/93 sofern auf das TVTG Bezug genommen wird und nicht anders vermerkt.

⁹⁰⁵ Abteilung I. Allgemeine Bestimmungen (Art 1 und Art 2 TVTG).

⁹⁰⁶ Abteilung II. Zivilrechtliche Grundlagen (Art 3 bis einschliesslich Art 10 TVTG).

⁹⁰⁷ Abteilung III. Beaufsichtigung von VTG-Dienstleistern (Art 11 bis inkl Art 49 TVTG).

⁹⁰⁸ Abteilung IV. Übergangs- und Schlussbestimmungen (Art 50 und Art 51 TVTG)

- Abschnitt 2. Registrierungsverfahren (Art 18 bis 19 TVTG);
 - Abschnitt 3. Erlöschen und Entzug (Art 20 bis 22 TVTG);
 - Abschnitt 4. VT-Dienstleisterregister (Art 23 TVTG);
 - Abschnitt 5. Ausübung der Geschäftstätigkeit (Art 24 bis 29 TVTG);
 - Abschnitt 6. Basisinformationen bei Token-Emissionen (Art 30 bis 38 TVTG);
- Titel C. Aufsicht⁹⁰⁹ (Art 39 bis 44 TVTG);
 - Titel D. Verfahren und Rechtsmittel (Art 45 bis 46 TVTG);
 - Titel E. Strafbestimmungen (Art 47 bis 49 TVTG).

Art 12 TVTG normiert, dass die berufsmässige Erbringung von VT-Dienstleistungen vor tatsächlicher Dienstleistungserbringung durch einen VT-Dienstleister zu registrieren ist. Token Emittenten, die Token in Liechtenstein auf eigenen Namen oder nicht berufsmässig für Dritte mit einem Gesamtgegenwert von weniger als CHF 5 Millionen ausgeben – wobei dieser Schwellwert über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist – haben sich dabei nicht bei der FMA zu registrieren (Art 12 Abs 2 TVTG idF BuA 2019/93). 477

Die dritte Abteilung des TVTG regelt sohin die Aufsicht über diverse VT-Dienstleister. Die Voraussetzungen zur Registrierung werden in Art 13 TVTG geregelt und setzen insbesondere an der Zuverlässigkeit 478

⁹⁰⁹ Fälschlicherweise wiederum als Titel B bezeichnet. Dieses redaktionelle Versehen zieht sich bei den Folgetiteln im BuA 2019/54 fort, wurde jedoch in BuA 2019/93 korrigiert.

und der fachlichen Eignung nach den Art 14 bzw Art 15 TVTG an. Relevant sind weiters die Mindestkapitalvorschriften für Token-Emittenten, VT-Schlüssel- und Token-Verwahrer, physische Validatoren⁹¹⁰ und VT-Wechseldienstleistern. Neben diesen Vorschriften sind auch noch jene über die Basisinformationen bei Token-Emissionen essentiell (Art 30 bis Art 38 TVTG). Basisinformationen müssen insbesondere Angaben über den auszugebenden Token und die damit in Zusammenhang stehenden Rechte, das verwendete VT-System, den Zweck der Token-Emission, Übertragungsbedingungen der Token und Risiken in Zusammenhang mit der Emission beinhalten (Emissionskonditionen).⁹¹¹

479 Nach Art 3 Abs 1 lit r SPG idF BuA 2019/54 sind registrierungspflichtige VT-Dienstleister mit Ausnahme der Token-Erzeuger, VT-Prüfstelle, VT-Preisdienstleister und VT-Identitätsdienstleister sorgfaltspflichtig. Unabhängig von der Klassifizierung als Sorgfaltspflichtige übt die

⁹¹⁰ Ein physischer Validator ist gemäss Art 2 Abs 1 lit p TVTG idF BuA 2019/93 eine Person, welche die vertragsgemässe Durchsetzung von in Token repräsentierten Rechten an Sachen im Sinne des Sachenrechtes auf VT-Systemen gewährleistet. Ein entsprechendes Pendant für immaterielle Rechte wurde dabei nicht geschaffen – bspw ein noetischer Verwahrer, von griechisch νοητικός bzw der Noetik als der Lehre vom Erkennen geistiger Gegenstände, welcher unkörperliche Rechte mit Zeitstempel versehen und registrieren könnte, um die mehrmalige Tokenisierung derselben Rechte zu vermeiden.

⁹¹¹ Art 33 TVTG; vgl *Nägele/Xander*, Token Offerings, insbesondere Initial Coin Offerings (ICO) und Security Token Offerings (STO) sowie Token im liechtensteinischen Recht: Regulatorisches Umfeld und Ausblick, Rz 18.58, in *Piska/Völkel* (Hrsg), Blockchain Rules.

FMA über sämtliche VT-Dienstleister die Aufsicht aus.⁹¹² Dies ist bedeutsam, da hierdurch das Erfordernis einer 180a-Person⁹¹³ bzw eines gewerbetreibenden Geschäftsführers ausgeschlossen wird.⁹¹⁴ Insofern ist die Bestimmung im GewG idF BuA 2019/93 (LGBl 2019.305), wonach das Gewerbegesetz nicht auf die Tätigkeit von VT-Dienstleistern zur Anwendung gelangt, lediglich klarstellender Natur.⁹¹⁵ Durch die Unterstellung der VT-Dienstleister unter die Aufsicht der FMA wird sohin

⁹¹² Art 39 TVTG:

⁹¹³ Die zwingend erforderliche Einsetzung einer Person, welche über eine Bewilligung nach dem Gesetz betreffend die Aufsicht über Personen nach Art. 180a des Personen- und Gesellschaftsrechts (LGBl-Nr 2013.426) oder als Treuhänder verfügt, für Gesellschaften, welche keiner aktiven, kommerziellen Tätigkeit nachgehen, sondern als passive Gesellschaft oder Holding-Struktur konzipiert sind, stellt eine dem liechtensteinischen Recht vorbehaltene Eigenheit dar – vgl hierzu *Bergt*, Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, Rz 116 ff. Dabei hat gemäss Art 3 der Verordnung zum Personen- und Gesellschaftsrecht vom 19.12.2000, LGBl 2000.281, „aus der Zweckbestimmung von Verbandspersonen und Treuunternehmen ausdrücklich hervorzugehen, ob ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe betrieben wird oder nicht.“ Die Finanzierung einer zukünftigen wirtschaftlichen Tätigkeit mittels Ausgabe unregulierter Token stellt dabei keine gewerbmässige Tätigkeit im Sinne des Gewerbegesetzes dar, weshalb bis zum Inkrafttreten des TVTG eine sogenannte 180a-Person oder ein Treuhänder zur Geschäftsführung und Vertretung bestellt werden musste. Beachtlich ist dabei, dass das Gewerbegesetz zwar nur auf gewerbmässige Tätigkeiten – ausgerichtet auf Dritte – im Inland zur Anwendung gelangt und gewerbmässige Tätigkeiten im Ausland nicht vom Gewerbegesetz erfasst werden, das Gewerbegesetz jedoch nicht durch ausschliessliches Entfallen einer Tätigkeit auf ausländische Jurisdiktionen umgangen werden kann, da diesfalls die Gesellschaft nach Art 971 Abs 1 Z 1 und 3 PGR mangels gehöriger Besetzung amtlich aufgelöst und liquidiert wird.

⁹¹⁴ Art 180a Abs 1 und 3 PGR.

⁹¹⁵ Art 3 lit s GewG idF BuA 2019/93.

die gewerberechtliche Bewilligungsvoraussetzung wegbedungen, wonach eine Gewerbebewilligung nur erteilt wird, sofern der Antragsteller die Staatsangehörigkeit eines EU- bzw EWR-Mitgliedstaates oder der Schweiz innehat oder aber als Drittstaatsangehöriger einen ununterbrochenen Wohnsitz von mindestens zwölf Jahren im Inland hat und diesen dauernd aufrecht erhält (Art 8 Abs 1 lit c GewG idF LGBI 2006.184). Dies stellt unweigerlich ein Relikt aus den Zeiten des Protektionismus der gewerberechtlichen Zünfte dar, ist aber in einer zunehmend globalisierten Welt, gerade im Bereich Blockchain, massiv hinderlich für die Umsetzung von Geschäftsvorhaben für Drittstaatsangehörige.

480 Bezüglich der Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen nach Art 2 Abs 1 lit z^{quater} SPG idF BuA 2019/54 (bzw Art 2 Abs 1 lit z^{ter} idF BuA 2019/93, da die Anbieter von elektronischen Geldbörsen wiederum entfernt wurden) wird auf die Kapitel 2.5.4 und 2.9 und (FN 883) verwiesen. Hinsichtlich der VT-Wechseldienstleister wird auf die Kapitel 2.2.2, Rz 222 aE, Kapitel 2.5.4 und Kapitel 2.9 verwiesen, um Wiederholungen zu vermeiden.

481 Ferner ist noch der physische Validator hervorzuheben, welcher sich gemäss Art 2 Abs 1 lit p TVTG als eine Person definiert, *welche die vertragsgemässe Durchsetzung von in Token repräsentierten Rechten an Sachen im Sinne des Sachenrechtes auf VT-Systemen gewährleistet*. Werden sohin Eigentumsrechte an einer dinglichen Sache in einem Token abgebildet, ist es die Funktion eines physischen Validators die Ausübung der dinglichen Ansprüche des über den Token Verfügungsberechtigten (mithin Eigentümer an der tokenisierten Sache) an der tokenisierten Sache zu gewährleisten. In der Praxis kann dies durch Inverwahrnahme der tokenisierten Sache oder durch Abschluss einer Versicherung durch den

physischen Validator erfolgen.⁹¹⁶ Den Gesetzesmaterialien folgend, ist dabei dem Gedanken einer sogenannten Token-Ökonomie zu entnehmen, dass mit einer weitgehenden Tokenisierung von Vermögenswerten, wie beispielsweise „Edelmetallen, Edelsteinen und Rohstoffen [...] Kunstwerke[n], Grundstücke[n] und Immobilien bis hin zu Rechten an Gebrauchsgegenständen wie Autos, Uhren oder Yachten“⁹¹⁷ zu rechnen sei. Während die Rolle des physischen Validators grundlegend klar ist, stellt sich die Frage wie relevant dessen Anwendungsbereich ist bzw ob die Tätigkeit dieses Dienstleisters mit der unionsrechtlichen Fondsregulierung konkurriert. Dies deshalb da sich ein AIF als ein Organismus für gemeinsame Anlagen definiert, der von Anlegern Kapital einammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zu investieren. Wie in Rz 119 bereits ausgeführt wurde, ist die Definition von „Kapital“ äusserst weit: „Assets can include, for example, traditional assets (equity, equity related, debt etc), private equity, real estate and also other non-traditional asset classes such as ships, forests, wine etc and any combination thereof.“⁹¹⁸ Vor diesem Hintergrund drängt sich die Frage auf, ob bspw ein wertvolles Gemälde, welches in Token abgebildet wird, um mehreren Personen eine „Partizipation“ am Gemälde zu ermöglichen, nicht einen Fonds darstellt; die festgelegte Anlagestrategie könnte dabei in der Vermögensverwaltung zu sehen sein (Ausstellung in bestimmten Kunstgalerien und Museen gegen Entgelt). Dies wird regelmässig zu bejahen sein und würde es sich bei derartigen Token letztlich um Fondsanteilsscheine handeln. Zusätzlich zur Fondsregulierung

⁹¹⁶ Vgl BuA 2019/54, S 237.

⁹¹⁷ Vgl BuA 2019/54, S 24.

⁹¹⁸ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

würde diesfalls aber auch das TVTG zum Tragen kommen. Die aufsichtsrechtliche Notwendigkeit eines physischen Validators in einem solchen Fall, sowie die genaue Aufgabenverteilung zwischen physischem Validator und Verwahrstelle bleiben dabei unklar.

482 Abschliessend ist noch Art 7 Abs 1 lit f TVTV (LGBI 2019.349) herauszugreifen. Gemäss dieser Verordnungsbestimmung hat die Anzeige einer Token-Emission auch Informationen über den Zielmarkt zu beinhalten. Die rechtliche Definition von „Zielmärkten“ wird nicht erläutert und bleibt letztlich ungewiss, ob es sich hierbei um eine eigenständige Gesetzesterminologie handelt, oder ob sich die Begrifflichkeit an jene der IDD 2016/97 bzw an die des VersVertG anlehnt.

4. Zentrale Ergebnisse

483 Dieses abschliessende Kapitel fasst die zentralen Erkenntnisse und Ergebnisse dieser Arbeit in Zusammenhang mit Token Offerings und dezentralen Handelsplätzen (DEX) einerseits und der Abgrenzung von Einlagengeschäft, E-Geldgeschäft, Finanzinstrumenten bzw Wertpapierdienstleistungen und virtuellen Währungen zusammen.

4.1 Bankgeschäfte, E-Geld, Finanzinstrumente und virtuelle Währungen

484 Sowohl dem Einlagen- als auch dem E-Geldgeschäft ist immanent, dass eine Forderung auf unbedingte Rückzahlung von Geldern existiert. Dies lässt sich dogmatisch dadurch begründen, dass das E-Geldgeschäft ebenfalls ein Einlagengeschäft darstellt, an das per gesetzlicher Fiktion des europäischen Gesetzgebers jedoch bei bestimmten Voraussetzungen besondere Folgen geknüpft sind. Die beiden Geschäfte stel-

len zwei Seiten derselben Münze dar und ist das E-Geldgeschäft grundsätzlich eine Privilegierung des Einlagengeschäftes, wobei bei diesem Zahlungsdienstleistungen im Vordergrund stehen: Einlagen haben einen Sparzweck, während E-Geld einen Zahlungszweck vorweist. Da das E-Geldgeschäft eine Abart des Einlagengeschäftes darstellt, ist es nur denklogisch, dass die unbedingte Rücktauschbarkeit tatbildlich für E-Geld ist. E-Geld kann sohin ausschliesslich bei Hingabe von Fiatgeld bzw Geldbeträgen begründet werden. Der monetäre Wert stellt sohin stets auf einen Geldwert ab. Dieser monetäre Wert muss in Form einer Forderung ausgestellt werden, wobei diese Forderung folglich zwingend auf Geld lauten muss; aus der Forderung lautend auf Geld resultiert auch die Rücktauschbarkeit zum Nennwert als Tatbestandsmerkmal.

Zu berücksichtigen ist, dass bei Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes von E-Geld, der Geltungsbereich des E-Geld-Gesetzes bzw der E-Geld-RL weiterhin eröffnet ist, jedoch ein bewilligungsfreier monetärer Wert vorliegt. Als solches kann bei Vorliegen einer Ausnahme auch das Einlagengeschäft nicht mehr aufleben, da Zug-um-Zug E-Geld ausgegeben wird, selbst wenn dieses bewilligungsfrei sein sollte. Zu beachten ist ferner, dass Zahlungsinstrumente keine Finanzinstrumente gemäss MiFID II bzw dem BankG repräsentieren können. Aus den Erwägungen 8 und 10 der 5. GW-RL wird zudem klar, dass es die Intention des Unionsrechtsgesetzgebers war, gesetzgeberisch zu verankern, dass virtuelle Währungen jedenfalls kein E-Geld repräsentieren. Während E-Geld in Form von Token ausgegeben werden kann, sind Token, welche einen immanenten Wert im Sinne von digitalen Inhalten, repräsentiert durch die Daten bzw Software eines Tokens, aufweisen und folglich

wie Handelsware behandelt werden und mitunter virtuelle Währungen darstellen, nicht als E-Geld zu qualifizieren. Virtuelle Währungen können dabei Zahlungsfunktion wie E-Geld aufweisen, jedoch auch Sparzwecken dienen wie Einlagen, oder aber auch für Anlagezwecke Anwendung finden, wie dies bei Finanzinstrumenten der Fall ist. Damit erhellt sich bei Lichte besehen, dass Token zwar bei entsprechender Ausgestaltung sowohl E-Geld als auch Finanzinstrumente repräsentieren können, virtuelle Währungen jedoch weder E-Geld noch Finanzinstrumente repräsentieren, da diese eine Vielzahl an unterschiedlichen Funktionen einnehmen, welche sich teilweise mit Funktionen von klassischen Finanzmarktinstrumenten.

486 Dies knüpft dabei eng an die sogenannte Klingeltonklausel gemäss Erwägung 6 der E-Geld-RL an. Dieser Erwägung folgend ist der Geltungsbereich der E-Geld-RL nicht für monetäre Werte eröffnet, welche zum Erwerb digitaler Waren oder Dienstleistungen eingesetzt werden können, sofern ein Betreiber bzw Emittent einem monetären Wert einen zusätzlichen immanenten Wert zB in Gestalt von Zugangs- oder Übertragungsmöglichkeiten beimisst. Hierbei kommt es weiters darauf an, dass eine Ware oder Dienstleistung nur mittels digitaler Geräte genutzt werden kann und ein Betreiber eines solchen IT-Systems nicht lediglich als zwischengeschalteter Intermediär zwischen Nutzer und Dienstleistungserbringer agiert. Ein Betreiber fügt dabei bereits einen Mehrwert hinzu, wenn einem Produkt eine zusätzliche Funktion beigelegt wird; bereits die Zurverfügungstellung von Kommunikations- bzw Übertragungskanälen ist ausreichend. Bei blockchainbasierten Token wird diesen regelmässig eine zusätzliche Funktion im Sinne einer Zugangsfunktion beigelegt bzw wird zumeist auch die Software entwickelt, mit welcher der Token letztlich transferiert werden kann. Folglich

scheint der Anwendungsbereich des E-Geldregimes auf Token marginal zu sein.

Anders als in Deutschland werden Rechnungseinheiten, wie etwa Token sie darstellen können in Liechtenstein nicht als Finanzinstrumente behandelt. Im Gegenteil zu Liechtenstein stellt sohin der multilaterale Handel von Token wie Bitcoin oder Ether, die nach liechtensteinischem Verständnis Daten bzw Software im Sinne von Handelswaren darstellen, auf einer Handelsplattform in Deutschland eine Wertpapierdienstleistung wie den Betrieb eines MTF dar, da das deutsche KWG strenger als die MiFID II ist und Rechnungseinheiten auch als Finanzinstrumente erfasst.⁹¹⁹ Dies kann zu der paradoxen Konkurrenz zwischen E-Geld und Finanzinstrumenten nach deutschem Recht kommen, sofern E-Geld tokenisiert wurde – so ist der Eigenhandel von E-Geld zwar nicht vom dortigen EGG oder ZDG erfasst, jedoch wird dies anders als in Liechtenstein als Finanzdienstleistung betrachtet. 487

Dies kann auch im Zusammenhang mit Token, insbesondere Stablecoins, welche wertstabil gehalten werden sollen, relevant sein. Ein Token kann auch eine Forderung gegenüber einer Emittentin darstellen. Bei Vorliegen der übrigen Tatbestandsmerkmale kann ein solcher Token E-Geld repräsentieren. E-Geld ist jedoch ausgeschlossen, wenn ein Token keine Forderung darstellt, sondern eine eigenständige Wert- 488

⁹¹⁹ § 1 Abs 11 Z 7 KWG; dies ist insbesondere im grenzüberschreitenden Tätigkeitsbereich (bspw bei Betrieb einer aufsichtsrechtlich unregulierten Krypto-Exchange aus Liechtenstein) zu berücksichtigen und spielt in Zusammenhang mit der passiven Dienstleistungsfreiheit und Marketing eine wesentliche Rolle. Betreffend Wertpapierdienstleistungen ist hier insbesondere Erwägung 85 der MiFID II zu beachten.

marke im Sinne von Software als Handelsware (wie bspw Bitcoin) repräsentiert. Ein Indiz dafür, dass ein Token eine Forderung repräsentiert, kann darin gesehen werden, dass bei Rücknahme eines Token derselbe vernichtet wird – eine Forderung sohin getilgt wird, da es einer Emittentin nicht möglich ist, eine Forderung gegen sich selbst zu halten.

- 489 Der Ausschluss einer unbedingten Rückzahlungsverpflichtung zur Vermeidung eines Einlagengeschäftes könnte durch eine auflösende Bedingung mit Wirkung ex nunc gelingen. In einem solchen Fall fällt die vertragliche Grundlage bei Eintritt eines bestimmten Ereignisses weg und ist in der Folge bereicherungsrechtlich – nicht jedoch schuldrechtlich – rückabzuwickeln; es bestünde sohin lediglich eine bedingte, gesetzgeberisch verankerte Rückzahlungsverpflichtung. In der Folge besteht keine vertragliche unbedingte Rückzahlungsverpflichtung. Sofern ein bestimmter Rücktausch bzw Rückkauf gewünscht wird, wäre eine Umsetzung auch über ein Verbraucherfreundliches Rücktauschrecht denkbar; dies setzt jedoch voraus, dass ein Token digitale Inhalte darstellt und keine Forderung lautend auf Geld (mithin E-Geld) oder Mitgliedschafts- bzw sonstige Forderungsrechte repräsentiert (mithin Finanzinstrument).
- 490 Sofern ein Token bzw Stablecoin jedoch eine eigenständige Wertmarke darstellt, kann grundsätzlich ein konsumentenfreundliches unbefristetes Rücktrittsrecht gewährt werden. Hierdurch kann konditionenrechtlich (condictio causa finita) rückabgewickelt werden und erlangt ein solcher Token hierdurch auch eine Wertstabilität. Ein solcher interner Stablecoin könnte iZm einer Handelsplattform für Token interessant sein.

Abseits des Einlagen- und E-Geldgeschäftes kann auch das Aktivgeschäft eine Rolle für tokenbasierte Geschäftsmodelle spielen. Insbesondere das Factoring-Geschäft kann relevant sein, bspw wenn ein Unternehmer zusätzliche Absatzkanäle schaffen möchte und hierfür seine Waren oder Dienstleistungen gegen Token feilbietet, diese aber nicht unbedingt akzeptieren möchte. So kann dieser Unternehmer seine Forderung lautend auf gesetzliche Zahlungsmittel, zahlbar in Token, an einen Factor abtreten, welcher das Delkredere übernimmt und den Abtretungspreis in gesetzlichen Zahlungsmitteln an den Abtretungsgläubiger leistet. Diesfalls liegt ein echtes Factoring vor, welches in Liechtenstein – anders als in Österreich – kein Bankgeschäft darstellt. Anders verhält sich dies hingegen beim unechten Factoring, bei welchem der Factor das Ausfallsrisiko nicht übernimmt und sohin rechtlich gesehen Liquidität beisteuert bzw kreditiert. Das unechte Factoring stellt sohin ein Kredit- bzw Aktivgeschäft dar. 491

Wie bereits in Zusammenhang mit der Abgrenzung von E-Geld- und Einlagengeschäft angerissen, sind Token als technische Container zu sehen und können grundsätzlich alle Rechte, sohin auch alle in der MiFID II vorgesehenen Finanzinstrumente repräsentieren. Nicht möglich wird es hingegen sein, dass ein Token Einlagen darstellt, da diesfalls bereits eine Wertrepräsentation im Token stattfindet und dieser folglich E-Geld darstellt; das Einlagengeschäft stellt jedoch direkt auf Buch- und Bargeld ab, welches auch nicht anders repräsentiert werden kann. 492

Der sachliche Anwendungsbereich des E-Geld-Regimes erfasst die gewerbsmässige Ausgabe von E-Geld. Der persönliche Anwendungsbereich erstreckt sich ferner auf E-Geld-Emittenten, welche die Ausgabe 493

von E-Geld vornehmen. E-Geld Emittenten sind dabei vornehmlich CRR-Kredit-Institute und E-Geld-Institute. Hieraus kann ein örtlicher Anwendungsbereich – zugeschnitten auf den EU-Raum und den EWR – abgeleitet werden. Die Ausgabe von monetären Werten in Drittstaaten vermag den Anwendungsbereich des E-Geldregimes nicht zu eröffnen, da diese Jurisdiktionen mit E-Geld auch gar nicht vertraut sind. Es ist nach der jeweiligen Rechtsordnung, wo diese monetären Werte ausgegeben wurden, zu beurteilen, ob allenfalls ein Einlagengeschäft vorliegt, oder aber auch ein Finanzinstrument, sofern ein Token kein Zahlungsinstrument darstellt. Solche Token, welche E-Geld darstellen würden, wären sie im EU-Raum bzw EWR ausgegeben worden, sind nicht bewilligungspflichtig, wenn ein von der Emittentin unabhängiger Dritter derartige Token in der Folge in Liechtenstein vertreibt, da der sachliche Anwendungsbereich lediglich die Ausgabe von E-Geld erfasst (der Token Tether würde bspw E-Geld darstellen, wenn er in der EU oder im EWR emittiert worden wäre). Sofern jedoch eine Verkaufsstelle im Namen einer Emittentin im EU-Raum bzw im EWR auftreten würde, wäre dies als eine direkte Emission der Emittentin im EWR bzw EU-Raum zu sehen, was folglich bewilligungspflichtig wäre.

494 E-Geld soll gemäss Erwägungen in der E-Geld-Richtlinie nicht technische Innovationen behindern. Auch die dezentrale Blockchain ist dem E-Geld-Regime nicht hinderlich. E-Geld kann einerseits auf einem Server eines Emittenten verwaltet werden (specific account for electronic money; bestimmtes Zahlungskonto für E-Geld), andererseits kann E-Geld auch auf kartenbasierten Systemen gespeichert werden. Zivilrechtlich betrachtet wird E-Geld durch Abtretung der repräsentierten Forderung gegenüber der Emittentin übertragen. Wird eine Wallet für tokenisiertes E-Geld durch eine Emittentin oder einen Drittanbieter zur

Verfügung gestellt, stellt diese ein Zahlungskonto dar, da das E-Geld trotz eigentlicher Repräsentation einer Forderung als Geldbetrag legaldefiniert wird. Im Sinne der zivilrechtlichen Übertragung kann E-jedoch auch auf privaten Wallets gehalten werden, ohne eine aufsichtsrechtliche Bewilligung vorauszusetzen.

In diesem Zusammenhang ist der Eigenhandel und in der Folge auch 495 das Matched Principal Trading von E-Geld in Liechtenstein aufsichtsrechtlich unbedenklich, da lediglich Forderungen abgetreten werden. Es kann allenfalls ein echtes Factoringgeschäft vorliegen, was aber wie ausgeführt in Liechtenstein aufsichtsrechtlich unschädlich ist. Auch das Matching von Interessen in Bezug auf den Erwerb oder die Veräusserung von (tokenisierten) E-Geld ist unproblematisch, jedoch wird bei Ausführung des Settlements (Vertragserfüllung) abseits des Matchings ein bewilligungspflichtiger Zahlungsdienst vorliegen. Zu beachten ist, dass die Handelsagentenausnahme von Zahlungsdiensten unter PSD II eingeschränkt wurde und ein Handelsvertreter bzw Handelsagent oder Handelsmäkler bzw Sensale nach dem ADHGB nicht mehr beide Vertragsseiten (buy- and sellside) bei der Vertragsaushandlung bzw dem Vertragsabschluss bei gleichzeitiger Geltrendmachung der Ausnahme vom ZDG vertreten kann.

Zu beachten ist ferner, dass die Wechselstube im liechtensteinischen 496 SPG idF LGBl 2009.047 bzw der VT-Wechseldienstleister gemäss TVTG idF BuA 2019/93 entgegen dem Vorhaben der Regierung die 5. Geldwäschereirichtlinie diesbezüglich nicht vollständig umsetzt. Die unionsrechtliche Richtlinie stellt nämlich auf den Umtausch von Fiatgeld gegen anderes Fiatgeld oder in virtuelle Währungen ab. Dabei wird E-Geld, welches dogmatisch betrachtet auf eine Forderung lautend auf

Geld abstellt, unter Fiatgeld erfasst. In Liechtenstein lautet diese Bestimmung aber weiterhin auf gesetzliche Zahlungsmittel, weshalb E-Geld von Wechselgeschäften streng genommen in Liechtenstein aktuell nicht erfasst wird. Auch der VT-Wechseldienstleister de lege ferenda erfasst lediglich den Wechsel von Token gegen gesetzliche Zahlungsmittel oder andere Token.

4.2 Zentrale und dezentrale Handelsplätze

497 Essentiell für das Vorliegen eines Handelsplatzes wie eines MTF oder eines OTF sind die nachfolgenden Tatbestandsmerkmale, welche kumulativ vorliegen müssen:

- Ein System für den Handel mit Finanzinstrumenten, wobei „System“ technologieneutral auszulegen ist und jegliche Regelwerke erfasst (bspw auch Voice Trading);
- Das System muss dabei zwingend multilateral ausgestaltet sein (es darf an einen MTF folglich auch kein Matched Principal Trading, sondern nur Agency Trading durchgeführt werden. Dies ist grundsätzlich auch an einen OTF der Fall);
- Das System muss der Interessensausführung der Handelsparteien dienen;
- Als Resultat der Interessenszusammenführung ist es nicht möglich, einzelne Geschäfte mit individuell ausgewählten Vertragsparteien durchzuführen;
- Der Vertragsschluss kommt innerhalb des Systems bzw der Plattform und nicht ausserhalb derselben zustande. Erfolgt selbst der Abschluss ausserhalb des Systems, liegt potentiell ein reines Informationssystem bzw Bulletin Board (bezogen auf Token, eine sogenannte DEX) vor;

- Letztlich muss das System für die Zusammenführung von Interessen einer Vielzahl von Handelsteilnehmern ausgelegt sein und einzelne Abschlussvermittlungen durchführen (mindestens drei Teilnehmer erforderlich).

Zur besseren Nachvollziehbarkeit soll nachfolgend ein typischer Handelsablauf über einen MTF skizziert werden, um in der Folge die Tätigkeit an einer dezentralen Exchange (DEX) abzugrenzen: 498

1. Zwischen zwei als Finanzintermediäre bewilligten Handelsmitgliedern wird über die Handelsplattform des MTF, welcher durch eine Wertpapierfirma betrieben wird, ein Handelsgeschäft abgeschlossen; gegebenenfalls zur Erfüllung eines zugrunde liegenden Auftrages eines Endkunden (wirtschaftlicher Käufer oder Verkäufer);
2. Eine erfolgte „Transaktion“ bzw präziser, die zusammengeführten Interessen mit Bezug auf den Erwerb bzw die Veräußerung von Finanzinstrumenten, werden vom MTF der Clearingstelle (Central Counterparty; CCP) übermittelt;
3. Das Clearing erfolgt zwischen dem Clearinghaus und den Clearingmitgliedern;
4. Es erfolgt ein Abgleich zwischen den Clearingmitgliedern und den Handelsmitgliedern (Feststellung gegenseitiger Forderungen);
5. Die Clearingstelle (CCP) übermittelt Anweisungen zur Durchführung des Settlements an die Abwicklungsstelle (Central Securities Depository; CSD);

6. Die Abwicklungsstelle (Settlement Plattform; CSD) bewirkt in der Folge die tatsächliche Übertragung der geschäftsgegenständlichen Finanzinstrumente und stellt auch die tatsächliche Übertragung der entsprechenden Gelder sicher; die Abwicklung erfolgt dabei buchmässig (im Effektingiro geführte Finanzinstrumente);
7. Letztlich erfolgt der Abgleich zwischen den Mitgliedern des CSD und den Clearingmitgliedern.

499 Abseits von Finanzinstrumenten bzw Token, welche solche repräsentieren, kann das Modell in Zusammenhang mit einer zentralen Gegenpartei (CCP) auch für Token, welche weder E-Geld noch Finanzinstrumente repräsentieren (virtuelle Währungen) nachgebildet werden. In der Folge soll konkret dargestellt werden, wie ein derartiges Matched Principal Trading durchgeführt werden kann:

1. Nutzer A und B registrieren sich auf einer Handelsplattform für Token, welche weder Finanzinstrumente noch E-Geld repräsentieren;
2. Nutzer A möchte BTC mit seinen ETH erwerben;
3. Nutzer B möchte BTC (gegen ETH) verkaufen;
4. In der Folge werden zwei Schritte ausgeführt:
 - Nutzer A überträgt ETH an den Betreiber der Handelsplattform für Token, wobei der Rechtsgrund der Übertragung im Erwerb von BTC vom Betreiber der Handelsplattform als zentrale Gegenpartei gemäss der vertraglichen Abrede ist (bspw unter Stundung für eine juristische Sekunde);
 - Nutzer B überträgt BTC an den Betreiber der Handelsplattform für Token. Rechtsgrund der Übertragung ist

in diesem Fall der Verkauf der BTC an den Betreiber der Handelsplattform als zentrale Gegenpartei gemäss einer vertraglichen Vereinbarung.

5. Der Betreiber der Handelsplattform für Token hat in der Folge wenigstens für eine juristische Sekunde die ETH von Nutzer A erworben und schuldet diesem dafür BTC. Gleichzeitig hat der Handelsplattformbetreiber zumindest für eine juristische Sekunde BTC vom Nutzer B erworben und hat diesem ETH zu leisten;
6. Der Betreiber der Handelsplattform für Token erfüllt seine Verbindlichkeit gegenüber Nutzer A mit den von Nutzer B erworbenen BTC. Gleichzeitig erfüllt der Betreiber der Handelsplattform für Token seine Verbindlichkeit gegenüber Nutzer B mit den von Nutzer A angekauften ETH.

Die Eleganz dieses Beispiels ergibt sich in Zusammenschau mit der 500
Blockchain-Technologie. Eine solche Transaktion wird über einen Smart
Contract automatisch und quasi in Echtzeit durchgeführt. Das Gegen-
parteiausfallsrisiko wird dabei durch eine technische Instanz effektiv
auf null gesetzt. Mit Einzug der Blockchain-Technologie am Finanz-
markt können selbst hochregulierte Märkte wie multilaterale Handels-
plätze effizienter ausgestaltet werden. Die Blockchain-Technologie er-
möglicht sohin eine Verringerung der Regulierungsdichte bei
mindestens gleichbleibender Effizienz im Kampf gegen Marktversagen
und ermöglicht sohin eine Annäherung an die Pareto-Effizienz.

Mittels der Blockchain-Technologie können auch sogenannte decentrali- 501
zed Exchanges (DEX) realisiert werden. Auf einer DEX können Auf-

träge in Bezug auf Token, mitunter auch solche, welche Finanzinstrumente repräsentieren, peer-to-peer abgewickelt werden. Üblicherweise wird sowohl das Orderbuch, das Matching, als auch Settlement on-chain gehalten (Ausführung mittels Smart Contracts). Eine DEX ist allerdings nicht als organisierter Handelsplatz wie ein MTF oder OTF einzustufen, da es aufgrund der Dezentralität eines solchen Handelsplatzes an einem regulierungsfähigen Rechtssubjekt fehlt. Darüber hinaus findet zumeist auch nur ein bilateraler und kein multilateraler Handel auf einer DEX statt. Die Rolle des risikolosen Intermediärs, welcher die Kauf- und Verkaufsinteressen zusammenführt wird durch eine technologische Instanz abgebildet. Auf einer DEX können auch Finanzmarktakteure wie zB Wertpapierfirmen – (OTC) Market Maker oder systematische Internalisierer – auftreten.

502 Eine solche DEX stellt technisch gesehen das Backend dar und sind auch softwarebasierte Schnittstellen (Frontend) vorgesehen, welche auf eine DEX zugreifen, um Informationen über Token und dort geführte Order widerzuspiegeln. Ein solches Frontend ist vergleichbar mit einem Browser, welcher auf das Hypertext-Transfer bzw HTTPS-Protokoll zugreift (zentrale Server bzw Datenbank), nur dass stattdessen auf dezentrale Nodes auf einem Blockchain-Protokoll zugegriffen wird. Solche Schnittstellen werden oftmals auch als Bulletin Board oder schwarzes Brett bezeichnet und können als reines Informationssystem konzipiert werden, sofern lediglich öffentlich zugängliche Informationen grafisch aufgearbeitet dargestellt werden, was eine unregulierte technische Dienstleistung darstellen würde. Essentiell hierfür ist, dass Vertragsabschluss und Vertragserfüllung unmittelbar auf der DEX erfolgen und nicht auf dem Interface. Auch liegt keine Abschlussvermitt-

lung vor, solange ein solches Interface bzw dessen Betreiber nicht conditio sine qua non für die Verfügbarmachung von konkreten Geschäftsdetails und folglich eines Vertragsabschlusses ist. Dies ist normalerweise nicht der Fall, wenn lediglich öffentlich zugängliche Informationen von einer Blockchain dargestellt werden.

Im BuA 2019/54 zum TVTG hat die Regierung ausgeführt, dass Betreiber von solchen Informationssystemen aggregierte Preisinformationen über Kauf- und Verkaufsangebote von Token zur Verfügung stellen. Dies kann zwar der Fall sein, muss es aber nicht zwingend und ist daher de lege ferenda ein Informationssystem nicht in jedem Fall als VT-Preisdienstleister zu qualifizieren. 503

Wertpapierprospektrechtlich ist in Zusammenhang mit einer DEX zu beachten, dass bei öffentlichem Angebot von Token, welche Finanzinstrumente darstellen, ein Prospekt erstellt und gebilligt werden muss, sofern keine Ausnahme greift. Probleme können zudem dadurch entstehen, dass es über eine DEX zu einem globalen Angebot von Finanzinstrumenten kommen kann, es jedoch keine einheitlichen weltweiten Regelungen über Prospektvoraussetzungen gibt; dieses Problem existiert effektiv seit dem Bestehen des Internets. 504

Auf einer DEX, an der Security Token gehandelt werden, können grundsätzlich (OTC-)Market-Maker und systematische Internalisierer als Finanzmarktakteure auftreten. Beachtlich ist dabei, dass bspw Informationen und Kurseingaben in Handels- und Ordersystemen, Daten in Informationssystemen oder die Tätigkeit eines Market Makers nicht als Mitteilungen gelten, welche für ein öffentliches Angebot erforderlich wären. Die Tätigkeit solcher Finanzmarktakteure (an einer DEX) verwirklicht kein öffentliches Angebot und löst folglich auch 505

keine Prospektpflicht aus. Beide Akteure sind primär für erhöhte Liquidität am Kapitalmarkt zuständig, indem sie entweder kontinuierlich oder systematisch und in erheblichem Umfang Eigenhandel mit Finanzinstrumenten betreiben. Es ist diesbezüglich zu berücksichtigen, dass für Wertpapierfirmen bestimmte Handelspflichten in Bezug auf Aktientitel und bestimmte Derivate gemäss Art 23 und Art 28 MiFIR gelten.

- 506 Das SPG idF BuA 2019/93 erfasst ferner sogenannte Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen bzw Token als Sorgfaltpflichtige. Auch wenn dies als Auffangtatbestand gedacht ist, bleibt unklar, was hierdurch reguliert werden soll. Wie die Regierung selbst ausführt werden Wechsel von Token gegen gesetzliche Zahlungsmittel durch den VT-Wechseldienstleister erfasst. Agiert ein Akteur im Auftrag, so hält er zumindest für eine juristische Sekunde den Token oder den private key des Auftraggebers und wird in der Folge als VT-Schlüssel-Verwahrer oder VT-Token-Verwahrer erfasst. Die praktische Bedeutung dieser Bestimmung im SPG wird sich sohin erst weisen müssen.

Literaturverzeichnis

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*, 3. Auflage, Zürich, 2016.

Andreas Vonkilch (Hrsg), *Kommentar E-Geldgesetz 2010*, Wien 2015.

Assmann Heinz-Dieter / Schneider Uwe H. / Müllbert Peter O., *Wertpapierhandelsrecht*, 7. Auflage, Köln, 2019.

Athanassiou Phoebus / Mas-Guix Natalia, *ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions – Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects*, No 7 / July 2008.

Auffenberg Lutz, *E-Geld auf Blockchain-Basis*, BKR 7/2019, S 341.

Barnes Tom, *Banking Regulation Review*, Tenth Edition, London, 2019.

Beck Heinz / Sann Carl-Theodor / Kokemoor Axel, *KWG mit 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), Innovatives Recht, FS für *Ivo Schwander*, S 275, Zürich/St. Gallen, 2011.

Brandl Ernst / Saria Gerhard, WAG 2018, 2. Auflage, Wien, 2018.

BuA 2012/69 vom 29.05.2012.

BuA 2012/150 vom 27.11.2012.

BuA 2013/33 vom 11.06.2013.

BuA 2014/69 vom 08.07.2014.

BuA 2015/37 vom 14.04.2015.

BuA 2015/89 vom 01.09.2015.

BuA 2016/159 vom 28.10.2016.

BuA 2017/14 vom 04.04.2017.

BuA 2017/72 vom 26.09.2017.

BuA 2018/98 vom 30.10.2018.

BuA 2019/13 vom 29.01.2019.

BuA 2019/54 vom 07.05.2019.

BuA 2019/93 vom 03.09.2019.

Büch Markus, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (Heft 2), S 55.

Casper Matthias / Terlau Matthias (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, München, 2014.

Dornseifer Frank / Jesch Thomas / Klebeck Ulf / Tollmann Claus, AIFM-Richtlinie, München, 2013.

ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectuses 23rd updated version – 15 December 2015.

Forstmoser Peter / Meier-Hayoz Arthur / Nobel Peter, schweizerisches Aktienrecht, Bern, 1996.

Frick Marie-Theres in Festschrift für Delle Karth Gert, 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, Die neuere Entwicklung des liechtensteinischen Aktienrechts im Lichte der EWR-Mitgliedschaft, S 193, 2013.

Frick Mario, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in Liechtenstein – Ein Überblick, LJ Ausgabe 4/2010, S 106.

Frick Rony, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, Dissertation Universität Bern, 1977.

Gruber Michael, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, Heft 2, 15.02.2005, S 53.

Handschin Lukas, Zürcher Kommentar, 2. Auflage, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620-659b OR Die Aktiengesellschaft, 2. Auflage, Zürich, 2016.

Helbock Hein, Besondere Aspekte der Segmentierten Verbandsperson (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, S 22.

Höhlein Thomas / Weiß Hagen, Krypto-Assets, ICO und Blockchain: prospektrechtliche Perspektive und aufsichtsrechtliche Praxis, RDF 2019, S 116.

Hönl Florian, Die liechtensteinische Anstalt als Decentralized Autonomous Organization, Die Ausübung von Gründerrechten durch Teilnehmer einer Blockchain, Masterthesis Universität Liechtenstein, Vaduz, 2020.

Honsell Heinrich, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in *FS Wiegand Wolfgang*, S 349, Bern, 2005.

Jensen Michael C. / Meckling H. William, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October 1976, Volume 3, Issue 4 pp 305-360, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

Kalss Susanne / Oppitz Martin / Zollner Johannes, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Wien, 2015.

Keiler Stephan / Klauser Alexander, Österreichisches und Europäisches Verbraucherrecht, 4. Lfg, Wien, 2018.

Kletečka Andreas / Schauer Martin, ABGB-ON, 1.02, 1.04 und 1.06, sine loco, 2016, 2017 und 2019.

Krimphove Dieter, Fintechs, Rechtliche Grundlagen moderner Finanztechnologien, sine loco, 2019.

Kümpel Siegfried / Wittig Arne (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln, 2011.

Laurer René / Borns Rainer / Strobl Johann / Schütz Melitta / Schütz Oliver, BWG, 3. Auflage, Wien, 2010.

Laurer René / Schütz Melitta / Kammel Armin / Ratka Thomas (Hrsg), BWG, 4. Auflage, Wien, 2019.

Layr Angelika / Marxer Matthias, Rechtsnatur und Übertragung von «Token» aus liechtensteinischer Perspektive, LJZ 1/19, S 11.

LTP vom 26.10.2000, Abänderung des PGR (Nr 153/1988, Bericht der Kommission und abgeänderte Gesetzesvorlage vom 18. September 2000), 2. Lesung.

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 kapitalmarktrechtlichen Theorie des Wertpapierrechts – Effekten nach österreichischem, deutschem, englischem 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 zivilrechtlichen Verantwortlichkeit der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung betrauten Organe, LJZ 12.2007 (Heft 4), S 100.

*Opilio Antonius*⁹²⁰, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Band I, Dornbirn, 2009.

Patz Anika, Handelsplattformen für Kryptowährungen und Kryptoassets, BKR 9/2019, S 435.

Piska Christian / Völkl Oliver, Blockchain Rules, Wien, 2019.

Rummel Peter / Lukas Meinhard, ABGB, 4. Auflage, Wien, 2018.

Rummel Peter, ABGB, 3. Auflage, Wien, 2007.

Schopper Alexander / Raschner Patrick, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, S 249.

Schopper Alexander / Walch Mathias, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (Heft 1), S 1.

Schwimann Michael / Kodek Georg E., ABGB Praxiskommentar, 4 Auflage, Wien, 2011.

Schwimann Michael / Neumayr Matthias (Hrsg), ABGB Taschenkommentar, 4 Auflage, Wien, 2017.

Seeger Norbert, Die Verantwortlichkeit gem. Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechts, Bern, 1987.

Stadler Arthur / Pfeil Andreas, Kryptowährungen als volatile Waren gemäß § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, Mai 2018, S 101 (S 103).

Stark Emil W. / Lindenmann Barbara, in Berner Kommentar, Der Besitz Art 641-977 ZGB, 4. Auflage, Bern, 2016.

⁹²⁰ Dieser Name wird vom Autor als Traduktionym (Pseudonym) für *Schäfer Anton* verwendet.

Terlau Matthias in Schimansky Herbert / Bunte Hermann-Josef / Lwowski Hans-Jürgen (Hrsg), *Bankrechts-Handbuch*, 5. Auflage, München, 2017.

Triffterer Otto / Rosbaud Christian / Hinterhofer Hubert (Hrsg), *Salzburger Kommentar zum StGB*, 40. Lfg, Wien, 2019.

Vernehmlassungsbericht der Regierung betreffend die Schaffung eines Gesetzes über auf vertrauenswürdigen Technologien (VT) beruhende Transaktionssysteme (Blockchain-Gesetz; VT-Gesetz; VTG) und die Abänderung weiterer Gesetze vom 28.08.2018.

Weilinger Arthur (Hrsg), *ZaDiG*, Wien, 2017.

Weitnauer Wolfgang / Boxberger Lutz / Anders Dietmar, *KAGB*, 2. Auflage, München, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), *MiFID II, Recht, Praxis, Perspektiven*, Frankfurt, 2018.

Zivny Thomas, *KMG (Kapitalmarktgesetz), Kurzkomentar*, 2. Auflage, Wien 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 Waarderechten & Tokenaanbiedingen en Gedecentraliseerde Handelscentra: Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbetreffende besluiten van de Unie* (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.

Judikaturverzeichnis

BGH VIII ZR 249/14 vom 17.06.2015

BVGer B-4772/2017 vom 19.12.2017.

EFTA E-9/17 vom 30.05.2018, Edmund Falkenhahn AG / Finanzmarkt-
aufsicht Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>.

EuGH C-191/15 vom 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, E-
CLI:EU:C:2016:612.

OGH zu 09 C 271/98-201 vom 03.03.2005, LES 2006, 161.

öOGH zu 2 Ob 155/16g vom 14.12.2017, E-
CLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

RIS-Justiz RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 vom 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Wien vom 05.05.2004 zu 06/42/9144/2003.

Digitale Quellen

Alexandra Petruş, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12, August 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019.

BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html.

BaFin Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts vom 22.03.2011, zuletzt geändert am 15.05.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html.

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, zuletzt geändert am 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html.

BaFin Merkblatt multilaterales Handelssystem vom 07.12.2009, zuletzt geändert am 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

BaFin Merkblatt Prüfung von Wertpapierprospekten auf Verständlichkeit, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?blob=publicationFile&v=8.

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) vom 22.12.2011, zuletzt geändert am 29.11.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", 14.06.2013, zuletzt geändert am 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsbereich_KAGB_begriff_invvermoegen.html.

BaFin, Crowdlending, vom 04.01.2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html.

BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, zuletzt geändert am 26.07.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung vom 17.05.2011, zuletzt geändert am 13.07.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, zuletzt geändert am 17.02.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html.

BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, vom 08.01.2009, zuletzt geändert am 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html.

BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, zuletzt geändert am 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html.

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter 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&v=1.

BaFin, Prospektpflicht, 01.11.2013, zuletzt geändert am 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html.

BaFin, Rundschreiben 08/2017 (VA) – Derivative Finanzinstrumente und strukturierte Produkte vom 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

Bont Patrick, Kryptowährungen – und was machen die Regulatoren?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>.

Buterin Vitalik, 13.10.2018, 10:21 Uhr, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, aufgerufen am 30.09.2019.

Buterin Vitalik, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://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 Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+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 Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

ESMA Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, Januar 2019, ESMA50-157-1384, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

ESMA Leitlinien 2013/611 zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), Berichtigte Fassung vom 30.01.2014 der am 13.08.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie ueber die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-revised_for_publication.pdf.

ESMA Questions and Answers ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf.

ESMA Report 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.

EZB, Report on Electronic Money, August 1998, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Virtual Currency Schemes, October 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 Rundschreiben 2008/3, Publikumseinlagen bei Nichtbanken, 20.11.2008, zuletzt geändert am 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>.

FINMA Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

First Blockchain Security Token Exchange – Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, aufgerufen am 15.09.2019.

FMA-Mitteilung 2019/1 – Ergänzende Pflichten bei der Ausgabe und Rücknahme sowie der Anteilsregisterführung bei Fondsanteils-Token vom 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>.

FMA Wegleitung 2019/7 vom 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

FMA, Innovation als Herausforderung – und als Chance, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, aufgerufen am 15.09.2019.

Griffin John M. / Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered?, 13.06.2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

Hacker Philipp / Thomale Chris, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 17. April 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, aufgerufen am 29.10.2019.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&backurl=auto>.

<https://0x.org/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>; https://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>, aufgerufen am 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, aufgerufen am 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, aufgerufen am 15.09.2019.

https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://etherdelta.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>.

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>,
aufgerufen am 15.09.2019.

<https://idex.market/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

[https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDe-
tailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ](https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ), aufgerufen am 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://tether.to/>, aufgerufen am 07.10.2019.

<https://tether.to/contact-us/>, aufgerufen am 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, in der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am
29.07.2019.

<https://token.store/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.airswap.io/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, aufgerufen am 04.08.2019.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, aufgerufen am 15.09.2019.

https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, aufgerufen am 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Khatri Yogita, 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.

Liechtensteinischer Bankenverband, Informationsbroschüre über die Arten und Risiken von Finanzinstrumenten, 3. Ausgabe, elektronische Ausgabe Nr. B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>.

Mersch Yves, Rede an der ECB Legal Conference, Frankfurt am Main, 2. September 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, aufgerufen am 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: for Computational Resource Management, Comparative Ecology: A Computational Perspective, Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Nakamoto Satoshi*⁹²¹, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (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.

⁹²¹ Pseudonym der Person oder Personen, die das Bitcoin Protokoll entwickelt haben.

Seth Rosenblatt/Jason Cipriani, Two-factor authentication: What you need to know (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, IEOs, ICOs, STOs and Now IDOs – How to Raise Funds for Crypto in 2019?, 01.09.2019, <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> (nur mehr Archivlink verfügbar).

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/>, aufgerufen am 29.07.2019.

Vogt Hans-Ueli, Gesellschaftsrecht, <https://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>.

WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>.

Wozke Martin, 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.

Abstract

Die vorliegende wissenschaftliche Arbeit behandelt sowohl (wertpapier-)zivilrechtliche wie (wertpapier-)aufsichtsrechtliche Aspekte. So wird ein sachenrechtlicher Abriss geliefert, welcher die Einordnung von Token unter dem liechtensteinischen Recht zum Inhalt hat.

Ferner wird auf entmaterialisierte Wertpapiere eingegangen, welche der liechtensteinischen Rechtsordnung annähernd 100 Jahre bekannt sind. Es wird dabei die Rechtslage betreffend Wertpapiere und Wertrechte vor Inkrafttreten des „Blockchain-Gesetzes“ (TVTG) skizziert und werden in der Folge Wertrechte nach TVTG (Abstraktionsprinzip) und Wertrechte nach PGR idF BuA 2019/93 (Kausalprinzip) im Detail behandelt.

Der zivil-, wie gesellschaftsrechtliche Fokus liegt auf Liechtenstein, während auch die gesellschaftsrechtliche Rezeptionsgrundlage der Schweiz und die allgemeine zivilrechtliche Rezeption des österreichischen Rechtes Berücksichtigung finden.

Der aufsichtsrechtliche Teil der Arbeit steht klar im Fokus des Unionsrechtes, berücksichtigt neben der europäischen Rechtsakte aber auch nationale Besonderheiten Liechtensteins, Österreichs und Deutschlands.

So werden Token und tokenbasierte Geschäftsmodelle auch unter Berücksichtigung von Unionsrechtsakten wie MiFIR, MiFID II, CRR, CRD IV, CSDR, EMIR, AIFMD, UCITS, E-Geld-RL II, PSD II, MAD/MAR, Prospekt-VO, 5. GW-RL und weiteren Verordnungen, Richtlinien, sowie Durchführungsverordnungen und delegierten Verordnungen beleuchtet. Ein besonderer Fokus wird hierbei auf Krypto-Börsen sowie

dezentrale Handelsplätze (DEX) gelegt. Zudem wird ein Fokus auf Verbraucherrecht iZm Token und Fernabsatzverträgen unter Berücksichtigung der VRRl und der Klausel-RL gelegt. In diesem Zusammenhang wird auch auf Token als Daten bzw Software und sohin als digitale Inhalte und folglich Handelswaren näher eingegangen und werden die Parallelen zu Token als Wertmarke mit intrinsischem Wert bzw virtuellen Währungen in Abgrenzung zu Fiatgeld aufgezeigt.

Weiters hat es sich der Autor zum Ziel gesetzt Einlagengeschäft, E-Geldgeschäft und Finanzinstrumente als kommunizierende Gefäße in Abgrenzung zu virtuellen Währungen verständlich zu erklären. Dabei erfolgt zwar vorrangig eine juristische Auseinandersetzung, jedoch werden auch technische Aspekte der Distributed Ledger Technologies, wie der Blockchain als dezentrale Datenbank, Token & Coins, Smart Contracts, Agoric Computing, Self-Sovereign-Identity, etc – soweit dies für die rechtliche Beurteilung erforderlich ist – näher gebracht; zudem finden auch wirtschaftliche Hintergründe und Exkurse zur besseren Nachvollziehbarkeit Einfluss in die Thesen und werden auch mögliche Anwendungsfälle der Blockchaintechnologie aufgezeigt.

So soll auch E-Geld in Bezug auf Kryptowährungen verständlich anhand des relevanten Praxisfalles von USD-Tether durchdekliniert werden und in der Folge auf ein allfälliges Revival der „Klingeltonklausel“ iZm E-Geld eingegangen werden.

Die vorliegende Auseinandersetzung versteht sich als wissenschaftliche Arbeit mit praxisnahen Bezug für die Beratung im Zusammenhang von blockchain-basierten Start-ups, der Vertretung vor aufsichtsrechtlichen Behörden, wie allgemein nützliche Hinweise zur Vermeidung von Fallstricken in der unternehmerischen Projektumsetzung aus

rechtlicher Sicht. Vor diesem Hintergrund richtet sich dieses Buch an Anwälte, in-house Counsel ebenso wie an Behörden, Gerichte, Wissenschaftler und sonstige Interessenten im Bereich Finanzmarktrecht und Blockchaintechnologie.

Lebenslauf

Mag. Dr. iur. Josef Bergt

Geburtsdatum: 19.11.1991

Geburtsort: AT-6179 Ranggen, Tirol

Josef Bergt ist spezialisiert in den Bereichen des liechtensteinischen und europäischen Bank- und Finanzmarktrechts, Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts und IT-Rechts und weist umfassende Expertise in Zusammenhang mit regulatorischen Rahmenbedingungen von Finanzmärkten, insbesondere betreffend die Distributed Ledger Technology (DLT), sowie ihren verschiedenen Variationen wie die Blockchain, Directed Acyclic Graphs (DAG), Hashgraph, Holochain, etc, einschliesslich Token Sales und Offerings wie Initial Coin Offerings, Token Generating Events und Security Token Offerings (ICO/TGE/STO), vor. Zudem hat Josef Bergt Erfahrung mit der Gründung von regulierten Finanzinstituten bzw Finanzintermediären, sowie der Lizenzierung derselben, als auch der Vorbereitung von Wertpapierprospekten samt Billigung bei der zuständigen Aufsichtsbehörde. Darüber hinaus verfügt er über Erfahrung in der Prozessführung in den Bereichen Zivilrecht und Handelsrecht. Weiters verfügt er über fundierte Kenntnisse des Datenschutzes und des Urheberrechtes.

Josef Bergt war Teil des Teams, das den ersten von der liechtensteinischen Finanzmarktaufsicht (FMA) im August 2018 gebilligten Security-Token-Prospekt unterstützte. Ferner ist Josef Bergt ein Unterstützer des liechtensteinischen „Blockchaingetzes“ (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und der liechtensteinischen Blockchain-Szene. Zudem war er auch Teil des Teams, welches über thinkBLOCKtank asbl rechtliche Rahmenbedingungen für ein EU-Token-Regulierungs-Paper

vorgeschlagen hat. Letztlich hat Josef Bergt im Rahmen seiner juristischen Tätigkeit über 250, teils blockchainbasierte, Start-Ups und Finanzintermediäre rechtlich (mit)betreut und in diesem Zusammenhang finanzmarktrechtliche Gutachten und Vertragsbedingungen erstellt, sowie entsprechende rechtliche Abklärungen getroffen und die Vertretung vor den Behörden wahrgenommen.

Josef Bergt ist neben seiner wissenschaftlichen Autorentätigkeit auch als Referent bei internationalen Veranstaltungen und an Universitäten tätig, bei welchen er Einblick in die Wechselwirkungen von neuen Technologien mit dem bestehenden Recht gibt.

Ausbildung

2019 – 2020	Buchhaltung Intensivkurs, Berufs- und Weiterbildungszentrum (bzb) Buchs, Kanton St.Gallen
2018 – 2020	Studium Executive Master of Laws (Gesellschafts-, Stiftungs- und Trustrecht), Universität Liechtenstein.
2018 – 2020	Studium Executive Master of Laws (Bank- und Finanzmarktrecht), Universität Liechtenstein.
2017 – 2019	Doktoratsstudium Rechtswissenschaften unterhalb der Mindeststudiendauer, UFL Private Universität im Fürstentum Liechtenstein, Triesen.

- 05/2018 Intensivkurs «Betrieblicher Datenschutzbeauftragter», Universität Liechtenstein.
- 2015 – 2016 Cambridge International Legal English (ILEC, Level C1), WIFI Innsbruck.
- 2015 Diplomstudium Rechtswissenschaften in der Mindeststudiendauer, Leopold-Franzens Universität Innsbruck.

Publikationen

Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft – unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (Abdruck der Dissertation, Private Universität im Fürstentum 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.

Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Nägele / Bergt in Liechtensteinische Juristen-Zeitung, Heft 2, (LJZ 2/18), S 63, Juni 2018.

Retrozessionen und die daraus resultierenden Ansprüche gegenüber Schweizer Vermögensverwaltern – Die Haftung von Organen Liechtensteinischer Verbandspersonen bei unterlassener Geltendmachung, Schwärzler / Bergt / Vollrath in Liechtenstein Journal (LJ), 33. Ausgabe 1/2017, S 2, März 2017.

Zusammenschluss zur Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10: 3639886607, ISBN 13: 978-3639886603), April 2016.

Praktische Tätigkeiten

- | | |
|---------------|--|
| 01/18 – 03/20 | Substitutionsberechtigter Konzipient bei NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/18 – 12/19 | Datenschutzbeauftragter der NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/17 – 12/17 | Konzipient bei Schwärzler Rechtsanwälte, Schaan. |
| 05/16 – 10/16 | Gerichtspraktikum am Fürstlichen Landgericht Vaduz. |
| 01/16 – 03/16 | Gerichtspraktikum am Bezirksgericht Telfs. |
| 04/12 – 12/12 | Juristischer Mitarbeiter, Rechtsanwaltskanzlei Dr. Peter Bergt. |

Josef's Vanity Card #1:

„Josef, wo bist du?“

“Somewhere, something incredible is waiting to be known.”⁹²²

⁹²² *Carl Sagan.*