

Einleitung

Liechtenstein hat sich in den letzten Jahren als attraktiver Standort für Unternehmen im **Finanztechnologiebereich** (sog **FinTech's**) herausgestellt. Von diesen Unternehmern werden insbesondere der EWR-Zugang, die regulatorischen Rahmenbedingungen und die vielzitierten »kurzen Wege« in Liechtenstein geschätzt. FinTech's setzen neue Technologien ein, um bestehende oder neue Services im Finanzbereich anzubieten, und gehen dabei oft neue Wege. Daraus ergeben sich nicht selten regulatorische Herausforderungen sowohl für die Dienstleister wie auch für die Aufsichtsbehörden in der Umsetzung.

Einer dieser Bereiche ist die Finanzierung von Geschäftsmodellen.¹ Utility²-Token³ – aufsichtsrechtlich als Handelswaren qualifiziert⁴ – werden in Liechtenstein seit 2017 im Rahmen von **Initial Coin Offerings (ICO)**⁵ öffentlich zum Kauf angeboten. Security-Token hingegen sind Finanzinstrumente gemäss Anhang I, Abschnitt C MIFID-II⁶ (Finanzinstrumente), welche unter Zuhilfenahme von vertrauenswürdigen Technologien (VT)⁷, wie insb DLT⁸ oder Blockchain Systemen, in Token repräsentiert werden.

-
- 1 *Nägele/Xander*, ICOs und STOs im liechtensteinischen Recht, in *Piska/Völkel* (Hrsg), *Blockchain rules* (2019) 18.30.
 - 2 Eine eindeutige Zuordnung zu den drei Hauptkategorien Utility/Security/Currency ist meist nicht möglich, da in der Praxis meist hybride Erscheinungsformen auftauchen.
 - 3 Vgl zu Utility Token *Nägele/Xander* in *Piska/Völkel* (Rz 18,15).
 - 4 *Nägele/Xander* in *Piska/Völkel* (Rz 18,14).
 - 5 Vgl zu ICO *Nägele/Xander* in *Piska/Völkel* (Rz 18,27).
 - 6 RL 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 Text von Bedeutung für den EWR, ABl. EG 2014/173, 349.
 - 7 Der Begriff der »vertrauenswürdigen Technologien« wurde im TVTG geprägt und wird auch in der Arbeit als Überbegriff für DLT und Blockchain verwendet. Vgl Art 2 Abs 1 Bst a Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister (TVTG), LGBI 2019/301.
 - 8 DLT steht für Distributed Ledger Technologies als Überbegriff für Technologien, welche verteilte Hauptbücher einsetzen. Das Hauptbuch (oder sonstige Informationen) werden dabei von einer Vielzahl von Parteien gehostet und die Daten

Security-Token werden in einem sog **Security Token Offering (STO)** öffentlich zum Kauf angeboten⁹. Auch STO's dienen zur Unternehmensfinanzierung. Das öffentliche Angebot von Finanzinstrumenten ist aber im Vergleich zum öffentlichen Angebot von Handelswaren stark reguliert. Finanzinstrumente, die in Form von Token ausgegeben werden, unterliegen denselben Regeln wie klassische Finanzinstrumente.¹⁰ Soweit überblickbar, wurde der erste Wertpapierprospekt über einen Security-Token im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) von der liechtensteinischen Finanzmarktaufsicht im August 2018 gebilligt¹¹; weitere folgten. Für den Primärmarkt eignen sich diese neuen Technologien offensichtlich gut¹². Es stellt sich bei diesen Angeboten aber die Frage der Handelbarkeit nach der Erstemission am Primärmarkt, dem Sekundärmarkt. Denn nur mit einem funktionierenden Sekundärmarkt, man denke hier an die Fristentransferfunktion des Sekundärmarktes, können Security Token langfristig und breit zur Unternehmensfinanzierung eingesetzt werden.

Das Kapitalmarktrecht ist eng mit dem Gesellschaftsrecht verknüpft. Letzteres verfolgt aber als Ziel vorwiegend den Schutz der Vermögensanlage des Anlegers und seiner Mitgliedschaft in der Gesellschaft. Das Kapitalmarktrecht hingegen versucht, den notwendigen rechtlichen Rahmen für das Funktionieren des Marktes herzustellen.¹³ Daher werden zuerst die zivilrechtlichen Grundlagen für die Repräsentation und Übertragung von Forderungs- und Mitgliedschaftsrechten in Token aufgearbeitet, um in der Folge die aufsichtsrechtlichen Grundlagen des Sekundärmarktes für Security Token zu untersuchen.

abgeglichen, wobei Änderungen an den Daten aufgrund des verwendeten Consensus Mechanismus bestätigt werden müssen; Vgl *Lin*, *Deconstructing Decentralized Exchanges*, JBLP 2019, 58 (Fn 6).

9 Primärmarkt.

10 Daher sind bspw bei öffentlichen Angeboten von solchen Token insb die Prospektvorschriften zu prüfen. Vgl schon *Langer/Nägele*, *Blockchain- und tokenbasierte Unternehmen in Liechtenstein*, IWB 2018, 1 (4).

11 *Finanzmarktaufsicht Liechtenstein*, Liste gebilligter Prospekte bis 20. Juli 2019 (FMA Liste gebilligter Prospekte), register.fma.li.li/fileadmin/user_upload/dokumente/publikationen/Prospekte_nach_WPPG/Liste_geb_Prospekte_bis_20190720_6_20200103.pdf, 16.

12 Die Unternehmen versprechen sich insb Effizienzsteigerungen.

13 *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht*¹⁰ (2019), Rz 51.

»Zentral für die Erkennung und die Bewältigung der rechtlichen Probleme moderner Finanzmarkttransaktionen ist [...] die präzise Ermittlung der tatsächlichen Grundlagen, also gleichsam des Tatbestands, den es juristisch zu würdigen gilt.«¹⁴ Demzufolge wird an jenen Stellen, an welchen Sachverhalte über **Vertrauenswürdige Technologien (VT)** eingeordnet werden, diese vorab ausreichend verständlich und präzise aufgearbeitet. Zu diesem Zweck wird zuerst der Begriff **Token** näher beleuchtet und untersucht, welche Token unter Finanzinstrumente zu subsumieren sind und welche Kriterien zur Abgrenzung herangezogen werden können. Dann werden die bestehenden regulierten Intermediäre des Sekundärmarktes dargestellt. In der Folge sollen der Blickwinkel gewechselt und die bestehenden Märkte für Token und deren Bewilligungs- und Registrierungsspflichten analysiert werden, um im Ergebnis aufzuzeigen, welche Herausforderungen und offenen Fragen bestehen und ob diese faktische Entwicklung in Einklang mit dem bestehenden Regelungskonzept zu bringen ist. Es stellt sich die Frage, ob die durch diese neuen Technologien ermöglichten Veränderungen solch disruptive Kraft aufweisen und in der Praxis breite Anwendung finden werden (»faktische Übung«), sodass *Jellinek* und seiner »normativen Kraft des Faktischen« folgend neue Regulierungsansätze notwendig werden.¹⁵ Abschliessend soll ein neuer Regulierungsansatz für den Sekundärmarkt für Security-Token zur Diskussion gestellt werden.

14 *Schwarz*, Globaler Effektenhandel (2016), 27.

15 *Anter* (Hrsg), Die normative Kraft des Faktischen² (2020), 53 f.

I. Zu den technologischen Grundlagen

A. Vertrauenswürdige Technologien (VT) und VT-Systeme

VT-Systeme stehen für Transaktionssysteme, welche die sichere Übertragung und Aufbewahrung von Token sowie die darauf aufbauende Dienstleistungserbringung mittels **vertrauenswürdiger Technologien** (ausgesuchte DLT-/Blockchain-Systeme) ermöglichen.¹⁶ Der Begriff »Blockchain«¹⁷ wurde im Zusammenhang mit der Kryptowährung Bitcoin geprägt und repräsentiert die Technologie, auf welcher diverse Kryptowährungen wie bspw Bitcoin, Ether, Dash, Aeternity oder Litecoin basieren. Blockchain beschreibt dabei, stark vereinfacht, die Kette von Blöcken, welche die Transaktionsdaten enthalten. Dabei werden die Blöcke chronologisch nacheinander gereiht und mittels Prüfsumme des vorhergehenden Blockes verkettet.¹⁸ Aus diesen Transaktionsdaten bildet sich ein Hauptbuch, das von einer möglichst grossen Anzahl Nutzer¹⁹ dezentral gespeichert wird (ein sog verteiltes Hauptbuch, engl Distributed Ledger). Die entsprechende Technologie wird **Distributed Ledger Technology (DLT)** genannt.²⁰ Gemessen am Handelsvolumen sind die meistgenutzten²¹ Blockchains sind die Bitcoin-²² und die

16 Vgl Art 2 Abs 1 Bst a und b TVTG.

17 Den Begriff »Blockchain« findet man im Bitcoin Whitepaper von 2008 nicht, dafür erklärt es die Funktionsweise des Systems als chain of blocks: Vgl *Nakamoto, (Pseudonym)*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (Nakamoto 2008), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

18 *Langer/Nägele*, IWB 2018, 1 (1).

19 Damit eine Manipulation durch eine Minderheit möglichst ausgeschlossen wird.

20 Vgl auch *Regierung des Fürstentums Liechtenstein*, Bericht und Antrag der Regierung an den Landtag des Fürstentum Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token- und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und die Abänderung weiterer Gesetze (BuA Nr. 54/2019), 55.

21 Gemessen am Handelsvolumen; 24 Hour Volume Rankings (Currency) (coinmarketcap 24h volume), <<https://coinmarketcap.com/currencies/volume/24-hour/>> (Stand 14.04.2020).

22 Vgl Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (2020), <<https://bitcoin.org/en/bitcoin-paper>> (Stand 02.04.2020).