

An das
Ministerium für Präsidiales und Finanzen
Regierung des Fürstentums Liechtenstein
Herr Regierungschef Dr. Daniel Risch
Peter-Kaiser-Platz 1
9490 Vaduz

Per E-Mail: finanzen@regierung.li

Dr. Patrick Raschner
Dr. Bernhard Burtscher

Datum
18.04.2023

Stellungnahme der *Universität Liechtenstein – Professur für Bank- und Finanzmarktrecht* – zum Vernehmlassungsbericht der Regierung betreffend die Abänderung des Token- und VT-Dienstleister-Gesetzes (TVTG) sowie die Abänderung weiterer Gesetze

Mit Schreiben vom 7. März 2023 übermittelte das Ministerium für Präsidiales und Finanzen der Universität Liechtenstein einen Vernehmlassungsbericht zur Revision des Token- und VT-Dienstleister-Gesetzes (TVTG).¹

In offener Vernehmlassungsfrist erlauben wir uns, zum Bericht wie folgt Stellung zu nehmen:

1. Allgemeines

Vorausgeschickt sei, dass die mit dem Vernehmlassungsbericht angestrebten Anpassungen des TVTG im Hinblick auf die in der Finalisierung befindliche Verordnung über Märkte für Kryptowerte («Markets in Crypto Assets Regulation», MiCAR)² und zur Berücksichtigung von Erfahrungen aus der Praxis zu begrüßen sind. Insbesondere die vorgezogene Einführung von zentralen «Crypto-Asset Service Providern» (CASP) nach der MiCAR und der damit verfolgte friktionsfreie Übergang von VT-Dienstleistern zu CASPs kann einen Standortvorteil für den Finanzplatz Liechtenstein bedeuten. Darüber hinaus steht dies auch im Einklang mit der jüngsten Konsultation des Financial Stability Board (FSB) zur internationalen Regulierung von Kryptowerte-Aktivitäten³ und der in diesem Zusammenhang vorgeschlagenen «Recommendation 2» zur Schaffung eines umfassenden Regulierungsrahmens.⁴

¹ Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG), LGBl. 2019/301.

² Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (MiCA), <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-13198-2022-INIT/en/pdf>.

³ FSB, International Regulation of Crypto-asset Activities, A proposed framework – questions for consultation, 11.10.2022, 4 f., <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P111022-2.pdf>.

⁴ FSB, Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets, Consultative document, 11.10.2022, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P111022-3.pdf>: «Authorities should apply effective regulation,

Um jedoch ein bestmögliches Zusammenspiel der liechtensteinischen und (künftigen) EWR-rechtlichen Anforderungen – auch im Sinne des Anlegerschutzes – zu erzielen, erscheinen noch gewisse Anpassungen für den Bericht und Antrag erwägenswert. Die vorliegende Stellungnahme konzentriert sich in der Folge auf die in Kapitel 3.1 des Vernehmlassungsberichts beschriebenen Massnahmen betreffend «Anpassung des TVTG zur Vorbereitung auf MiCAR». Der zweite Schwerpunkt der Vorlage in Kapitel 3.2 betreffend Weiterentwicklung des TVTG aufgrund praktischer Erfahrungen der letzten Jahre, bleibt mit Ausnahme der Tokendarlehensunternehmen ausgeklammert.

2. Zur Anpassung des TVTG zur Vorbereitung auf MiCAR

2.1. VT-Handelsplattformbetreiber

Mit dem Vernehmlassungsbericht soll die Dienstleisterrolle des «VT-Handelsplattformbetreibers» neu eingeführt werden. Art. 2 Abs. 1 Bst. w TVTG in der vorgeschlagenen Fassung definiert diesen wie folgt: *«eine Person, die eine Handelsplattform für Kryptowerte betreibt, welche die Kaufs- [gemeint wohl: Kauf-] und Verkaufsinteressen einer Vielzahl Dritter so zusammenführt oder erleichtert, dass ein Vertrag über den Tausch eines Kryptowerts entweder gegen einen anderen Kryptowert oder gegen eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, zustandekommt»*. Wie selbst im Bericht ausgeführt wird,⁵ ist die entsprechende Krypto-Dienstleistung in der MiCAR der «Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte» nach Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 Bst. b MiCAR. Diese Tätigkeit wird in der angenommenen Fassung der Verordnung, die derzeit nur in englischer Sprache verfügbar ist, definiert als *«management of one or more multilateral systems, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests for crypto-assets – in the system and in accordance with its rules – in a way that results in a contract, either by exchanging one crypto-asset for another, or a crypto-asset for funds»*.⁶

Während die Einführung des neuen VT-Dienstleisters wie bereits eingangs erwähnt zu begrüssen ist, zeigt ein näherer Vergleich mit MiCAR, dass der Vernehmlassungsbericht wohl unbewusst **über den Sinngehalt der EWR-rechtlichen «Rezeptionsbestimmung» hinausgeht**. Nach dem Wortlaut der Bestimmung soll nämlich nicht nur die Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsinteressen, sondern auch eine blosser «Erleichterung» nach Art. 2 Abs. 1 Bst. w TVTG tatbestandsmässig sein. Was damit genau gemeint ist und welche Überlegungen dieser Abweichung zugrunde liegen, geht aus dem Vernehmlassungsbericht nicht hervor.⁷ Folge der Formulierung könnte aber etwa sein, dass damit auch der Betrieb einer Plattform zur Publikation von Preisinformationen (in Form eines Bulletin Boards) und damit die «blosse» Bekanntmachung von Kauf- und Verkaufsinteressen von der Legaldefinition erfasst wäre.⁸ Eine derart weitreichende Definition des Handelsplattformbetreibers dürfte MiCAR gerade nicht verlangen.⁹

supervision, and oversight to crypto- asset activities and markets – including crypto-asset issuers and service providers – proportionate to the financial stability risk they pose, or potentially pose, in line with the principle “same activity, same risk, same regulation”.»

⁵ Vernehmlassungsbericht S. 14.

⁶ Seihe Art. 3 Abs. 1 Ziff. 11 MiCAR. Laut (inoffizieller) Übersetzung im Vernehmlassungsbericht handelt es sich hierbei um: *«die Verwaltung einer oder mehrerer Handelsplattformen für Kryptowerte, die die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Kryptowerten so zusammenführt bzw. zusammenführen, dass ein Vertrag über den Tausch eines Kryptowerts entweder gegen einen anderen Kryptowert oder gegen eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, zustande kommt»*

⁷ Wahrscheinlich handelt es sich nur um eine unpräzise Übersetzung der Bezugnahme auf «facilitates»; möglicherweise hängt die «Erstreckung» aber auch damit zusammen, dass die bestehenden liechtensteinischen Handelsplattformbetreiber nach der Übergangsbestimmung in Art. 50 Abs. 4 TVTG ihre bisherige Registrierung(en) in einem vereinfachten Verfahren anpassen können sollen.

⁸ Im Crowdfunding-Bereich wurde mit Art. 25 der Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937 (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. 2020 L 347/1 erstmals spezielle Anforderungen an das Betreiben eines Online-Forums gestellt. Dazu *Linardatos/Raschner*, Crowdfunding und Plattformregulierung (2023) 146 ff.

⁹ S zum Parallelproblem für organisierte Handelsplätze ErWG 8 MiFIR.

Während die Abgrenzungsschwierigkeiten für die «blosse» Publikation von Kauf- und Verkaufsinteressen mit Blick auf die *lex specialis* (für VT-Preisdienstleister) in Art. 2 Abs. 1 lit. s TVTG wohl aus systematisch-teleologischer Sicht noch gelöst werden könnten,¹⁰ dürfte dies für eine plattformbasierte Anlage- oder Abschlussvermittlung in Bezug auf Kryptowerte,¹¹ die ebenso unter die vorgeschlagene Definition fallen könnte, wohl anders zu beurteilen sein. Aus Gründen der Rechtssicherheit und Rechtsklarheit sollte sich die Legaldefinition daher **stärker an der (künftigen) Formulierung der MiCAR orientieren**, die wiederum an der Definition «geregelter Markt» in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 21 MiFID II¹² angelehnt ist.¹³ Im Einklang mit den zitierten Rechtsgrundlagen könnte die Rolle «VT-Handelsplattformbetreiber» – verbunden mit einem entsprechenden Hinweis in den Erläuterungen – daher folgendermassen definiert werden:

«eine Person, die eine Handelsplattform für Kryptowerte betreibt, welche die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Kryptowerten innerhalb eines multilateralen Systems nach seinen Regeln so zusammenführt oder das Zusammenführen fördert, dass ein Vertrag über den Tausch eines Kryptowerts entweder gegen einen anderen Kryptowert oder gegen eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, zustandekommt;»

Schliesslich sei der Vollständigkeit halber noch angemerkt, dass auf Seite 14 des Vernehmlassungsberichts statt «Art. 69 MiCAR-E» wohl «Art. 68 MiCAR-E» gemeint war.

2.2. VT-Vermögensverwalter

Des Weiteren soll auch die Rolle «VT-Vermögensverwalter» neu eingeführt werden. Es handelt sich um «*eine Person, die Portfolios auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Mandats des Kunden, sofern diese Portfolios einen oder mehrere Kryptowerte enthalten, verwalten [richtig wohl: verwaltet], oder die personalisierte oder spezifische Empfehlungen an Dritte in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines oder mehrerer Kryptowerte oder die Nutzung von Krypto-Dienstleistungen, anbietet oder abgibt*» (Art. 2 Abs. 1 Bst. x TVTG).

Die vorgeschlagene Anpassung an den Dienstleistungskatalog der MiCAR ist zu begrüssen, doch wirft sie gewisse Abgrenzungsfragen in Bezug auf die Tätigkeit von Alternative Investmentfonds Manager (AIFM) auf. Dazu ist kurz auszuholen, dass eine *kollektive* Krypto-Portfolioverwaltung durch AIFMs natürlich schon de lege lata vom AIFMG¹⁴ erfasst wird, weil bei der Verwaltung eines Alternativen Investmentfonds (AIF) bekanntermassen nicht auf Anlagegegenstände abgestellt wird,¹⁵ sondern gerade auch alle «non-financial instruments» erfasst werden. Entsprechendes muss auch für den Fall gelten, dass ein AIFM – bei bestehender Zusatzzulassung im Rahmen eines «Top-up» nach Art. 29 Abs. 3 AIFMG – eine Krypto-Portfolioverwaltung *auf Einzelkundenbasis* im Wege der Delegation für einen anderen Asset Manager wahrnimmt.¹⁶ Um allfällige Missverständnisse zu vermeiden, wäre daher in den Erläuterungen eine Klarstellung wünschenswert, dass AIFMs bereits nach geltendem Recht zur individuellen Portfolioverwaltung für Kryptowerte befugt sind und keiner Registrierung als VT-Vermögensverwalter nach dem TVTG bedürfen (wie in Pkt. 2.6 noch separat auszuführen ist, dürfen sie diese auch EWR-rechtlich nicht erhalten). Dies

¹⁰ Da im Übrigen die Rolle des VT-Preisdienstleisters weiterhin als separate VT-Dienstleistung fortbestehen soll, ist eine derart weite Formulierung auch im Lichte von Art. 2 Abs. 1 Bst. s TVTG nicht angezeigt.

¹¹ Vgl. dazu auch noch Pkt. 2.7.

¹² Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) Text von Bedeutung für den EWR, ABl. 2014 L 173/349.

¹³ Dieser wird definiert «*ein von einem Marktbetreiber betriebenes und/oder verwaltetes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach seinen nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt oder das Zusammenführen fördert, die zu einem Vertrag in Bezug auf Finanzinstrumente führt, die gemäß den Regeln und/oder den Systemen des Marktes zum Handel zugelassen wurden, sowie eine Zulassung erhalten hat und ordnungsgemäß und gemäß Titel III dieser Richtlinie funktioniert*». Dazu genauer Schopper/Raschner, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 2019, 249 (256).

¹⁴ Gesetz vom 19. Dezember 2012 über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMG), LGBl. 2013/49.

¹⁵ Z.B. Marxer & Partner Rechtsanwälte, Liechtensteinisches Wirtschaftsrecht (2021) Rz 27.27.

¹⁶ Dazu genauer Raschner, FinTech und Cyber-Security an der Schnittstelle von AIFMG, MiCAR & DORA, in Stern (Hrsg), Alternative Investmentfonds: Aktuelle Fragestellungen und regulatorische Entwicklungen (AIFMD II) (im Erscheinen 2023) mwN.

unbeschadet dessen, dass AIFMs auch nach der MiCAR – unnötigerweise – dem Notifikationsregime in Art. 53a Abs. 4 MiCAR unterworfen werden.¹⁷ Im Einklang mit dem soeben Gesagten sollte auch die Formulierung auf Seite 16 im Vernehmlassungsbericht, wonach «[d]ie Anlageberatung und Portfoliomanagement zu Finanzinstrumenten [...] ausschliesslich von dafür bewilligten Banken, Wertpapierfirmen und Vermögensverwaltern erbracht werden [dürfen]», angepasst werden. Wie erwähnt, können auch Verwaltungsgesellschaften und AIFMs nach dem «Top-up Regime» entsprechende Dienstleistungen erbringen. Zum Begriff «Vermögensverwalter» noch bei Pkt. 2.6.

Zumindest mittelfristig erscheint es weiterhin erwägenswert, die Sonderbestimmung für Retrozessionen in § 1009a ABGB¹⁸ um VT-Vermögensverwalter zu ergänzen, um einen Gleichlauf mit den entsprechenden Vorschriften für «herkömmliche» Vermögensverwalter sicherzustellen.¹⁹

2.3. Token-Transfer-Dienstleister

Unklarheiten bestehen aufgrund von Abweichungen zwischen der vorgeschlagenen Regierungsvorlage und den allgemeinen Erläuterungen noch bei der dritten neu geschaffenen Rolle «Token-Transfer-Dienstleister». So wird dieser in Art. 2 Abs. 1 Bst. y TVTG einesteils (knapp) als «eine Person, die im Auftrag von Dritten über Token verfügt» definiert; andernteils wird in Kapitel 3 der Vorlage ausdrücklich nachstehende (ausführlichere) Definition betont: «"Token-Transfer-Dienstleister" als "eine Person, die im Auftrag von Dritten die Verfügung eines Token von einem VT-Identifikator zu einem anderen VT-Identifikator initiiert"».²⁰

Letzterer Definitionsvorschlag ist näher an der entsprechenden Krypto-Dienstleistung «providing transfer services for crypto-assets on behalf of third parties» in Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 Bst. fa MiCAR, die in Ziff. 17b leg. cit. wie folgt definiert: «transfer, on behalf of a natural or legal person, crypto-assets from one distributed ledger address or account to another». Vor diesem Hintergrund erscheint eine Anpassung von Art. 2 Abs. 1 Bst. y TVTG analog zum Schwerpunkt der Vorlage vorzugswürdiger. In Bezug auf die vorgeschlagene Legaldefinition fällt schliesslich noch auf, dass abweichend zum VT-Handelsplattformbetreiber und zum VT-Vermögensverwalter auf «Token» abgestellt wird. Dies steht im Widerspruch zum allgemeinen Schwerpunkt der Vorlage, wonach sich die Rolle der neuen VT-Dienstleister, inklusive die des Token-Transfer-Dienstleister, nur auf Kryptowerte im Sinn der MiCAR und nicht auf alle Token beziehen soll.²¹ Sofern diesen Erwägungen in Art. 2 Abs. 1 Bst. y TVTG Rechnung getragen werden soll, regen wir daher nachstehende Definition an:

«eine Person, die im Auftrag von Dritten die Verfügung eines Kryptowerts von einem VT-Identifikator zu einem anderen VT-Identifikator initiiert»

Schliesslich empfiehlt sich aus unserer Sicht in den allgemeinen Erläuterungen – in Anlehnung an Erwägungsgrund 63d MiCAR – noch die Klarstellung, dass Validatoren, Nodes oder Miner nicht als Token-Transfer-Dienstleister einzustufen sind.

2.4. Entfall der Registrierungspflicht für Eigenemittenten

Mit der Revision soll die bis dato für Token-Emittenten in Art. 12 Abs. 2 TVTG normierte Registrierungspflicht entfallen. Hintergrund ist ausweislich des Vernehmlassungsberichts, dass damit eine Angleichung an das Regelungsniveau der MiCAR erfolgen sollte. In concreto sollen durch den vorgeschlagenen Wegfall zeitliche und finanzielle Ressourcen freigesetzt werden können, sohin der Standort Liechtenstein insgesamt gestärkt werden, ohne den Anlegerschutz in irgendeiner Weise zu beeinträchtigen.²²

¹⁷ Ebenda.

¹⁸ Dazu allgemein etwa Schopper/Raschner/Walch in Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg), Handbuch der Vermögensverwaltung (2022)³ § 62 Rn. 9.

¹⁹ Vgl. dazu auch die nach wie vor treffenden Ausführungen im Vernehmlassungsbericht betreffend die Abänderung des Zivilrechts-Mediations-Gesetzes (ZMG), der Zivilprozessordnung (ZPO) und des Allgemeinen Bürgerlichen Gesetzbuches (ABGB), S. 11 ff sowie Bericht und Antrag Nr. 74/2021, 12 ff.

²⁰ Vernehmlassungsbericht S. 17 (eigene Hervorhebung).

²¹ Vernehmlassungsbericht S. 14 f. Siehe zu den neuen Rollen und dem angestrebten Geltungsbereich ferner S. 47.

²² Vernehmlassungsbericht S. 18.

Während eine Anpassung an die MiCAR zwar als solche durchaus zu befürworten ist, erscheinen bei näherer Betrachtung der vorgeschlagenen Streichung der Registrierungspflicht jedoch **zwei weitere Aspekte bedenkenswert**. *Zum einen* sollen nach der MiCAR nur Emittenten von «crypto-Assets, other than asset-referenced tokens or e-money tokens» keiner Bewilligungspflicht unterliegen. **Issuer von «Stablecoins»** (d.h. von sog. «asset-referenced tokens» [ARTs] und E-Geld Token) sollen hingegen weiterhin einer Zulassung bedürfen, siehe Art. 15 und Art. 43 MiCAR. Ein gänzlicher Wegfall der Registrierungspflicht ist insofern kritisch zu sehen. *Zum anderen* scheint noch überprüfungsbedürftig, ob die vorgeschlagene «Verschlankung» tatsächlich dem Anlegerschutz hinreichend Rechnung trägt. Aus regulierungstheoretischer Sicht sollte eine Reduktion der ex-ante-Regulierung (hier: Entfall der Registrierung) ganz allgemein durch ein entsprechendes ex post-Regime (hier: Haftung) abgedeckt werden, um weiterhin ein angemessenes Anlegerschutzniveau zu gewährleisten.²³ Entsprechendes wurde auch in den Erläuterungen betont.²⁴

Um den Schutz von Nutzern von Kryptowerten weiterhin (gleich) hoch zu halten,²⁵ sollte bei Entfall der Registrierungspflicht für Eigenemittenten somit darauf geachtet werden, dass das Haftungsregime für Token-Emittenten nach dem TVTG (zumindest) der Haftung für Kryptowerte-Whitepaper nach MiCAR entspricht. Dabei zeigt sich, vorbehaltlich einer Detailüberprüfung, dass der in Art. 14 Abs. 1 UAbs. 1 MiCAR niedergelegte Haftungstatbestand²⁶ zwar grosso modo dem des Art. 35 Abs. 1 TVTG entspricht;²⁷ anders als nach Art. 14 Abs. 1 UAbs. 2 MiCAR, wonach jeder vertragliche Ausschluss dieser Haftung unzulässig ist, ist gemäss Art. 35 Abs. 3 TVTG jedoch ein Haftungsausschluss nur im Falle von Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit verpönt. Gerade bei Kleinanlegern könnten darin ein Spannungsverhältnis zu § 879 Abs. 3 ABGB und Art. 8 Abs. 1 Bst. i KSchG bestehen.²⁸ Weitere Abweichungen bestehen bei der behördlichen Involvement: Während nach Art. 30 Bst. c TVTG «nur» eine Anzeige der Token-Emission bei der FMA vorgesehen ist, sieht Art. 7 Abs. 2 MiCAR eine Notifikationspflicht des Kryptowerte-Whitepaper vor, also der konkreten Basisinformationen.

Ergebnis: Auch wenn eine Anpassung des TVTG-Abschnitts «Basisinformationen bei Token-Emissionen» laut Vernehmlassungsbericht erst bei der Durchführung der MiCAR erfolgen soll,²⁹ sollte bei einem Wegfall der Registrierungspflicht bereits jetzt eine diesbezügliche Überprüfung und Anpassung des Haftungsregimes erfolgen, um den Anlegerschutz tatsächlich in keiner Weise zu beeinträchtigen.

2.5. Settlement-Pflicht für VT-Handelsplattformbetreiber nach Art. 17 Abs. 1 Bst. m Ziff. 7 TVTG

Ergänzend zur Einführung der neuen Rolle des VT-Handelsplattformbetreibers werden in Art. 17 Abs. 1 Bst. m TVTG noch Vorgaben für die internen Kontrollmechanismen von Plattformbetreiber gemacht. Dazu zählt nach Ziff. 7 leg. cit. auch «*die Festlegung von Prozessen zur effizienten Abwicklung von Geschäften mit Kryptowerten und Nominalgeldwährungen; insbesondere sollen Geschäfte innerhalb von 24 Stunden nach Abschluss final abgewickelt werden*». Wie im Vernehmlassungsbericht hierzu ausdrücklich festgehalten, erfolgte bei dem zweiten Halbsatz eine Orientierung an Art. 68 Abs. 8 MiCAR,³⁰ der im Originalwortlaut Folgendes normiert:

«Crypto-asset service providers that are authorised for the operation of a trading platform for crypto-assets shall initiate the final settlement of a crypto-asset transaction on the DLT within 24 hours of the transaction

²³ Vgl. die Ausführungen zum KOM-E der MiCAR *Zickgraf*, Primärmarktpublizität in der Verordnung über die Märkte für Kryptowerte (MiCAR) – Teil 2, BKR 2021, 362 (363)

²⁴ Dazu Vernehmlassungsbericht S. 49.

²⁵ Das Schutzbedürfnis betonend *Sild*, Registrierung von VT-Dienstleistern, in *Sild* (Hrsg), Grundsatzfragen des Liechtensteinischen TVTG (2021) 69 (75).

²⁶ Zur Haftung herangezogen werden kann, hiernach wer in seinem Whitepaper oder in einem geänderten Whitepaper *unvollständige, unrichtige oder unklare Angaben oder irreführende Angaben macht*.

²⁷ Ähnlich wie in der MiCAR ist eine Haftung bei Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit vorgesehen wie auch bei Unterlassung der Erstellung entsprechenden Basisinformationen.

²⁸ In diese Richtung schon *Silbernagl*, Informationspflichten bei der Tokenemission nach dem TVTG, in *Sild*, Grundsatzfragen des Liechtensteinischen TVTG 157 (205); zur zunehmend strengen Judikatur mit Blick auf vertragliche Haftungsbeschränkungen *Graf* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON1.05 § 879 Rz 303 ff.

²⁹ Vernehmlassungsbericht S. 9.

³⁰ Vernehmlassungsbericht S. 57.

being executed on the trading platform, or in the case of transactions settled outside the DLT, on the closing of the day at the latest.»

Anders ausgedrückt, erlaubt diese Bestimmung den Handelsplattformen ein Settlement einer Krypto-Transaktion entweder innerhalb oder ausserhalb eines VT-Systems. Im ersten Fall müssen die Plattformen dies innerhalb von 24 Stunden nach der Ausführung des Geschäfts auf der Handelsplattform durchführen; im zweiten Fall, d. h. bei Geschäften, die «off-chain» abgewickelt werden, muss dies spätestens am Ende des jeweiligen Tages erfolgen.

Angesichts des innovationsfreundlichen Ansatzes des TVTG spricht zwar viel dafür, dass Art. 17 Abs. 1 Bst. m TVTG beide in Art. 68 Abs. 8 MiCAR genannten Varianten (also sowohl eine on- als auch off-chain Abwicklung) erfasst. Aus der vorgeschlagenen Regierungsvorlage geht dies indes nicht eindeutig hervor; vielmehr könnte der vorgeschlagene Wortlaut nahelegen (arg.: «final»), dass innerhalb von 24 Stunden zwingend eine Abwicklung im VT-System vorzunehmen wäre, was in einem Widerspruch zur gängigen Praxis der meisten VT-Handelsplattformen stehen würde.³¹ Aus diesem Grund sollte sich Art. 17 Abs. 1 Bst. m TVTG nicht bloss an Art. 68 Abs. 8 MiCAR «orientieren», sondern, empfiehlt sich **eine präzisere Wortwahl in der finalen Fassung**, um insoweit Missverständnissen vorzubeugen. Insofern wäre der Gesetzestext ergänzungsbedürftig.

2.6. Stärkung des vereinfachten Verfahrens für bestimmte von der FMA bewilligte

Finanzintermediäre

Nach dem vorgeschlagenen Art. 12 Abs. 2 TVTG sollen Finanzintermediäre unter den Voraussetzungen von Abs. 2a bis 2c leg. cit. zur Erbringung von jeweils entsprechenden VT-Dienstleistungen berechtigt sein. Während diese Wertungsentscheidung aufgrund der bereits bestehenden Aufsicht durch die FMA nachvollziehbar scheint, ist sie in Bezug auf die **kollektive Vermögensverwaltung** einmal mehr klarstellungsbedürftig. In Bezug auf externe AIFMs sieht Art. 6 Abs. 2 AIFMD nämlich vor, dass diese keine anderen Tätigkeiten als die im AIFMG genannten Aktivitäten ausüben dürfen,³² weshalb **eine Registrierung als VT-Dienstleister nicht möglich** scheint. Wie bereits bei Pkt. 2.2. ausgeführt, sind Manager von AIFs aber bereits de lege lata zur individuellen Portfolioverwaltung im Wege der Delegation berechtigt. Ein «Verbot» investmentfremder Tätigkeiten besteht gemäss Art. 6 Abs. 2 der UCITS-RL³³ zudem für Verwaltungsgesellschaften.³⁴ Vor diesem Hintergrund überzeugt die Einführung eines vereinfachten Verfahrens zumindest für die in Art. 12 Abs. 2 Bst. f TVTG genannten Finanzintermediäre nicht.

Zuletzt wäre es aus redaktioneller Sicht noch stimmiger in Art. 12 Abs. 2 Bst. e TVTG im Einklang mit dem Vermögensverwaltungsgesetz³⁵ von «Vermögensverwaltungsgesellschaft(en)» anstelle von «Vermögensverwalter(n)» zu sprechen.

2.7. Zusätzliche Vorab-Einführung zweier verbleibender MiCAR-Dienstleistungskategorien

Wie eingangs angemerkt, ist die mit der Revision geplante Einführung neuer Dienstleisterrollen ins TVTG zweifelsohne ein begrüssenswerter Schritt. Im Einzelnen umfasst dies mit dem «VT-

³¹ Siehe etwa die kritische Stellungnahme zum ursprünglichen Kommissionsentwurf der Digital Asset Association Austria: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Financial-services-EU-regulatory-framework-for-crypto-assets/F1439672_en.

³² Um genau zu sein, besagt Art. 6 Abs. 2, dass «[d]ass ein externer AIFM keine anderen Tätigkeiten ausüben darf als die in Anhang I dieser Richtlinie genannten Tätigkeiten und die zusätzliche Verwaltung von OGAW vorbehaltlich einer Genehmigung nach Richtlinie 2009/65/EG.»

³³ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. 2009 L 302/32.

³⁴ «Eine Verwaltungsgesellschaft darf keine andere Tätigkeit als die der Verwaltung von gemäß dieser Richtlinie zugelassenen OGAW ausüben; ausgenommen hiervon ist die zusätzliche Verwaltung anderer Organismen für gemeinsame Anlagen, die nicht unter diese Richtlinie fallen und für die die Verwaltungsgesellschaft einer Aufsicht unterliegt, deren Anteile jedoch nicht in anderen Mitgliedstaaten gemäß dieser Richtlinie vertrieben werden können.»

³⁵ Gesetz vom 25. November 2005 über die Vermögensverwaltung, LGBl. 2005/278.

Handelsplattformbetreiber», dem «VT-Vermögensverwalter» und dem «Token-Transfer-Dienstleister» drei Rollen, die heute noch nicht (explizit) vom TVTG erfasst werden. Unklar scheint in diesem Zusammenhang allerdings, warum vorab nicht ebenso analoge Vorschriften für **zwei weitere in der MiCAR genannte Krypto-Dienstleistungen** geschaffen werden. Dies betrifft (1.) die **Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte** gem. Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 Bst. e MiCAR, definiert als «*concluding agreements to buy or to sell one or more crypto-assets or to subscribe for one or more crypto-assets on behalf of third parties and includes the conclusion of agreements to sell crypto-assets at the moment of their issuance*» (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 14 MiCAR). Ebenfalls noch nicht vom TVTG abgedeckt ist u.E. (2.) die **Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte** gemäss Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 Bst. g MiCAR. Hierbei handelt es sich um «*the reception from a person of an order to buy or to sell one or more crypto-assets or to subscribe for one or more crypto-assets and the transmission of that order to a third party for execution*» (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 16 MiCAR).

Um ein möglichst friktionsfreies Zusammenspiel der liechtensteinischen und EWR-rechtlichen Vorgaben zu gewährleisten, erscheint es bereits heute empfehlenswert, das TVTG um die beiden genannten Krypto-Dienstleistungen anzupassen, gerade auch im Lichte nicht auszuschliessender Verzögerungen im Rahmen des EWR-Übernahmeverfahrens. Dies könnte bspw. durch **Erweiterung der Rolle des VT-Vermögensverwalters** oder in Form einer **neuen Rolle «VT-Broker»** erfolgen.

3. Zur Regulierung von Tokendarlehensunternehmen

Ein Kernstück des Vernehmlassungsberichts ist die Einführung des «Tokendarlehensunternehmens», legaldefiniert als «*eine Person, die Token unter der Bedingung übertragen erhält, dass sie zwar im eigenen Ermessen oder auf Anweisung von Kunden darüber verfügen kann, aber nach einer gewissen Zeit Token zurückübertragen muss*» (Art. 2 Abs. 1 Bst. v TVTG). Wie aus der Vorlage hervorgeht, soll diese prima facie sehr weite Definition (nur) das sog. «Staking» und «Lending» von Token erfassen.³⁶ Im Bericht wird hierzu noch ergänzt, dass man sich bei der Umschreibung an §§ 957 bis 959 ABGB über den Verwahrungsvertrag und die Umänderung in einen Darlehens- oder Leihvertrag orientierte.³⁷ Daran anknüpfend ist auch in Bezug auf die privatrechtliche Einordnung – etwas missverständlich – die Rede davon, dass es sich bei Staking und Lending um einen Leih- oder Darlehensvertrag handle.³⁸ Während eine umfassende Untersuchung der privatrechtlichen Einordnung von Staking und Lending im liechtensteinischen Recht den Rahmen dieser Stellungnahme sprengen würde,³⁹ ist der Vorlage zumindest beizupflichten, dass mangels Sachen nur eine analoge Anwendung argumentierbar ist.⁴⁰ In Bezug auf die vorgeschlagene Legaldefinition fällt schliesslich noch ins Auge, dass – anders als bei den weiteren neuen VT-Dienstleistern⁴¹ – «Token» als Anknüpfungspunkt für den sachlichen Anwendungsbereich dienen. Während die Vorlage zu den genauen Gründen schweigt, ist dies im Ergebnis dennoch überzeugend, da in praxi z.B. nicht nur Kryptowerte, sondern auch nicht-fungible Token beim Lending verwendet werden.⁴² Eine diesbezügliche Klarstellung erscheint aus Gründen der Rechtssicherheit gleichwohl wünschenswert.

Im Vernehmlassungsbericht wird sodann selbst festgehalten, dass mit der liechtensteinischen Regulierung von Tokendarlehensunternehmen ein etwas abweichender Weg im Vergleich zum künftigen europäischen

³⁶ Näher dazu Vernehmlassungsbericht S. 35 ff.

³⁷ Vernehmlassungsbericht S. 38.

³⁸ Vernehmlassungsbericht S. 39. Etwas missverständlich, weil im Anschluss betont wird: «*Der Kunde gewährt dem Dienstleister folglich ein in besagten Token nominiertes Darlehen. Das Tokendarlehensunternehmen wiederum gibt seinerseits beim Token-Lending oder u.U. beim Staking ein Tokendarlehen an Dritte.*»

³⁹ Zur Einordnung von Lending als Sachdarlehen aus österreichischer Sicht Schopper/Raschner, Privat- und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Krypto-Banking, ÖBA 2022, 262 (269, 273); zu Staking aus internationaler Sicht Lehmann/Krysa/Prévost/Schinerl/Vogelauer, Staking Your Crypto: What are the Stakes?, 27.1.2023, <https://ssrn.com/abstract=4339687>, die darunter auch Lending diskutieren.

⁴⁰ Vgl. Vernehmlassungsbericht S. 39 explizit allerdings nur in Bezug auf den Verwahrvertrag. Siehe allgemein zur fehlenden Sacheigenschaft z.B. Marxer & Partner Rechtsanwälte, Liechtensteinisches Wirtschaftsrecht Rz 31.16.

⁴¹ Zur unklaren Ausnahme des Token-Transfer-Dienstleisters bei Pkt. 2.3.

⁴² Siehe z. B. Binance, NFT Lending & Borrowing: Key Benefits and Four Main Models, 24.2.2023, <https://www.binance.com/en/blog/nft/nft-lending--borrowing-key-benefits-and-four-main-models-965739523871296857>.

Rechtsrahmen beschränkt wird.⁴³ So beabsichtigt die MiCAR – wie in Erwägungsgrund 63e vermerkt – gegenwärtig nicht, diese Art von Kryptowerte-Aktivitäten zu erfassen. Vielmehr soll die Durchführbarkeit und die Notwendigkeit einer Regulierung von «lending and borrowing of crypto-assets» erst im Rahmen des Berichts über die jüngsten Entwicklungen bei Kryptowerten gemäss Art. 122b Abs. 2 Bst. b MiCAR bewertet werden. Auf den ersten Blick könnte eine autonome (Vorab-)Regulierung durch Liechtenstein noch Fragen der EWR-rechtlichen Zulässigkeit aufwerfen, doch wird in Erwägungsgrund 63e MiCAR angemerkt, dass geltendes nationales Recht in Bezug auf Lending etc. unberührt bleiben soll. Vor diesem Hintergrund ist die vorgeschlagene Regulierung – zumindest im Ausgangspunkt – aus EWR-rechtlicher Zulässigkeit und im Lichte der im Vernehmlassungsbericht genannten Zielsetzungen (liberale Wirtschaftsordnung und Kundenschutz) zu begrüßen.

Vorstehendes muss allerdings noch durch **zwei Vorbehalte** ergänzt werden. *Erstens* sieht die MiCAR in Bezug auf «Stablecoins» ein **Zinsverbot** («Prohibition of interests») vor, wonach Emittenten sowie Krypto-Dienstleister den Inhabern solcher Kryptowerte keine Zinsen gewähren dürfen (näher dazu Erwägungsgrund 41 und Art. 36 Abs. 2 MiCAR in Bezug auf ARTs sowie Erwägungsgrund 46 und Art. 45 Abs. 2 MiCAR-E in Bezug auf E-Money-Token).⁴⁴ Damit wird zumindest die Tätigkeit des Lending nach MiCAR nicht mehr für zugelassene Krypto-Dienstleister möglich sein, worauf sogleich noch zurückzukommen ist. *Zweitens* ist bei der Regulierung von Tokendarlehensunternehmen zu beachten, dass eine solche Tätigkeit durch Plattformbetreiber unter bereits bestehende Finanzmarktregularien fallen kann. Dies verdeutlicht der rechtsvergleichende Seitenblick auf den Fall *BlockFi* betreffend die von der Plattform angebotenen «BlockFi Interest Accounts». In diesem Fall kam die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde SEC zum Ergebnis, dass damit (mutmasslich) gegen die Vorschriften des «Investment Company Act» von 1940 verstossen wurde.⁴⁵ Hierzulande wird daher ähnlich wie in den USA – spätestens von der FMA bei der Registrierung – noch zu prüfen sein, ob die **Tätigkeit eines Tokendarlehensunternehmens als Verwaltung eines AIF** im Sinne des AIFMG zu qualifizieren ist und damit eine Zulassung als AIFM nach sich zieht.⁴⁶ So wurde zuletzt auch im Rahmen einer Konsultation im Vereinigten Königreich angemerkt, dass Lending-, aber auch Staking-Modelle – je nach Ausgestaltung – die Definition eines «collective investment schemes» erfüllen könnten.⁴⁷

Fragen erheben sich zuletzt noch in Bezug auf den «Geltungsbereich» des Tokendarlehensunternehmens, insbesondere im Zusammenhang mit der **Erfassung von Staking**. Laut Vernehmlassungsbericht sei «[d]ie Interessenslage beim Staking und Lending [...] vergleichbar.»⁴⁸ Im Unterschied dazu nimmt die angesprochene Konsultation im Vereinigten Königreich – zumindest vorerst – nur Krypto-Lending-Plattformen in den Blick, nicht aber Staking Services.⁴⁹ Auch im künftigen EWR-Recht ist «nur» eine indirekte Regulierung von «granting of interest» vorgesehen sowie eine allfällige Regulierung von Lending im Rahmen von Art. 122b Abs. 2 Bst. b MiCAR zu prüfen. Während hier keine finale Bewertung der Vergleichbarkeit von Staking und Lending bzw. der damit verbundenden Regulierungsbedürftigkeit vorgenommen werden kann, erscheint eine gemeinsame Regulierung von Staking und Lending in Form des Tokendarlehensunternehmens aber aus standortpolitischen Gründen problematisch. So könnte eine parallele Registrierung als

⁴³ Vernehmlassungsbericht S. 38, wonach «Liechtenstein [...] anderen Staaten und der EU-Kommission einen möglichen Regulierungsweg aufzuzeigen [möchte].»

⁴⁴ Dazu schon Schopper/Raschner, ÖBA 2022, 262 (268). Hintergrund ist die Überlegung, die Risiken von «shadow banking» zu begrenzen.

⁴⁵ Genauer Schopper/Raschner, ÖBA 2022, 262 (264) mwN.

⁴⁶ Siehe für Österreich Schopper/Raschner, ÖBA 2022, 262 (268).

⁴⁷ HM Treasury, Future financial services regulatory regime for cryptoassets, Consultation and call for evidence, February 2023, 10.5 bei FN 39 (in Bezug auf Lending) und 12.9 (in Bezug auf Staking), https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1133404/FR_Privacy_edits_Future_financial_services_regulatory_regime_for_cryptoassets_vP.pdf.

⁴⁸ Vernehmlassungsbericht S. 39.

⁴⁹ HM Treasury, Future financial services regulatory regime for cryptoassets, 10.1 ff, auch wenn die Frage aufgeworfen wird, ob Staking neben Lending als eine zu regulierende Tätigkeit betrachtet werden sollte. S HM Treasury, Future financial services regulatory regime for cryptoassets, Frage 45: «Should staking (excluding “layer 1 staking”) be considered alongside cryptoasset lending as an activity to be regulated in phase 2?». Siehe ferner noch Frage 31: «Should regulatory treatment differentiate between lending (where title of the asset is transferred) vs staking or supplying liquidity (where title of the asset is not transferred)?».

«Tokendarlehensunternehmen» – wie am nachfolgenden Beispiel verdeutlicht – zumindest in der Aussenwirkung eine Missachtung der EWR-rechtlichen Vorgaben nahelegen und nicht unerhebliche Reputationsrisiken für liechtensteinische Dienstleister und den Finanzplatz als solchen bedeuten.

Bsp.: *Sofern ein zukünftig nach der MiCAR zugelassener Krypto-Dienstleister oder ein nach Art. 55 MiCAR notifizierter Finanzintermediär neben Handel und/oder Verwahrung von Kryptowerten⁵⁰ auch Staking als Service für Stablecoins anbietet (und dementsprechend als «Tokendarlehensunternehmen» registriert ist), könnte dies im grenzüberschreitenden Kontext von einer ausländische Aufsichtsbehörde als Lending-Service von Kundentoken und damit als Verstoss gegen Art. 36 bzw. 45 MiCAR interpretiert werden.*

Um liechtensteinische Dienstleister nicht allfälliger Friktionen mit MiCAR sowie einem unnötigen Reputationsrisiko auszusetzen, regen wir daher eine getrennte Regulierung von Lending und Staking an.

4. Zusammenfassung der wichtigsten Punkte

- Die Vorbereitung des liechtensteinischen Rechtsbestands auf MiCAR und insbesondere die damit verbundene Einführung von neuen VT-Dienstleistern ist ein begrüssenswerter Schritt.
- Um eine Abgrenzung zu anderen Tätigkeiten zu gewährleisten, empfiehlt sich gleichwohl eine näher am Wortlaut der MiCAR gefasste Legaldefinition des VT-Handelsplattformbetreibers in Art. 2 Abs. 1 Bst. w TVTG.
- In Bezug auf die in Art. 2 Abs. 1 Bst. x TVTG vorgeschlagene Rolle des VT-Vermögensverwalters besteht u.E. in den Erläuterungen dahingehend ein Klarstellungsbedarf, dass AIFMs im Wege des «Top-up Regime» weiterhin eine Krypto-Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis udgl. durchführen können, ohne einer Registrierung nach dem TVTG zu bedürfen.
- Die Legaldefinition des Token-Transfer-Dienstleisters in Art. 2 Abs. 1 Bst. y TVTG wäre u.E. im Gleichklang mit den allgemeinen Erläuterungen zu formulieren und wohl auf Kryptowerte einzuschränken.
- Der Entfall der Registrierungspflicht für Eigenemittenten nach Art. 12 TVTG sollte im Lichte der Anforderungen der MiCAR für ARTs/E-Money Token wie auch aus regulierungstheoretischer Sicht nochmals überprüft werden. Erwogen werden sollte insbesondere eine Kompensation der Reduktion des ex ante-Anlegerschutzes durch die eine adäquate Anreizwirkung einer ex post-Haftung.
- Unschärf ist die «Orientierung» in Art. 17 Abs. 1 Bst. m TVTG an Art. 68 Abs. 8 MiCAR. Vorzuziehen wäre u.E. eine konkretere Beschreibung der verlangten Kontrollsysteme, die klarstellt, dass sowohl die «on-chain»- als auch «off-chain»-Abwicklung gleichermaßen darunter fallen.
- Die Einführung eines vereinfachten Verfahrens in Art. 12 Abs. 2 Bst. f TVTG für Verwaltungsgesellschaften und AIFM überzeugt aus EWR-rechtlicher Sicht nicht.
- Im Übrigen erscheint es wünschenswert, die zwei in der MiCAR ebenfalls vorgesehenen Kryptodienstleistungen (Auftragsausführung von Kryptowerte für Dritte sowie Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte) als Dienstleisterrollen ins TVTG einzuführen.
- Betreffend Einführung des Tokendarlehensunternehmens scheint die gemeinsame Regulierung von Staking und Lending u.E. problematisch. Eine Regulierung der genannten Aktivitäten sollte im Lichte des künftigen europäischen Zinsverbots für «Stablecoins» separat erfolgen.

Für Rückfragen und weitere Erörterungen stehen wir selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

Dr. Patrick Raschner
Wissenschaftlicher Mitarbeiter

Dr. Bernhard Burtscher
Vertreter der Professur

⁵⁰ Global gesehen ermöglichen vor allem Krypto-Handelsplattformen Staking, weil dies in der Regel mit Handel und Verwahrung einhergeht.