

Die Regulierung von Krypto-Dienstleistern im EWR – MiCAR ante portas



Nicolas Raschauer und Rene Kreisl

1 Einleitung und Begriffsabgrenzung

1.1 Einleitung

Wer in der EU/im EWR als **Krypto-Dienstleister** grenzüberschreitend agieren will, weil er ein auf **Kryptowerte**¹ fokussiertes Geschäftsmodell über dezentrale

¹Ein „digitales Asset“ oder „Krypto-Asset“ gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR (FN 6) ist als digitale Darstellung von Werten oder Rechten einzuordnen, die elektronisch übertragen und gespeichert werden. Dies erfolgt u. a. mittels „Distributed Ledger Technologie“ (Technik der dezentralen Buchführung; siehe auch unten FN 5). Vgl. den Überblick bei *Büchel*, Technische Grundlagen in Sild (Hrsg), Grundsatzfragen des TVTG (2021) 3 ff. sowie *Piska/Tyrybon*, Grundlagen der Blockchain-Technologie und virtueller Währungen in *Piska/Völkel* (Hrsg), Blockchain rules (2019) 2 ff.

Dieser Beitrag basiert auf einem Vortrag, den *Nicolas Raschauer* im Juni 2022 an der Handelskammer Bozen gehalten hat. Er wurde mittlerweile aktualisiert und bildet die legislativen Entwicklungen zum Mai 2023 ab. Inhaltlich fokussiert das Dokument vor allem auf die MiCAR (Stand des Beitrages 20.06.2023; nachfolgende Änderungen wurden nicht berücksichtigt). *Rene Kreisl* hat federführend Abschn. 4. verfasst. *Nicolas Raschauer* zeichnet für die anderen Teile der Abfassung verantwortlich.

N. Raschauer (✉)
EHL Lausanne, Lausanne, Schweiz
E-Mail: nicolas.raschauer@ehl.ch

N. Raschauer
Middlesex University London, London, Vereinigtes Königreich

R. Kreisl
Macquarie Investment Management Austria Kapitalanlage AG, Wien, Österreich
E-Mail: Rene.Kreisl@macquarie.com

Netzwerke² anbieten möchte, ist mit vielfältigen Herausforderungen konfrontiert. Dies beginnt schon beim **Marktzutritt**, d. h. beim Zulassungsprozess. Krypto-Dienstleister müssen derzeit Bewilligungen von Aufsichtsbehörden aus verschiedenen Staaten beantragen und (parallel) mehrere Bewilligungsverfahren durchlaufen, wenn ihr Geschäftsmodell nicht unter das „EU-Pass-System“ des EU-Finanzmarktrechts fällt.

Nach der erteilten Zulassung ändert sich die Situation nicht. Das Geschäftsmodell muss den **Marktausübungsbedingungen** von unterschiedlichen Rechtsordnungen entsprechen, wobei sonstige einschlägige unionsrechtliche Vorgaben, etwa der DienstleistungsRL³ 2006/123/EG, separat zu berücksichtigen sind. Der Dienstleister hat die jeweils anwendbaren Ausübungsregelungen insb des nationalen Gewerbe-, Datenschutz- und Finanzmarktrechts zu beachten. Schlussendlich muss das einzelne Projekt mit den unterschiedlichen Zivil- und Gesellschaftsrechtsordnungen des jeweiligen Staates, in dem der Dienstleister aktiv ist, abgestimmt werden.

Derzeit besteht **kein einheitliches „Marktordnungsrecht“** für Krypto-Dienstleister in der EU-Region. Das unmittelbar anwendbare EU-Datenschutzrecht, das idR auch für Drittstaats-Dienstleister, die im EWR-Raum tätig sind, verbindlich ist (Art. 3 Abs. 2 DSGVO⁴), ist hier genauso auszuklammern wie das EU-Kommunikationsrecht,⁵ weil es keine Zulassungspflicht für Krypto-Dienstleister statuiert.

Unter „Krypto-Assets“ sind z. B. „Kryptowährungen“ ohne Unterlegung (wie z. B. „Bitcoin“) sowie solche virtuellen Währungen zu subsumieren, die an staatliche Fiat-Währung gebunden sind; dies dient dazu, Kursschwankungen zu reduzieren (auch als „Stablecoins“ bekannt). Seit längerem werden auch vermögenswertbezogene Token unter diesem Begriff behandelt, die z. B. Rechte an Finanzinstrumenten oder Edelmetallen abbilden (Darstellung nach CH-Staatssekretariat für internationale Finanzfragen, 2021, abrufbar unter <https://www.sif.admin.ch/dam/sif/de/dokumente/finanzmarktpolitik/digitalisierung/fact-sheet_crypto.pdf.download.pdf/Faktenblatt%20Krypto.pdf>, 15.05.2023).

²Um sein Geschäftsmodell zu verwirklichen, setzen Dienstleister dezentrale Technologien (z. B. wie die Stella-Blockchain) ein, auf deren Grundlage verschlüsselte Daten im Netzwerk verteilt und von allen Teilnehmern aufgezeichnet werden (vgl. i. d. S. Art. 2 Abs. 1 Nr. 1 MIF und Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MiCAR). Die Technologie ermöglicht, dass Transaktionen dezentral ohne verantwortlichen Intermediär im Netzwerk abgewickelt und z. B. Krypto-Assets ohne Schwierigkeiten ausgetauscht bzw. übertragen werden können. Näher *Bundesrat*, Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz (2018) 23 ff., <<https://blockchainfederation.ch/federal-council-report-legal-framework-for-distributed-ledger-technology-and-blockchain-in-switzerland/>> (15.05.2023); *Büchel*, Grundlagen 3 ff.; *Piska/Tyrybon*, Grundlagen 6.

³Richtlinie 2006/123/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2006 über Dienstleistungen im Binnenmarkt, ABl (EU) 2006 L 376, 36.

⁴Verordnung (EU) 2016/679 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. April 2016 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der Richtlinie 95/46/EG (Datenschutz-Grundverordnung), ABl (EU) 2016 L 119, 1.

⁵Art. 12 Richtlinie (EU) 2018/1972 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Dezember 2018 über den europäischen Kodex für die elektronische Kommunikation (Neufassung), ABl (EU) 2018 L 321, 36.

Diese Ausgangssituation wird in Teilen erst durch **MiCAR**⁶ bzw. **MIV**⁷ modifiziert, soweit die Verordnungen eine **schrittweise Angleichung** der heterogenen Antritts- und Ausübungsbedingungen für bestimmte Krypto-Dienstleister nach sich ziehen.

Während die MIV bereits in Kraft getreten ist (s dazu unten Pkt 3.4.), wird die Regulierung von Krypto-Vermögenswerten und damit verbundenen Dienstleistungen in relevanten Teilen in der EU erst **durch MiCAR vereinheitlicht**.⁸ Bis die Verordnung allerdings anwendbar ist (d.i. 12 bzw. 18 Monate nach ihrem Inkrafttreten, Art. 149 leg cit), unterliegen Krypto-Dienstleister den **bestehenden**, heterogenen **nationalen Regulierungsstandards**.

Der EU-Gesetzgeber will mit MiCAR, anders als im Fall der 4. EU-Anti-Geldwäscherichtlinie (AMLD⁹), die unter dem Begriff „virtuelle Währungen“ (Art. 3 Nr 18 leg cit) nur bestimmte Kryptowerte erfasst, die **Antritts- und Ausübungsbedingungen für Krypto-Dienstleister maximal harmonisieren**.¹⁰ Die im Zuge der Umsetzung der 4. AMLD gewonnen Erfahrungen waren offensichtlich Grundlage dafür, einer weiteren nationalen Zersplitterung der Regulierung von Krypto-Dienstleistern entgegenzuwirken. Daher entschied sich der EU-Gesetzgeber für die Rechtsform der Verordnung, die in allen 30 EU- und EWR-Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar sein wird (Art. 288 AEUV, Art. 7 EWRA).¹¹

Allerdings setzt der EU-Gesetzgeber dieses Ausgangsziel nicht konsequent um. MiCAR wird nur auf eine **Teilmenge** der derzeit bekannten **Kryptowerte** anwendbar sein; NFTs und dezentral kreierte Assets wie Bitcoin bleiben z. B. ausgeklammert. Die Verordnung ergänzt die bestehenden Sektoralrechtsakte der EU-Finanzmarktgesetzgebung. Jene Finanzinstrumente, die bereits durch die geltende EU-Banken- bzw. Wertpapiergesetzgebung (CRD IV/V, MiFID II etc.) erfasst werden, unterliegen MiCAR bis auf Weiteres nicht (Art. 2 Abs. 2 und 4 MiCAR).

⁶Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Kryptowerte („MiCAR“), ABI 2023 L 150, 40, Stand 20.06.2023. Nachfolgende Änderungen wurden nicht berücksichtigt.

⁷Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen (MarktinfrastrukturV-MIV), ABI (EU) 2022 L 151, 1.

⁸Von einer gegebenenfalls modifizierten und raschen Übernahme der Verordnung in das EWRA (im Interesse der Wettbewerbsgleichheit) ist nach heutigem Stand auszugehen.

⁹Richtlinie (EU) 2015/849 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, ABI (EU) 2015 L 141, 73, idF der ÄnderungsRL 2018/843 vom 30. Mai 2018 (ABI [EU] 2018 L 156, 43) und 2019/2177 (ABI [EU] 2019 L 334, 155). In weiterer Folge: AMLD.

¹⁰Siehe zum Beispiel ErwG 6 MiCAR.

¹¹Dadurch soll das zentrale Ziel der MiCAR, nämlich die Schaffung von Rechtssicherheit für Verbraucher und die Eindämmung jener Risiken, die von Krypto-Assets ausgehen (z. B. finanzielle Risiken und Risiken für die Marktintegrität), limitiert werden.

Zentraler Regelungsgegenstand von MiCAR ist die Präzisierung der Bedingungen für öffentliche Angebote von Kryptowerten, die Zulassung von Kryptowerten zum Handel auf einer Handelsplattform sowie die Ausgestaltung von Bedingungen für Transaktionen und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Krypto-Assets. Die MiCAR will also einheitliche Regeln für die Transparenz- und Offenlegungsanforderungen für die Ausgabe, das öffentliche Angebot und die Zulassung zum Handel von Krypto-Assets festlegen. Darüber hinaus statuiert die Verordnung dem Finanzmarktrecht ähnliche Regeln für die Zulassung und Aufsichtigung von Krypto-Dienstleistern und Emittenten von Krypto-Assets. Das Hauptaugenmerk der Verordnung liegt auf Emittenten von vermögenswertbezogenen Token und E-Geld-Token.

MiCAR wurde kürzlich (am 09.06.2023) im Amtsblatt der EU veröffentlicht. 20 Tage nach der Kundmachung im Amtsblatt wird die Verordnung in Kraft treten und nach einer 18-monatigen Übergangszeit in allen EU-/EWR-Mitgliedstaaten direkt anwendbar sein. Lediglich für vermögensreferenzierte Token (ARTs) und E-Geld-Token (EMTs) wird MiCAR bereits nach 12 Monaten gelten (Art. 149 MiCAR). Bis 2025 soll daher ein harmonisierter Rechtsrahmen für kryptobezogene Produkte und Dienstleistungen in der gesamten EU bestehen.

Dieser Beitrag erörtert anhand des Beispiels des **Marktzutrittes**, unter welchen Voraussetzungen Krypto-Emittenten und Krypto-Dienstleister zukünftig in der EU/im EWR digitale Geschäftsmodelle umsetzen können, die mittels „dezentraler Technologien“¹² wie z. B. über die „Stellar-Blockchain“ ausgeübt werden.¹³

1.2 Begriffsvielfalt und Begriffsabgrenzung

Dieser Beitrag bezieht sich auf die **Zulassung** von „**Krypto-Dienstleistern**“. Vorweg: Eine einheitliche oder konsentrierte Legaldefinition dieses nicht mehr ganz so neuen Rechtsphänomens existiert nicht. Viele EU-Staaten verfolgen eigenständige Ansätze.

1.2.1 Ausgangssituation – die EU-Ebene

Einen ersten Schritt Richtung Rechtsharmonisierung wird MiCAR setzen. Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 MiCAR definiert den „**Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen**“ als Person, deren berufliche oder gewerbliche Tätigkeit (nicht notwendig in einer

¹²Vgl. schon oben FN 4 und 5. Diese Technologien müssen geeignet sein, die Integrität digitaler Assets, die eindeutige Zuordnung dieser Assets zu Identifikatoren sowie die rechtswirksame Verfügung über und die Übertragung von Krypto-Assets sicherzustellen.

¹³Einzelne dieser Geschäftsmodelle werden in der Forschung auch unter dem Begriff der „**Decentralised Finance**“ untersucht. Für einen Überblick siehe zum Beispiel N. Raschauer, *Decentralised Finance in Piska/Völkel* (Hrsg.), *Blockchain rules*, 2. Auflage (2023, im Druck).

Haupttätigkeit) darin besteht, eine oder mehrere Krypto-Dienstleistungen **geschäftsmäßig für Dritte** zu erbringen.

Daran knüpft Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 MiCAR an, wonach MiCAR neben der **Emission¹⁴ bestimmter Token¹⁵** folgende „**Krypto-Dienstleistungen**“ bzw. Tätigkeiten im Zusammenhang mit „**Kryptowerten**“ (vgl. FN 4) erfassen soll.¹⁶

- Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Dritte;
- Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte;¹⁷
- Tausch von Kryptowerten gegen Nominalgeldwährungen, die gesetzliche Zahlungsmittel sind;
- Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte;
- Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte;
- Platzierung von Kryptowerten;
- Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte;
- Beratung zu Kryptowerten;¹⁸
- „Portfolioverwaltung“ von Kryptowerten;
- Erbringung von Transferdienstleistungen für Kryptowerte für Kunden;

¹⁴Wie sich aus Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 ff. MiCAR ergibt, erfasst MiCAR nur solche Token-Emissionen, die **zentral** durch **einen verantwortlichen Emittenten** (gegebenenfalls im Zusammenwirken mit anderen Entitäten) durchgeführt werden; diese Token können anschließend aufgrund eines öffentlichen Angebots (Art. 3 Abs. 1 Nr. 12 MiCAR) während eines bestimmten Zeitraums zu einem im Voraus fixierten Ausgabepreis erworben werden. Werden aber digitale Assets dezentral durch verschiedene miteinander verknüpfte Entitäten in einem „offenen Netzwerk“ nach einem bestimmten technischen Prozess „hergestellt“ (z. B. durch Mining) und findet in Bezug auf diese Assets kein öffentliches Angebot zum Erwerb statt, ist uE der Tatbestand der Emission i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 12 MiCAR nicht erfüllt. Siehe in vergleichbarem Zusammenhang *Heckenthaler/Rakar*, Initial Coin Offerings in Binder/Grösswang (Hrsg), Digital Law² (2020) 48 f. Davon zu trennen ist die Krypto-Dienstleistung des Handels dieser Assets über eine Handelsplattform (Art. 3 Abs. 1 Nr. 18 MiCAR).

¹⁵Nämlich die Emission von Utility-Token, E-Geld-Token und vermögenswertbezogenen Token (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6, 7 und 9 MiCAR).

¹⁶Zu beachten ist, dass MiCAR Kryptowerte, die als Finanzinstrumente qualifizieren, zur Gänze ausnimmt (Art. 2 Abs. 4 lit a MiCAR). Für diese Werte gelten die Vorgaben von MiFID II und anderer EU-Sektoralrechtsakte, auch wenn der geltende EU-Rechtsrahmen die hier interessierenden Kryptowerte noch nicht ausdrücklich als Finanzinstrumente klassifiziert (vgl. *Majcen*, Der Verordnungsentwurf über Kryptowerte in Sild (Hrsg), Grundsatzfragen des liechtensteinischen TVTG [2021] 413 ff. [416]).

¹⁷Der Betrieb eines DLT-Handelssystems, über das Wertpapiere (Aktien, Schuldverschreibungen, Unternehmensanleihen) ausgetauscht werden, unterliegt zukünftig (auch) der MIF. Vgl. dazu weiterführend *N. Raschauer*, Liechtenstein und das neue europäische „DLT-Pilotregime“, LJZ 2022, 252.

¹⁸Art. 3 Abs. 1 Nr. 17–26 MiCAR enthalten weiterführende Legaldefinitionen für die zuvor genannten Tätigkeiten, auf die mangels Relevanz hier nicht eingegangen wird. Dennoch sind diese Legaldefinitionen zukünftig für die Abgrenzung des Anwendungsbereichs der MiCAR von Bedeutung.

Diese Definitionen werden dem Beitrag in weiterer Folge zugrunde gelegt. **Auf EU-Ebene** bestehen nach geltender Rechtslage, abseits der 4. AMLD, **keine**¹⁹ weiteren **einschlägigen Legaldefinitionen**.²⁰ Vgl. weiterführend unten Abschn. 4.

1.2.2 Deutschland

Einen ähnlichen, an der 4. GeldwäscheRL orientierten Ansatz verfolgt **Deutschland**, das in seinem GWG²¹ **Verpflichtete** i. S. d. § 2 Abs. 1 GWG zur Einhaltung von Sorgfaltspflichten anhält. Sie unterliegen dem GWG, wenn sie **Kryptowerte**²² im Gegenwert von über € 1000 übertragen²³ (§ 10 Abs. 3 Nr 2 lit c GWG). Eine spezifische Legaldefinition für „Krypto-Dienstleister“ enthält das GWG wie auch das sonstige deutsche Aufsichtsrecht nicht.

Allerdings unterwirft das deutsche Aufsichtsrecht zwei bedeutsame **Krypto-Dienstleistungen** der Konzessionspflicht: Einerseits das „**Kryptoverwahr-geschäft**“ (§ 1 Abs. 1a Nr 6 dt KWG²⁴) und andererseits die **Kryptowertpapier-registerführung** (§ 1 Abs. 1a Nr 8 dt KWG). Ersteres umfasst die Verwahrung,

¹⁹ Nun wird nicht übersehen, dass beispielsweise ICOs über Crowdfunding-Plattformen gem Art. 2 Abs. 1 Bst d VO (EU) 2020/1503 abgewickelt werden können (z. B. Ausgabe digitaler Unternehmensanteile oder Finanzinstrumente). Die VO enthält aber keine weiterführenden Legaldefinitionen und ist in ihrem Kern auch nicht auf DLT-basierte Geschäftsmodelle zugeschnitten. Daher ist hier nicht weiter auf sie einzugehen. Für einen Überblick s *Pfurtscheller* u. a., Zur Regulierung der Schwarmfinanzierungsdienstleistungen durch die europäische Crowdfunding-Verordnung, LJZ 2022, 234.

²⁰ Lediglich die AMLD idF der ÄnderungsRL 2018/843/EU und 2019/2177/EU enthält eine Definition des „Anbieter[s] von elektronischen Geldbörsen“ (Wallets). Die RL unterwirft sie entsprechenden Sorgfaltspflichten (Art. 3 Nr. 19 der RL) und einer Registrierungspflicht (Art. 47 Abs. 1 der RL). Erfasst sind jene Anbieter, die Dienste zur Sicherung privater kryptografischer Schlüssel im Namen ihrer Kunden anbieten, um virtuelle Währungen i. S d. Art. 3 Nr. 18 der RL zu halten, zu speichern und zu übertragen.

²¹ Geldwäschegesetz vom 23. Juni 2017, dt BGBl I 2017 S 1822 idGF.

²² Kryptowerte sind digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann (§ 1 Abs. 11 Nr. 10 i. V. m. Abs. 10 Satz 4 und 5 KWG; diese Legaldefinition ist gem § 1 Abs. 29 dt GWG auch im Anwendungsbereich des GWG maßgebend). Eine vergleichbare Legaldefinition findet sich in § 2 Z 21 FM-GwG, Art. 2 Abs. 1 Bst z^{bis} FL-SPG, Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR bzw. Art. 3 Nr. 18 der AMLD. Beachte ergänzend § 165 Abs. 6 ö StGB; § 27b Abs. 4 ö EStG u. a.

²³ Unter Übertragung von Kryptowerten versteht § 1 Abs. 30 dt GWG den Transfer von Kryptowerten zwischen natürlichen oder juristischen Personen im Rahmen der Erbringung von Finanzdienstleistungen oder dem Betreiben von Bankgeschäften i. S. d. KWG, der nicht ausschließlich die Kryptoverwahrung i. S. d. § 1 Abs. 1a Nr. 6 KWG darstellt.

²⁴ Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG), dt BGBl I 1998 S 2776 idGF.

die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte für andere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, sowie die Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere für andere nach § 4 Abs. 3 des eWpG²⁵ zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen. Zweiteres umfasst die Führung eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 eWpG.

1.2.3 Österreich

Österreich folgt dem derzeit maßgebenden Regulierungsansatz der EU. **Österreich** erfasst Krypto-Dienstleister, abseits des EStG, explizit nur im Anwendungsbereich des FM-GwG.²⁶ § 2 Z 22 FM-GwG unterwirft „**Dienstleister in Bezug auf virtuelle Währungen**“, unabhängig von allfälligen anderen einschlägigen Anmelde- oder Bewilligungspflichten, einer **Registrierungspflicht** (§ 32a FM-GwG).

Erfasst sind **Dienstleister**, die eine oder mehrere der folgenden **Dienstleistungen** anbieten (vgl. noch unten Abschn. 4):

- Dienste zur Sicherung privater kryptografischer Schlüssel, um virtuelle Währungen im Namen eines Kunden zu halten, zu speichern und zu übertragen (Anbieter von elektronischen Geldbörsen);
- den Tausch von virtuellen Währungen²⁷ in Fiatgeld und umgekehrt;
- den Tausch einer oder mehrerer virtueller Währungen untereinander;
- die Übertragung von virtuellen Währungen;
- die Zurverfügungstellung von Finanzdienstleistungen für die Ausgabe und den Verkauf von virtuellen Währungen.

Dass diese Tätigkeiten „**gewerblich**“ oder „für Dritte“ erbracht werden, ist – anders als etwa bei Trust-Dienstleistern“ gem § 2 Z 4 FM-GwG – dem gesetzlichen Wortlaut nach nicht erforderlich (vgl. auch § 32a FM-GwG). Allerdings ergibt sich aus Art. 2 Abs. 1 i. V. m. Art. 47 der AMLD, dass Dienstleister nur im Rahmen ihrer „**beruflichen Tätigkeit**“ zur Einhaltung von Sorgfaltspflichten verpflichtet sind. Krypto-Dienstleister müssen daher gewerblich und insb für **Dritte** (ihre Kunden) agieren, damit sie den Sorgfaltspflichten unterliegen. Dies ist bei richtlinienkonformer Auslegung der §§ 2 Z 22, 32a FM-GwG zu berücksichtigen. Rein private Transaktionen mit digitalen Assets, Eigenemissionen bzw. der Eigenhandel von juristischen Personen unterliegen daher nicht den angesprochenen Bestimmungen des FM-GwG.²⁸

²⁵ Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG), dt BGBl I 2021 S 1423.

²⁶ Bundesgesetz zur Verhinderung der Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung im Finanzmarkt (Finanzmarkt-Geldwäschegesetz – FM-GwG), BGBl I 2016/118 idgF.

²⁷ Zur Legaldefinition einer „virtuellen Währung“ vgl. § 2 Z 21 FM-GwG.

²⁸ Statt aller *Wolfbauer*, Ausgewählte Fragen zur Registrierung von Dienstleistern in Bezug auf virtuelle Währungen, ZFR 2021, 545.

§§ 2 Z 22, 32a FM-GwG erfasst insb jene Dienstleister, die im Bereich des **Finanzdienstleistungssektors** tätig sind und virtuelle Währungen ausgeben und verkaufen. In diesem Zusammenhang erfolgende Rechtsberatung, Werbeangebote und die Erstellung von Jahresabschlüssen sowie die sonstige Buchhaltung im Zusammenhang mit digitalen Assets unterliegen nicht dem FM-GwG.²⁹

1.2.4 Schweiz

Einen anderen Weg beschreitet die **Schweiz**. Das CH-Aufsichtsrecht enthält zwar keine spezifischen Legaldefinitionen für Krypto-Dienstleister oder Krypto-Dienstleistungen. Es unterwirft allerdings die **gewerbsmäßige Entgegennahme** (i. S. d. Art. 6 BankV³⁰) von **kryptobasierten Vermögenswerten** durch Banken und andere **hauptsächlich im Finanzbereich tätige**³¹ **Rechtsträger** (Art. 1b Abs. 1 i. V. m. Art. 16 BankG;³² Art. 5a BankV) der **Bewilligungspflicht**. Diese Dienstleister unterliegen auch den Sorgfaltspflichten des CH-GWG³³ (Art. 2 Abs. 2 Bst a leg cit).

Darüber hinaus können in der Schweiz sog „**DLT-Effekten**“ (Art. 2 Bst a Ziff 5b^{bis} FinfraG³⁴), also vereinheitlichte und zum massenweisen elektronischen Handel geeignete Wertpapiere oder Wertrechte nach Art. 973c und 973d OR,³⁵ die in verteilten elektronischen Registern gehalten werden und die dem Gläubiger die Verfügungsmacht vermitteln, über **DLT-Handelssysteme** i. S. d. Art. 73a FinfraG nach nicht-diskretionären Regeln gehandelt werden. Betreiber dieser Handelssysteme unterliegen ebenfalls einer Bewilligungspflicht. Eine weiterführende Definition des Begriffes „DLT“ enthält das CH-Aufsichtsrecht jedoch nicht.

²⁹ AB 644 BlgNR 26. GP.

³⁰ Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung, BankV), SR 952.02.

³¹ Art. 4 Abs. 1a BankV definiert als „hauptsächlich im Finanzbereich“ tätiges Unternehmen, wer z. B. kryptobasierte Vermögenswerte gewerbsmäßig (Art. 6 BankV) entgegennimmt (vgl. Art. 5a i. V. m. Art. 6 BankV). Ein Unternehmen nimmt Vermögenswerte gewerbsmäßig entgegen, wenn es in Summe über 1 Million CHF solcher Assets (bzw. mehr als 20 sammelverwahrte kryptobasierte Vermögenswerte) entgegennimmt oder verwaltet (1. Anwendungsfall). Die Verordnung ergänzt diese Legalvermutung durch einen 2. Anwendungsfall. Gewerbsmäßig betätigt sich auch, wer sich öffentlich zur Entgegennahme von sammelverwahrten kryptobasierten Vermögenswerten empfiehlt.

³² Bankengesetz (BankG), SR 952.0.

³³ Geldwäschereigesetz (GwG), SR 955.0.

³⁴ Finanzinfrastrukturgesetz (FinfraG), SR 958.1.

³⁵ Obligationenrecht (OR), SR 220.

1.2.5 Lichtenstein

Lichtenstein ist eine der wenigen Regionen Europas neben Gibraltar und Malta mit einem harmonisierten Marktordnungsregime, das DLT-basierte Krypto-Dienstleistungen erfasst. Das **TVTG**³⁶ ist anzuwenden, wenn „**VT-Dienstleister**“ mit Sitz in Lichtenstein **berufsmäßig**³⁷ **VT-Dienstleistungen**³⁸ erbringen oder Token³⁹ im Inland emittieren (Art. 3 Abs. 1 und Art. 12 sowie Art. 50 Abs. 1 TVTG). Ein VT-Dienstleister ist eine Person, die eine oder mehrere Funktionen (sog VT-Dienstleistungen) nach Art. 2 Abs. 1 Bst k bis u TVTG ausübt. Das Gesetz ist bezüglich dieser Dienstleistungen anwendbar, wenn die Tätigkeiten DLT-basiert, konkret

³⁶ Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG), LGBI 2019.301.

³⁷ Das Gesetz erfasst jegliche Tätigkeit bzw. VT-Dienstleistung, die gegen Entgelt erbracht wird. Lediglich reine Gefälligkeitsdienstleistungen sollen ausgeklammert bleiben. Der im TVTG nicht näher definierte Begriff der Berufsmäßigkeit ist enger als der Begriff der „Gewerbmäßigkeit“, wie er ansonsten im Bankgesetz (BankG) oder im Gewerbegesetz (GewG) Liechtensteins verwendet wird. Der Gesetzgeber will damit auch solche (va größere) dezentrale Geschäftsmodelle erfassen, die nicht in Wiederholungsabsicht erbracht werden (z. B. Token-Emissionen über fünf Mio CHF binnen 12 Monaten). Näher BuA 2019/54, 214 (TVTG) sowie *N. Raschauer/Stern*, Anwendungs- und Geltungsbereich des TVTG, SPWR 2021, 245 (246 ff.).

³⁸ Dabei handelt es sich um eine der in Art. 2 Abs. 1 Bst k-u TVTG definierten Funktionen, und zwar den „Token-Emittenten“ (eine Person, die Token im eigenen Namen oder im Namen eines Auftraggebers öffentlich anbietet); den „Token-Erzeuger“ (eine Person, die einen oder mehrere Token erzeugt); den „VT-Schlüssel-Verwahrer“ (eine Person, die VT-Schlüssel für Auftraggeber verwahrt); den „VT-Token-Verwahrer“ (eine Person, die Token in fremdem Namen auf fremde Rechnung verwahrt); den „VT-Protektor“ (eine Person, die auf VT-Systemen Token im eigenen Namen für fremde Rechnung hält); den „physischen Validator“ (eine Person, welche die vertragsgemäße Durchsetzung von in Token repräsentierten Rechten an Sachen im Sinne des Sachenrechtes auf VT-Systemen gewährleistet); den „VT-Wechseldienstleister“ (eine Person, die gesetzliche Zahlungsmittel gegen Token und umgekehrt sowie Token gegen Token wechselt); die „VT-Prüfstelle“ (eine Person, welche die Geschäftsfähigkeit und die Voraussetzungen bei der Verfügung über einen Token prüft); den „VT-Preisdienstleister“ (eine Person, die Nutzern von VT-Systemen aggregierte Preisinformationen auf der Basis von Kauf- und Verkaufsangeboten oder abgeschlossenen Transaktionen zur Verfügung stellt); den „VT-Identitätsdienstleister“ (eine Person, die den Verfügungsberechtigten eines Token identifiziert und in ein Verzeichnis aufnimmt); und schließlich den „VT-Agenten“ (eine Person, die berufsmäßig VT-Dienstleistungen im Namen und auf Rechnung eines ausländischen VT-Dienstleisters im Inland vertreibt oder erbringt). Dazu weiterführend *Laimer/Sillaber*, VT-Dienstleister in Sild (Hrsg), Grundsatzfragen des Liechtensteinschen TVTG (2021) 436 ff. Mit einer aktuell in Diskussion stehenden Novelle (VNB 2023-315) sollen die Dienstleisterkategorie gestrafft und an MiCAR angepasst werden (vgl. *N. Raschauer/Stern*, Fürstentum Liechtenstein: Novelle zum TVTG ante portas, ZFR 2023, 206).

³⁹ Gemäß Art. 2 Abs. 1 Bst c TVTG ist ein „Token“ eine „Information auf einem VT-System, die: 1. Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber einer Person, Rechte an Sachen oder andere absolute oder relative Rechte repräsentieren kann; und 2. einem oder mehreren VT-Identifikatoren zugeordnet wird“. Diese Definition ist auch im Anwendungsbereich des SPG von Bedeutung (Art. 2 Abs. 1 Bst 1^{ter} TVTG). Dazu z. B. *Walch*, SME Funding through Tokenization under the Liechtenstein Token and TT Service Provider Act, SPWR 2021, 161 (187 ff.).

über „**vertrauenswürdige Transaktionssysteme**“⁴⁰ (VT-Systeme) ausgeübt werden (Art. 2 Abs. 1 Bst a und b TVTG). Der Gesetzgeber hat in Art. 2 Abs. 1 TVTG eine rechtspolitisch fragwürdige Legalvermutung implementiert: Werden solche dezentralen Netzwerke eingesetzt, gelten sie prinzipiell als vertrauenswürdig⁴¹ – mit der Konsequenz, dass der VT-Dienstleister durch die eingesetzten Systeme bei seinen Kunden „Vertrauen“ schafft.⁴² Offen bleibt aber, was zu gelten hat, wenn diese widerlegliche Legalvermutung nicht länger greift, etwa im Fall eines Data Breach. MiCAR enthält keine vergleichbare Anordnung, sondern statuiert eine Haftung der Dienstleister, wenn beispielsweise Token nicht sicher verwahrt oder übertragen wurden (siehe Art. 75 Abs. 8 MiCAR).

VT-Dienstleister haben zwecks Geldwäschereiprävention spezifische Sorgfaltspflichten zu erfüllen; insoweit wird das TVTG durch das FL-SPG⁴³ ergänzt. So gelten bspw. **Token-Emittenten**, die Token in Höhe von 1 000 Franken oder mehr (im eigenen oder fremden Namen) emittieren, und **Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen** bzw. Token (Art. 3 Abs. 1 Bst s und t SPG) als Sorgfaltspflichtige (Art. 5 ff. SPG). Sie haben die Aufnahme ihrer Tätigkeit vorab bei der FMA zu **registrieren** (vgl. auch Art. 3 Abs. 3 Bst h und i SPG).⁴⁴

Betreiber von Handelsplattformen für virtuelle Währungen bzw. Token sind natürliche oder juristische Personen, die Handelsplattformen betreiben, über die ihre Kunden einen Wechsel von virtuellen Währungen bzw. Token gegen gesetzliche Zahlungsmittel oder andere virtuelle Währungen bzw. Token und umgekehrt abwickeln oder abwickeln lassen, deren Tätigkeit über eine bloße Vermittlungstätigkeit ohne Einbezug in die Zahlungsflüsse hinausgeht, die jedoch weder Token noch VT-Schlüssel für ihre Kunden verwahren (Art. 2 Abs. 1 Bst z^{ter} SPG).

1.3 Weiterführende Gedanken – die Verbindung von Offline- und Online-Welt

Damit Krypto-Dienstleister und ihre digitalen Geschäftsmodelle korrekt analysiert werden können, sollten bei der Prüfung eines zur Bewilligung beantragten

⁴⁰ Ein VT-System ist vertrauenswürdig, wenn es die rechtssichere Übertragung und Aufbewahrung von Token bzw. Zuordnung eines Assets zu seinem Inhaber ermöglicht. Weiterführend z. B. *Jörg/Layr/Lettenbichler*, Übertragung von Rechten auf VT-Systemen in Sild (Hrsg), Grundsatzfragen des liechtensteinischen TVTG (2021) 209 ff.

⁴¹ BuA 2019/54, 131 (TVTG).

⁴² BuA 2019/93, 17 f. (TVTG).

⁴³ Gesetz vom 11. Dezember 2008 über berufliche Sorgfaltspflichten zur Bekämpfung von Geldwäscherei, organisierter Kriminalität und Terrorismusfinanzierung (Sorgfaltspflichtgesetz; SPG), LGBI 2009.47.

⁴⁴ Die Registrierungspflicht für Eigenemissionen soll im Zuge der kommenden TVTG-Novelle ersatzlos entfallen (FN 39). Begründet wird dies im VNB 2023-315 u. a. damit, dass die Eigenemission durch MiCAR nicht umfassend reguliert sei.

Geschäftsmodells zumindest folgende weiterführende Gedanken berücksichtigt werden:⁴⁵

- **Keine Beschränkungen:** Jegliches in der „Offline-Welt“ bestehende physische Recht kann mittels geeigneter Technologie in ein digitales Asset bzw. in einen Token „gewandelt“ und damit zu einem handel- oder übertragbaren Recht in der „Online-Welt“ gemacht werden. Damit ist es beispielsweise möglich, das Eigentumsrecht an einer Sache, das Recht auf Warenbezug (z. B. Gutscheine), Nutzungsrechte aller Art, aber auch Pfandrechte, Forderungs- und Mitgliedschaftsrechte und vieles mehr in einem Krypto-Asset zu erfassen und zu repräsentieren.⁴⁶
- **Zuordnung** zu einem entsprechenden „digitalen Schlüssel“: Voraussetzung dafür, dass ein Krypto-Asset DLT-basiert übertragen, gehandelt etc. werden kann, ist, dass dieses Asset einem passenden „Schlüssel“ oder VT-Identifikator⁴⁷ und mittelbar einem (berechtigten) **Nutzer** zugeordnet werden kann.⁴⁸ Es ist daher auch die im Hintergrund zum Einsatz gelangende Technologie beurteilungserheblich, etwa, unter welchen Voraussetzungen Nutzern Zugang zu einem dezentralen System ermöglicht wird.
- **Kein neues Recht:** Durch die „Tokenisierung“⁴⁹ wird in der „digitalen Welt“ **kein neues Recht** erzeugt. Vielmehr bleibt das ursprüngliche (analoge) Recht erhalten und wird nunmehr über dezentrale Systeme digital repräsentiert.⁵⁰

1.4 Keine automatische „Besserstellung“ von DLT-basierten Geschäftsmodellen

Für die korrekte Analyse eines kryptobasierten Geschäftsmodells ist Folgendes zu beachten: Weder nach geltendem unions- und nationalem Verfassungsrecht noch

⁴⁵ *Damjanovic/N. Raschauer/Pfurtscheller*, Liechtensteins „Blockchain-Regulierung“ – Ein- und Ausblicke, ZEuP 2021, 397 (407 f.).

⁴⁶ BuA 2019/54, 58 (TVTG).

⁴⁷ Ein VT-Identifikator ist ein Identifikator, der die eindeutige Zuordnung von Token ermöglicht (Art. 2 Abs. 2 Bst d TVTG). Weiterführend auch der Bericht des CH-Bundesrates (FN 5) 20 f.

⁴⁸ Dabei hat der Nutzer Gewalt über die erforderlichen Schlüssel. Die meisten heute bekannten dezentralen Technologien basieren auf der asymmetrischen Kryptographie. Bei dieser wird die Adresse aus dem „Public Key“ oder „öffentlichen Schlüssel“ generiert. Die Adresse kann dabei öffentlich bekannt sein, damit andere Personen Token an ihn übertragen können. In der Kryptographie gehört zum „öffentlichen Schlüssel“ immer auch ein „Private Key“ oder „privater Schlüssel“, um Transaktionen freizugeben bzw. zu signieren. Die asymmetrische Kryptographie ist allerdings nur eine der möglichen Lösungen für die Funktionalität der DLT (siehe BuA 2019/54, 20 [TVTG]). Weiterführend *Walch*, SPWR 2021, 167 f.

⁴⁹ Zum Begriff etwa *Jörg/Layr/Lettenbichler*, Übertragung 209 ff.; *Walch*, SPWR 2021, 166 f.

⁵⁰ *Walch*, aaO (FN 49).

aufgrund einer rechtspolitischen Diskussion lässt sich eine pauschale „Besserstellung“ dezentral erbrachter Geschäftsmodelle eines Krypto-Dienstleisters im Vergleich zu zentral agierenden Finanzintermediären per se rechtfertigen. Die Forderung nach dem Entfall von regulatorischen „Hürden“ oder nach einer „erleichterten Behandlung“ im Rahmen von Aufsichtsprozessen kann daher (nicht ohne Weiteres) argumentiert werden.⁵¹

Dies ist wie folgt zu begründen: Krypto-Dienstleistungen unterliegen vergleichbaren regulatorischen Grundsätzen, die das EU-Recht in Form des Wettbewerbs-, Verbraucherschutz- und Finanzmarktrechts für andere gewerbliche Dienstleistungen vorschreibt. Folgende Prinzipien sind in diesem Zusammenhang beispielsweise zu nennen:⁵²

- **Grundsatz der Technologieneutralität:** Das EU-Marktordnungsrecht ist **technologieneutral** ausgestaltet. Ob daher etwa Bestimmungen des Gewerbe- oder Wettbewerbsrechts anwendbar sind, bestimmt sich nicht danach, welche Technologie ein Gewerbetreibender anwendet.⁵³ Auch ErwG 9 MiCAR betont diesen Grundsatz.
- **Same services, same risks, same regulations** (siehe ErwG 9 MiCAR): Das EU-Marktordnungsrecht kennt verschiedene Politikfelder und Berufszweige (z. B. Kommunikationsdienstleister vs Finanzintermediäre). Dass nicht jedes Berufsfeld „gleich“ auszugestalten ist, muss hier nicht vertieft werden. Art. 20 GRC i. V. m. Art. 7 B-VG verlangt aber, dass die relevanten Berufsantritts- und Ausübungsstandards innerhalb eines „**Ordnungssystems**“ (Berufsparte, etwa DLT-basierte Krypto-Dienstleistungen) prinzipiell „vergleichbar“ geregelt werden. Eine unterschiedliche Abfassung und Auslegung der Standards etwa für Krypto-Emittenten einerseits und andere Krypto-Dienstleister ist nach dem Gleichheitssatz zulässig, soweit die mit dieser Dienstleistung verknüpften Risiken und die zum Einsatz gelangende dezentrale Technologie **relevante Unterschiede** im Vergleich zur jeweils anderen Dienstleistung nach sich ziehen.⁵⁴ Dies erklärt, warum etwa MiCAR für die Emission von ARTs und EMTs verschiedene regulatorische Standards definiert (Art. 16 ff., 48 ff.), gehen von diesen Token doch offensichtlich unterschiedliche Risiken aus. Das Gesagte gilt auch bereichsübergreifend, also etwa im Datenschutz- und Finanzmarktrecht: Es überrascht daher nicht, dass der EU-Gesetzgeber Krypto-Dienstleister (z. B.

⁵¹ Man denke etwa an die rechtspolitische Diskussion über Erleichterungen für „Fintechs“ im Rahmen einer „Sandbox“ udgl (dazu *Pfurtscheller/N. Raschauer/Stern*, Von regulatorischen Sandplätzen und Innovationsknotenpunkten – rechtsvergleichende Bemerkungen zur Förderung von Fintechs in der DACH-Region, ZFR 2021, 4).

⁵² Teile der nachfolgend aufzuzählenden Grundsätze finden sich auch in den einleitenden ErwG zu MiCAR (vgl. ErwG 6, 9, 14 u. a.).

⁵³ Statt aller Bericht CH-Bundesrat (FN 5) 46.

⁵⁴ *N. Raschauer*, Art. 36 LV Rn 21 in Liechtenstein-Institut (Hrsg), *verfassung.li* (Stand 2021). Daher kommt auch im Anwendungsbereich der MiCAR dem Verhältnismäßigkeitsprinzip wesentliche Relevanz als übergeordneter Grundsatz zu.

Token-Verwahrer) funktionell ähnlich (aber nicht deckungsgleich) reguliert wie traditionelle Finanzintermediäre (börsennotierte Emittenten) – sowohl MiCAR als auch die VO 486/2014 enthalten Regelungen zur Hintanhaltung von Marktmissbrauch, die jedoch nicht deckungsgleich ausgestaltet sind. Verstöße gegen diese Vorgaben werden zudem unterschiedlich sanktioniert.

- **Substance over form:** Auch im Anwendungsbereich der MiCAR sind kryptobasierte Geschäftsmodelle nach **objektiv-inhaltlichen Gesichtspunkten**,⁵⁵ d. h. etwa anhand der **wirtschaftlichen**, nicht aber aufgrund ihrer rechtlichen **Auswirkungen**⁵⁶ zu prüfen. Die angesprochenen Geschäftsmodelle müssen nicht nur den Vorgaben der MiCAR, sondern auch anderen, parallel maßgebenden Regulierungsvorgaben etwa des EU-Finanzmarktrechts entsprechen.⁵⁷ Die EU-Regulierungsbehörden hatten die Bedeutung dieses Ansatzes schon vor längerem betont.⁵⁸
- **Prinzip der Amtswegigkeit:** Hat eine Aufsichtsbehörde einen Zulassungsantrag im Anwendungsbereich der MiCAR zu beurteilen, hat sie zuvor angesprochenen Prüfkriterien und das maßgebende Recht von Amts wegen zu ermitteln und anzuwenden (§ 6 AVG). Art. 63 Abs. 5 MiCAR bringt dies deutlich zum Ausdruck, wenn er die zuständige Aufsichtsbehörde verpflichtet, Verknüpfungen zwischen Finanzintermediären und MiCAR unterworfenen Krypto-Dienstleistern besonders zu beachten.

2 MiCAR – Grundsätzliche Regelungssystematik

2.1 Regelungssystematik

Die von MiCAR erfassten, krypto-dienstleistungsbezogenen Regelungen können grob in folgende Blöcke unterteilt werden.

- **Persönlich-sachlicher Anwendungsbereich** (Art. 1–2): Die Verordnung erfasst nur eine Teilmenge der *derzeit* bekannten Krypto-Assets. MiCAR wird auf

⁵⁵Vgl. z. B. Art. 62 MiCAR. Vgl. zur Rechtslage vor MiCAR *Damjanovic/N. Raschauer/Pfurtscheller*, ZEuP 2021, 397 (408) und *Kleinert/Mayer*, Elektronische Wertpapiere und Krypto-Token, EuZW 2019, 857 (860).

⁵⁶ErwG 14 MiCAR; *Weitnauer*, Initial Coin Offerings (ICOs): Rechtliche Rahmenbedingungen und regulatorische Grenzen, BKR 2018, 231; *Heckenthaler/Rackar*, Initial Coin Offerings 46.

⁵⁷Vgl. z. B. die Verknüpfung in Art. 60 MiCAR: Erbringen Finanzintermediäre Krypto-Dienstleistungen nach MiCAR, haben sie parallel die Vorgaben des jeweils anwendbaren Sektoralrechtsakts (z. B. der PSD 2) zu beachten.

⁵⁸Vgl. z. B. die EBA in einer Stellungnahme zu ICOs 2019, <<https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>> (15.05.2023).

unregulierte Assets wie NFTs (Art. 2 Abs. 3 MiCAR⁵⁹) oder dezentral emittierte Produkte wie „Bitcoin“, die durch „Mining“ im dezentralen Netzwerk erstellt werden, nicht anwendbar sein. Dasselbe gilt für Krypto-Assets, die als Finanzinstrumente gemäß MiFID II/ProspektVO einzustufen sind – diese unterliegen den bestehenden Regelungen des EU-Finanzmarktrechts (Art. 2 Abs. 4 Bst a MiCAR⁶⁰).

- **Whitepaper:** Emittenten bestimmter Krypto-Vermögenswerte (vermögensbezogene Token, E-Geld-Token und sonstige Krypto-Token, die MiCAR unterliegen) müssen vor Beginn der Emission ein Krypto-Whitepaper erstellen und veröffentlichen. Dieses Informationsdokument gleich funktionell einem Kapitalmarktprospekt, ist aber – anders als letzterer – nicht von der zuständigen Aufsichtsbehörde zu billigen (vgl. z. B. im Detail Art. 6 ff. MiCAR betreffend Utility-Token, Art. 19 MiCAR betreffend vermögenswertbezogene Token und Art. 51 MiCAR betreffend E-Geld-Token⁶¹).
- **Organisatorische Anforderungen:** MiCAR statuiert für bestimmte Anbieter von Krypto-Dienstleistungen sowie Emittenten bestimmter Krypto-Vermögenswerte, konkret EMTs und ARTs, strenge Bewilligungsvoraussetzungen sowie Vorgaben für die Unternehmensorganisation (vgl. z. B. Art. 17 i. V. m. 30 ff. MiCAR betreffend Kreditinstitute, die vermögensbezogene Token emittieren). Emittenten von Utility-Token unterliegen keiner Bewilligungspflicht.
- **Wohlverhaltensregeln:** Die zuvor angesprochenen Emittenten von Krypto-Vermögenswerten und Anbieter von Krypto-Dienstleistungen haben, vergleichbar mit Banken und Wertpapierfirmen unter dem Regime von MiFID II, Wohlverhaltensregeln im Interesse ihrer Kunden einzuhalten (z. B. die Pflicht, im besten Interesse der Anleger zu agieren; s näher Art. 66 MiCAR).
- **Marktmissbrauchsregime:** Die Art. 86–92 MiCAR sehen im Zusammenhang mit der Emission und dem Handel mit Krypto-Vermögenswerten vergleichbare Regelungen zur Prävention von Insiderhandel und Marktmanipulation vor, wie sie u. a. in der MAR (VO 486/2014) bzw. den nationalen börsengesetzlichen Regelungen enthalten sind.
- **Aufsichtsbehördliche Dualität:** Während die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden für die Beaufsichtigung von Emittenten der Krypto-Assets bzw. von Krypto-Dienstleistern zuständig sein werden (s im Detail Art. 93 ff. MiCAR), unterliegen Emittenten signifikanter vermögenswertreferenzierter Token und signifikanter E-Geld-Token⁶² der Aufsicht von EBA (Art. 117 ff. MiCAR).

⁵⁹Die Ausnahme erfasst solche Kryptowerte, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind.

⁶⁰Auch Versicherungs- und Pensionsprodukte bzw. vergleichbare Assets, die durch die bestehende Finanzmarktregulierung (Art. 2 Abs. 4 MiCAR) erfasst werden, unterliegen mit Ausnahme von E-Geld-Token nicht der MiCAR.

⁶¹Es ist allenfalls auf Vollständigkeit zu prüfen bzw. ggf. Gegenstand eines aufsichtsbehördlichen Zulassungsprozesses.

⁶²Zur Definition sog signifikanter Token siehe die Art. 43 und 56 MiCAR.

2.2 Von MiCAR erfasste Assetarten

MiCAR erfasst nicht alle der derzeit gebräuchlichen Kryptoasset-Arten. Im Anschluss sind jene Vermögenswerte anzuführen, die durch MiCAR reguliert werden. Vorausgesetzt wird, dass Kryptowerte, also digitale Darstellungen von Werten oder Rechten, elektronisch mithilfe der Distributed-Ledger-Technologie („DLT“) oder einer ähnlichen Technologie übertragen oder gespeichert werden können (Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR).

2.2.1 Utility-Token („sonstige Kryptowerte“)

Utility-Token vermitteln ihrem Inhaber Zugang zu bestimmten Applikationen (z. B. auf Online-Plattformen) oder Dienstleistungen des Emittenten, die DLT-basiert ausgeübt werden.⁶³ Aufsichtsbehörden stufen Utility-Token als „digitalen Gutschein“ ein, der einen Leistungsanspruch gegen den jeweiligen Emittenten vermittelt.⁶⁴

Solange Utility-Token im Emissionszeitpunkt nur über die zuvor angesprochenen Funktionen verfügen, stellen sie grundsätzlich **keine Finanzinstrumente** dar.⁶⁵ Können Utility-Token jedoch auch für andere Zwecke verwendet werden, etwa für Anlage- oder Zahlungszwecke, sind diese Assets als Finanz- oder Zahlungsinstrumente einzuordnen.⁶⁶ Dies führt zur Konsequenz, dass solche Token nicht MiCAR, sondern anderen Regelungsbereichen (etwa MiFID II, PSD 2 etc.) unterliegen.

Emittenten von Utility-Token haben grundsätzlich keine Sorgfaltspflichten nach AMLD zu erfüllen; sie werden derzeit im Kreis der Sorgfaltspflichtigen gem Art. 3 AMLD nicht genannt. Erst, wenn die interessierenden Token auch andere Funktionen erfüllen, ist der Anwendungsbereich der AMLD eröffnet. Dabei ist es nicht ausgeschlossen, dass die Mitgliedstaaten auch die Ausgabe von Nutzungs-Token dem nationalen Anti-Geldwäscheregime unterstellen.⁶⁷

Wenn Utility-Token auf einer Handelsplattform gehandelt werden sollen, kann der Emittent nach Veröffentlichung des Whitepapers eine entsprechende

⁶³ Vgl. i. d. S. die Legaldefinition des Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 i. V. m. ErwG 26 MiCAR: „Utility-Token“ ist ein Kryptowert, der ausschließlich dazu bestimmt ist, Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, die von seinem Emittenten bereitgestellt wird.

⁶⁴ Maute, § 4 Rz 46 in Maume/Maute/Fromberger (Hrsg), Rechtshandbuch Kryptowerte (2020); Siadat, Markets in Crypto Assets Regulation, RdF 2021, 14.

⁶⁵ Vgl. nur ErwG 14, 26 MiCAR, wonach Token, die als Finanzinstrumente qualifizieren, prinzipiell aus dem Anwendungsbereich von MiCAR ausgeschlossen sind. Im Umkehrschluss folgt, das Utility-Token i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 i. V. m. Art. 5 ff. MiCAR in aller Regel nach MiCAR-Systematik nicht als Finanzinstrumente einzustufen sind.

⁶⁶ ErwG 3 MiCAR.

⁶⁷ Vgl. Art. 3 Abs. 1 Bst r und s FL-SPG.

Zulassung bei einem bereits bewilligten **Betreiber** einer **Handelsplattform für Kryptowerte** beantragen (vgl. Art. 5 MiCAR).⁶⁸

2.2.2 Vermögenswertbezogene Token (Asset-Referenced Token, ARTs)

ARTs⁶⁹ sind Vermögenswerte, auch bekannt als „Stablecoins“, die durch andere Rechte wie z. B. amtliche Währungen (Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 MiCAR), durch Rohstoffe/Waren (etwa Gold oder Öl) oder durch andere Kryptowerte wie z. B. Bitcoin gedeckt sind. Auch der Einsatz einer Kombination von Referenzwerten als **Basiswerten** (z. B. mehrere Edelmetalle) wäre denkbar.

Entscheidend ist, dass das zugrunde liegende Bezugsrecht über einen Wert verfügt, der periodisch gebildet wird (etwa aufgrund einer Börsennotierung etc.), insoweit schwankt, weil er von externen politischen und ökonomischen Einflüssen abhängig ist und öffentlich bekannt gegeben wird, etwa auf einer Webseite eines Preisdienstleisters. Der Wert des ART ist von diesem Referenzwert abhängig; er steigt und fällt je nachdem, wie sich der zugrunde liegende Basiswert entwickelt.

Überschreiten ARTs mindestens drei von sieben in der MiCAR definierten Kriterien, etwa Marktkapitalisierung und Nutzerzahl (vgl. näher Art. 43 Abs. 1 MiCAR), hat EBA ARTs als **signifikante Token** einzustufen. Die Verordnung gibt für die Schwellenwerte allgemeine Untergrenzen vor.⁷⁰ Die Kommission präzisiert die genannten Kriterien mittels delegierter Rechtsakte (Art. 43 Abs. 11 und Art. 139 MiCAR). Emittenten signifikanter ARTs haben zusätzliche Verhaltenspflichten zu erfüllen, etwa die Einführung einer soliden Vergütungspolitik und die Durchführung periodischer Liquiditätsstresstests.⁷¹ Emittenten signifikanter ARTs unterliegen insoweit der Rechtsaufsicht durch die EBA (Art. 117 Abs. 1 MiCAR).⁷²

⁶⁸Während also Utility-Token ohne staatliche Erlaubnis zukünftig EU-weit emittiert werden dürfen, müssen Emittenten hinsichtlich EMTs und ARTs (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 und 7 MiCAR) vorab eine Bewilligung der nationalen Aufsichtsbehörde beantragen. Vgl. weiterführend dazu Punkt 3.1.

⁶⁹MiCAR verwendet den umständlichen Terminus „vermögenswertreferenzierter Token“ (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 leg cit). Angesprochen ist ein Kryptowert, der kein E-Geld-Token ist und dessen Wertstabilität durch Bezugnahme auf einen anderen Wert oder ein anderes Recht oder eine Kombination davon, einschließlich einer oder mehrerer amtlicher Währungen, gewahrt werden soll.

⁷⁰So z. B. hinsichtlich der Marktkapitalisierung 5 Mio. EUR, hinsichtlich der Zahl der Inhaber 10 Mio.

⁷¹Art. 45 MiCAR.

⁷²Nur insoweit, als diese Emittenten auch sonstige Krypto-Dienstleistungen erbringen, die durch MiCAR reguliert werden, ist für die Beaufsichtigung dieser Tätigkeit die zuständige nationale Aufsichtsbehörde verantwortlich (Art. 117 Abs. 2 MiCAR).

2.2.3 E-Geld-Token (EMTs)

EMTs⁷³ sind Vermögenswerte bzw. „Stablecoins“, die nur durch eine amtliche Währung wie Euro, CHF oder USD gedeckt sind. Eine Koppelung an andere Basiswerte ist unzulässig. Regulatorisch interessant ist, dass EMTs ex lege als **E-Geld** i. S. d. 2. E-Geld-RL eingestuft werden (arg aus Art. 2 Abs. 4 Bst c i. V. m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 44 und Art. 48 Abs. 2 MiCAR i. V. m. Art. 2 Nr. 2 RL 2009/110/EG⁷⁴). Auf sie sind daher einerseits bestimmte Regelungen der MiCAR, andererseits gewisse Vorgaben der 2. E-Geld-RL parallel anzuwenden,⁷⁵ soweit die Verordnung nicht bestimmte Geschäftskonstellationen von ihrem Anwendungsbereich ausnimmt.⁷⁶

Überschreiten EMTs mindestens drei von sieben in der MiCAR definierten Kriterien, etwa Marktkapitalisierung und Nutzerzahl (vgl. näher Art. 43 Abs. 1 i. V. m. Art. 56 MiCAR), hat EBA EMTs als **signifikante Token** einzustufen. Die Verordnung gibt für die Schwellenwerte allgemeine Untergrenzen vor.⁷⁷ Die Kommission präzisiert die genannten Kriterien mittels delegierter Rechtsakte (Art. 43 Abs. 11 und Art. 139 MiCAR). Emittenten signifikanter EMTs haben spezifische Verhaltenspflichten zu erfüllen, etwa die Pflicht zum Halten einer soliden Vermögensreserve.⁷⁸ Emittenten signifikanter EMTs unterliegen insoweit der Rechtsaufsicht durch die EBA (Art. 117 Abs. 1 MiCAR).⁷⁹

2.2.4 Nicht erfasst: Zahlungstoken

MiCAR erfasst „**Zahlungstoken**“ nur dann, wenn sie als E-Geld-Token eingestuft werden (ErwG 3, 9, Art. 2 Abs. 4 Bst c MiCAR). Zahlungstoken können innerhalb

⁷³Vgl. die Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 7 MiCAR.

⁷⁴Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten (ABl 2009 L 267, 7). IwF: 2. E-Geld-RL.

⁷⁵Die MiCAR definiert abschließend, inwieweit die 2. E-Geld-RL auf EMTs anzuwenden ist (vgl. Art. 48 ff.).

⁷⁶Siehe beispielsweise Art. 48 Abs. 5 MiCAR: Danach sind EMTs, die im Rahmen sog. „begrenzter Netze“ emittiert werden, weitgehend von MiCAR ausgenommen.

⁷⁷So z. B. zur Marktkapitalisierung 5 Mio. EUR, Zahl der Inhaber 10 Mio.

⁷⁸Art. 58 MiCAR.

⁷⁹Nur insoweit, als diese Emittenten auch sonstige Krypto-Dienstleistungen erbringen, die durch MiCAR reguliert werden, ist für die Beaufsichtigung dieser Tätigkeit die zuständige nationale Aufsichtsbehörde verantwortlich (Art. 117 Abs. 2 MiCAR).

eines mehrpersonalen Zahlungssystems elektronisch übertragen, gehandelt und in privaten Wallets gespeichert werden.⁸⁰

Zahlungstoken werden nach den derzeit maßgebenden Vorgaben der PSD 2⁸¹ nur von **privaten Emittenten** ausgegeben. Zahlungstoken von Zentralbanken und anderen staatlichen Einrichtungen („Digitaler Euro“ etc.) sind in Planung, derzeit aber nicht beurteilungserheblich.⁸²

Zahlungstoken sind als „**Zahlungsinstrumente**“ i. S. d. Art. 4 Z 14 PSD 2 bzw. als dementsprechende Tauschmittel einzustufen; man denke etwa an „mobile points“ oder digitale Gutscheine. Die Token können über eine Onlineapplikationen gegen Waren oder Dienstleistungen **eingetauscht** werden können.⁸³

Wenn daher der Inhaber einen solchen Token gegen **Waren oder Dienstleistungen** bei (dritten) Handelspartnern des Emittenten innerhalb eines privaten Zahlungssystems auf freiwilliger Basis (d. h. vertraglicher Absprache) eintauschen kann,⁸⁴ unterliegt dieser Vorgang den Regelungen der PSD 2 bzw. den nationalen Zahlungsdienstregelungen. Es bedarf daher mehrpersonaler Absprachen, dass Zahlungstoken als Tauschmittel akzeptiert werden; Händler sind aber gesetzlich **nicht** zur **Akzeptanz verpflichtet**.

2.2.5 Nicht erfasst: „Anlage-Assets“

Ebenfalls nicht nach MiCAR, sondern nach MiFID II⁸⁵ zu beurteilen sind sog. „**Anlage-Assets**“ oder Finanzinstrumente (ErwG 3, Art. 2 Abs. 4 Bst a MiCAR). Solche Assets sind aufgrund ihrer ökonomischen Auswirkungen als **Finanzinstrumente** i. S. d. Art. 2 Abs. 1 lit a EU-ProspektVO einzustufen.⁸⁶ Gemeint sind

⁸⁰ Werden die hier interessierenden Token – wie oft Usus – nur durch den Emittenten akzeptiert, nicht aber auch durch andere Vertragsparteien, ist an der Bewilligungspflicht des Token nach PSD 2 zu zweifeln. IdR wird der Ausnahmetatbestand gem Art. 3 lit k PSD 2 erfüllt sein (begrenztes Netz). Außerdem dürfen Zahlungs-Token nicht ohne Weiteres mit sonstigen bekannten Zahlungsinstrumenten nach PSD 2 gleichgesetzt werden: Zahlungs-Token sind nicht notwendig personalisiert. Demgegenüber stellt der Zahlungsinstrumentebegriff der PSD 2 (Art. 4 Z 14) auf „personalisierte“ Instrument ab.

⁸¹ Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, ABl (EU) 2015 L 337, 35 (PSD 2).

⁸² Arg aus der Negativabgrenzung in Art. 3 Nr. 18 AMLD i. V. m. § 2 Z 21 FM-GwG und vergleichbaren Bestimmungen: „von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert...“.

⁸³ Kleinert/Mayer, EuZW 2019, 857 (859).

⁸⁴ Maute, § 4 Rz 45 in Maume/Maute/Fromberger (Hrsg), Rechtshandbuch Kryptowerte; Siadat, RdF 2021, 14.

⁸⁵ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente, ABl (EU) 2014 L 173, 349 (MiFID II).

⁸⁶ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl (EU) 2017 L 168, 12.

z. B. aktienähnliche Zertifikate, Anleihen, Derivate oder dergleichen.⁸⁷ Solche Anlage-Assets unterliegen idR der **Prospektpflicht** nach Art. 3 ff. der ProspektVO bzw. vergleichbaren nationalen Informationspflichten.⁸⁸

Die Verordnung erfasst zukünftig auch jene Assets, die ihren Inhabern typischerweise Erträge oder Dividendenzahlungen ermöglichen wie u. a. Genussscheine oder Partizipationsdarlehen.⁸⁹

Emittenten von Anlage-Assets haben als **Verpflichtete** i. S. d. Art. 3 Abs. 1 der 4. AMLD umfassende Sorgfaltspflichten zu erfüllen.

2.2.6 Nicht explizit geregelt: Hybrid-Assets

Auf den ersten Blick erscheint unklar, wie Geschäftsmodelle zu beurteilen sind, die Merkmale verschiedener Asset-Klassen aufweisen. Zu denken ist etwa an Token, die sowohl als ART qualifizieren, aber auch z. B. Zahlungsfunktionen erfüllen. Regulatoren sprechen diesfalls von sog. „**Hybrid-Token**“.

UE wird aufgrund des **Kumulationsprinzips**⁹⁰ davon auszugehen sein, dass solche Geschäftsmodelle nur dann rechtmäßig erbracht werden, wenn das einzelne Geschäftsmodell mit allen einschlägigen Regulierungsstandards kompatibel ist.⁹¹ D. h. fällt ein Hybrid-Token unter verschiedene Rechtakte, muss er alle Genehmigungsvoraussetzungen des jeweils maßgebenden Rechtsregimes erfüllen. Das gilt aber nicht nur für Token-Emittenten, sondern auch für Krypto-Dienstleister: Deutlich wird dies etwa bei Betrachtung des Art. 60 Abs. 3 MiCAR, wonach Wertpapierfirmen, die Krypto-Dienstleistungen erbringt, neben bestimmten MiCAR-Standards auch den Vorgaben der MiFID II unterliegen.⁹² Dies führt zur Beurteilung, für ein einzelnes kryptobasiertes Geschäftsmodell **verschiedene Marktordnungsstandards** parallel maßgebend sein können.

2.2.7 Nur ein vorläufiger Zwischenhalt ... Was ist mit NFTs?

Der rasche technologische Wandel im Krypto-Sektor wird den EU-Gesetzgeber und die Aufsichtsbehörden zwingen, ihre regulatorische Einschätzung periodisch

⁸⁷ *Riehmüller*, Aufsichts- und kapitalmarktrechtlicher Gehalt der ECSP-Verordnung, BKR 2022, 153 (154); *Rennig*, KWG goes Krypto, BKR 2020, 23 (24).

⁸⁸ Vgl. zum KMG unten 4.2.

⁸⁹ *Siadat*, RdF 2021, 14; *A. Varmaz/N. Varmaz/Günther/Poddig*, Kap. 1 Rz 40 in *Omlor/Link* (Hrsg), Kryptowährungen und Token (2021).

⁹⁰ Dazu z. B. *Giese*, Das Betriebsanlagenrecht und andere Bereiche des öffentlichen Rechts Rz 305 in *Stolzlechner* u. a., Die gewerbliche Betriebsanlage⁴ (2016).

⁹¹ Diese Anforderung gilt auch für alle anderen Kategorien von Krypto-Assets.

⁹² So z. B. VwGH 24.04.2007, 2004/05/0285.

zu überprüfen und anzupassen.⁹³ Ggf wird eine Ausweitung und Anpassung des Geltungsbereichs der MiCAR geboten sein. Das zeigt sich schon am aktuellen Regulierungsansatz der MiCAR: Der Gesetzgeber reguliert bestimmte Kryptowerte ungeachtet der im Einzelfall eingesetzten Technologie.⁹⁴

Beachtenswert ist aktuell die Entscheidung des Gesetzgebers, sog „**Non Fungible-Tokens**“ (NFTs) nicht der MiCAR zu unterstellen (Art. 2 Abs. 3 sowie ErwG 17 leg cit). NFTs sind Dateneinheiten, die auf einem dezentralen Transaktionssystem abgebildet sind und ein einzigartiges digitales Objekt der Kunst, Audiodateien, Videos, etc. repräsentieren; sie können nicht beliebig gehandelt und übertragen werden.⁹⁵ Solche Assets sind aber, wenn sie nicht gehandelt oder übertragen werden können, nicht als Anlage- oder Utilitytoken einzustufen. Zu denken ist etwa an den „Belvedere-Token“,⁹⁶ der keine Nutzungs- oder sonstige Anteilsrechte verkörpert und dem Investor letztlich nicht einmal Mitgliedschaftsrechte an einer Gesellschaft etc. einräumt.

3 Die Zulassung von Krypto-Emittenten und Krypto-Dienstleistern nach MiCAR

Im Anschluss ist, gestaffelt nach Krypto-Emittenten und Krypto-Dienstleistern, auf den jeweiligen Zulassungsprozess einzugehen.

3.1 Die Zulassung von Krypto-Emittenten

3.1.1 Exkurs: Emission von Utility Token

Die (Eigen)Emission von **Utility-Token** ist nach MiCAR gänzlich **bewilligungsfrei** gestellt. Die Verordnung setzt nur voraus, dass der Emittent⁹⁷ eine juristische

⁹³Eine solche periodische Prüfpflicht der zuständigen Verwaltungsbehörde folgt bereits aus dem Gleichheitsgrundsatz bzw. dem Grundsatz von Treu und Glauben (für AT etwa VfSlg 18.322/2007). Die Anwendung veralteter technologiebasierter Prüfkriterien würde gegen das Sachlichkeitsgebot des Gleichheitssatzes verstoßen.

⁹⁴ErwG 6 MiCAR.

⁹⁵Vgl. dazu z. B. *Kulnigg/Tyrybon*, Non Fungible Token (NFTs) – ein Fall für die Finanzregulierung?, *ecolx* 2021, 560 ff.

⁹⁶<https://www.belvedere.at/nft>, abgerufen am 15.05.2023.

⁹⁷Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MiCAR definiert den Emittenten als natürliche oder juristische Person oder ein anderes Unternehmen, die bzw. das Kryptowerte emittiert.

Person⁹⁸ ist⁹⁹ und die **Wohlverhaltensregeln**¹⁰⁰ gem Art. 14 MiCAR einhält. Demgemäß haben Emittenten

- ehrlich, redlich und professionell zu handeln,
- auf redliche, eindeutige und nicht irreführende Weise zu kommunizieren;
- mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden, zu ermitteln und ggf offenzulegen;
- ihre Systeme und Protokolle zur Gewährleistung der Zugriffssicherheit „entsprechend den einschlägigen Standards der Union zu pflegen“;¹⁰¹
- im besten Interesse der Inhaber von Kryptowerten zu agieren und diese gleich zu behandeln;
- im Fall der Annullierung eines öffentlichen Angebots den Inhabern geschuldete Geldbeträge spätestens 25 Kalendertage nach dem Tag der Annullierung ordnungsgemäß zurückzuerstatten.

Beachtlich erscheint, dass der Gesetzgeber **keinen Schwellenwert** für solche Emissionen iS einer Bewilligungs- oder Registrierungs Voraussetzung definiert hat.¹⁰² Emittenten von Utility-Token müssen lediglich ein Whitepaper erstellen und notifizieren, wenn sie in der EU binnen 12 Monaten Token über 1 Mio. EUR Gesamtgegenwert emittieren (Art. 4 Abs. 2 MiCAR). Emittenten können den Handel ihrer Token auf Handelsplattformen separat beantragen.¹⁰³

3.1.2 Emission von ARTs

Nur **juristischen Personen** mit Sitz in der EU ist es gestattet, zukünftig ART in der EU zu emittieren (Art. 16 Abs. 1 MiCAR). Wurde dieses Unternehmen bisher nicht als Kreditinstitut im EWR lizenziert¹⁰⁴ und beabsichtigt der Emittent, in der

⁹⁸ Es erscheint in diesem Zusammenhang verwirrend und rechtspolitisch fraglich, dass die Legaldefinition des „Emittenten“ in Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MiCAR weiter gefasst ist und auch natürliche Personen umfasst.

⁹⁹ Der Emittent muss nicht notwendig über einen Sitz in der EU verfügen.

¹⁰⁰ Die Wohlverhaltensregeln, welche die MiCAR für Emittenten von Utility-Token fest schreibt, gleichen funktionell und inhaltlich den Standards, den Wertpapierfirmen und Banken unter dem Regime von MiFID II unterliegen. Es bietet sich an, Art. 14 MiCAR in Einklang mit den Vorgaben der MiFID II bzw. den dazu erlassenen Delegierten Rechtsakten auszulegen. Aus Platzgründen wird dieser Aspekt hier nicht vertieft.

¹⁰¹ ESMA wird diesbezüglich in Zusammenarbeit mit der EBA Leitlinien herausgeben, in denen diese Standards spezifiziert werden.

¹⁰² Das FL-TVTG z. B. sieht derzeit noch entsprechende Schwellenwerte (>5 Mio. CHF) vor. Liechtenstein hat sich jedoch dazu entschlossen, den Schwellenwert von >5 Mio. CHF bzw. die Registrierungspflicht für Eigenemittenten im Zuge der anstehenden Novellierung (vgl. FN 39) zu beseitigen.

¹⁰³ Grundlage ist diesfalls ein privatrechtlicher Zulassungsvertrag mit dem Betreiber einer Handelsplattform (Art. 5 MiCAR).

¹⁰⁴ Banken mit aufrechter Zulassung, die ein ART begeben wollen, benötigen hierfür keine zusätzliche Genehmigung der Herkunftsstaatsbehörde. Sie müssen lediglich ein Whitepaper erstellen, das von der zuständigen Behörde genehmigt werden muss (Art. 17 Abs. 4 i. V. m. Art. 19 MiCAR).

Union binnen Jahresfrist ARTs im **Gegenwert von mehr als 5. Mio EUR** öffentlich anzubieten, benötigt der Emittent vorab eine **Zulassung**¹⁰⁵ der zuständigen Behörde des Herkunftsstaats.¹⁰⁶

Der **Zulassungsantrag** muss insbesondere umfassen (vgl. im Detail Art. 18 Abs. 1 und 2 MiCAR):

- Angaben zum Geschäftsmodell und detaillierte Beschreibungen der internen Kontrollmechanismen sowie
- ein „**Whitepaper**“ gem Art. 19 MiCAR, das u. a. die Merkmale, Funktionen und Risiken des ARTs, des Reservevermögens und der Rücktauschrechte in Einklang mit Anh II MiCAR beschreibt.

Die zuständige Behörde hat den vollständigen Antrag und das Whitepaper einem **Ermittlungsverfahren** zu unterziehen, das binnen 60 Tagen abzuschließen ist.¹⁰⁷ Im Verfahren sind u. a. EZB und EBA sowie ESMA anzuhören. Nach weiteren 25 Tagen hat die Aufsichtsbehörde über den Zulassungsantrag bzw. das Vorliegen der Zulassungsvoraussetzungen¹⁰⁸ zu entscheiden (Art. 20 MiCAR). Die Behörde kann die **Genehmigung verweigern**, wenn das Geschäftsmodell des Emittenten eine ernsthafte Bedrohung für die Finanzstabilität oder die Marktintegrität darstellt oder die Geschäftsleiter nicht zuverlässig sind (Art. 21 Abs. 2 MiCAR).¹⁰⁹

Bewilligt die Behörde den Zulassungsantrag bzw. das zur Prüfung eingereichte Whitepaper, darf der Emittent ARTs im gesamten EWR vertreiben (Art. 16 Abs. 3 MiCAR).¹¹⁰ ESMA hat aufrechte Zulassungen im Dienstleisterregister gem Art. 109 MiCAR zu erfassen.

Emittenten mit aufrechter Zulassung haben umfassende **Organisations- und Verhaltenspflichten** zu erfüllen, die stark an die Pflicht von Banken und Wertpapierfirmen zur Einhaltung von Wohlverhaltensregeln nach MiFID II erinnern. Inter alia sind (zusätzlich zu den bereits einleitend iZm mit Emittenten von Utility-Token aufgezählten Pflichten) zu nennen (vgl. im Detail Art. 27 ff. MiCAR):

- Pflicht zum Handeln im besten Interesse der Token-Inhaber;
- Einrichtung von Beschwerdeverfahren;

¹⁰⁵ Unterhalb des Schwellenwerts von 5 Mio. EUR hat der Emittent lediglich ein Whitepaper zu erstellen. Die Zulassungspflicht entfällt darüber hinaus, wenn der Emittent ART lediglich an qualifizierte Anleger i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 30 MiCAR (Art. 16 Abs. 2 Bst b MiCAR).

¹⁰⁶ Vgl. zur Definition Art. 3 Abs. 1 Nr. 33 und 35 MiCAR.

¹⁰⁷ Zum Ablauf des Ermittlungsverfahrens auch unten Pkt 3.2.

¹⁰⁸ Bedeutsam erscheinen in diesem Zusammenhang insb Art. 34 und 35 MiCAR: Die Mitglieder der Geschäftsleitung des Emittenten müssen zuverlässig sein und über ausreichende Fachkunde verfügen. Zudem müssen die Emittenten die zwingenden Eigenmittelanforderungen erfüllen (u. a. 350.000 EUR).

¹⁰⁹ War der Zulassungsantrag hingegen nicht vollständig bzw. unterließ der Antragsteller die Vervollständigung des Zulassungsantrages, hat die Behörde das Verfahren einzustellen.

¹¹⁰ Vgl. zur Entziehung einer aufrechten Zulassung Art. 24 MiCAR.

- monatliche Berichterstattung über die Anzahl der im Umlauf befindlichen ARTs, über deren Wert und die Zusammensetzung des Reservevermögens;
- Implementierung eines adäquaten Risikomanagements und einer IKT-Infrastruktur nach dem Stand der Technik;¹¹¹
- Einführung einer Interessenkonflikt-Policy;
- Haltung einer im Insolvenzfall aussonderungsfesten Vermögensreserve, die getrennt vom Unternehmensvermögen verwahrt wird; dadurch sollen die mit ARTs verknüpften Risiken abgedeckt werden.¹¹²

3.1.3 Emission von EMTs

EMTs dürfen nur von **Banken** oder **E-Geld-Instituten** mit aufrechter EWR-Bewilligung emittiert werden (Art. 48 Abs. 1 MiCAR).¹¹³ Für die Begebung eines EMT ist **keine gesonderte Genehmigung** notwendig. Diese qualifizierten Emittenten dürfen EMTs in der EU öffentlich anbieten, wenn sie der zuständigen Behörde die Absicht der Emission fristgerecht (Art. 48 Abs. 6 MiCAR) angezeigt und ein zuvor erstelltes Whitepaper notifiziert haben; das Dokument wird weder inhaltlich geprüft noch formal genehmigt. EMTs dürfen wie ARTs in der gesamten EU begeben werden (Art. 48 Abs. 1 MiCAR; Art. 3 der 2. E-Geld-RL).

Emittenten von **signifikanten EMTs** haben vergleichbare Organisations- und **Wohlverhaltenspflichten** einzuhalten wie Emittenten von ARTs (Art. 58 MiCAR). Für Emittenten normaler EMTs gelten im Wesentlichen die in der 2. E-Geld-RL statuierten Vorgaben (Art. 48 Abs. 3 MiCAR).

Die Emittenten von EMTs müssen wie Anbieter von ARTs Vorgaben für Marketing-Mitteilungen erfüllen; zudem müssen sie ein **Whitepaper** nach den Vorgaben des Anhangs III der Verordnung erstellen und dieses auf ihrer Website veröffentlichen (Art. 51 MiCAR).

Für Emittenten von EMTs gelten spezifische **Verhaltenspflichten** (vgl. Art. 49 ff. MiCAR):

¹¹¹Maßgebend sind hier ab 2025 u. a. die Vorgaben des Digital Operational Resilience Acts „DORA“ (VO 2022/2554).

¹¹²Emittenten von ART müssen zur Stabilisierung des ART-Wertes jederzeit ein Reservevermögen, u. a. Bargeld oder kurzfristige Staatsanleihen, halten und für eine wirksame und umsichtige Verwaltung sorgen. Jede Schaffung oder Vernichtung von ARTs muss mit einer entsprechenden Erhöhung oder Verminderung des Reservevermögens einhergehen. In diesem Zusammenhang muss der Emittent seine Strategie zur Stabilisierung seiner Token beschreiben und u. a. darüber aufklären, auf welche Vermögenswerte ART referenzieren, wie sich das Reservevermögen zusammensetzt sowie darüber, welche Risiken – z. B. Kreditrisiken – mit der Zusammensetzung des Vermögens einhergehen.

¹¹³Davon ausgenommen sind nur jene Emittenten, die E-Geld-Token im Rahmen sog. „begrenzter Netze“ anbieten (Art. 48 Abs. 7 MiCAR).

- EMTs sind zum Nennwert des entgegen genommenen Geldbetrages auszugeben und jederzeit zu diesem Nennwert zurückzutauschen;¹¹⁴
- Emittenten von EMTs dürfen für EMTs und damit zusammenhängende Dienstleistungen keine Zinsen gewähren;
- Der Rücktausch eines EMT hat gebührenfrei zu erfolgen;
- Hereingenommene Geldbeträge sind risikoarm und diversifiziert zu veranlagen; mind 30 % der Beträge müssen auf gesonderten Bankkonten hinterlegt werden;
- Emittenten von EMTs haben wie auch Anbieter von ARTs einen Sanierungs- und Rücktauschplan zu entwickeln.¹¹⁵

3.2 Zulassung von Krypto-Dienstleistern

Zusätzlich statuiert MiCAR auch für die Erbringung sonstiger Krypto-Dienstleistungen durch **Krypto-Dienstleister** (Art. 3 Abs. 1 Z 15 MiCAR¹¹⁶) in der EU eine **Bewilligungspflicht** (Art. 59 i. V. m. Art. 63 MiCAR).¹¹⁷ Insgesamt unterliegen zehn Krypto-Dienstleistungen einer Zulassungspflicht. Zu nennen sind (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 MiCAR):¹¹⁸

- a) Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Kunden;
- b) Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte;
- c) Tausch von Kryptowerten gegen einen Geldbetrag bzw. andere Kryptowerte;¹¹⁹
- d) Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Kunden;
- e) Platzierung (Vermarktung) von Kryptowerten im Namen Dritter;
- f) Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Kunden;
- g) Beratung zu Kryptowerten;
- h) Portfolioverwaltung von Kryptowerten;
- i) Erbringung von Transferdienstleistungen für Kryptowerte für Kunden.

¹¹⁴Wie bereits EFTA-GH 30.05.2018, E-9/17 herausgearbeitet hat, darf der Wert des EMT während der Haltedauer nicht schwanken; ansonsten liegt eine Veranlagungstätigkeit vor. Diesfalls wäre der Token als ART einzustufen.

¹¹⁵Während EMT-Inhaber den Rücktausch ihrer Token jederzeit verlangen können, gilt dies für Inhaber von ARTs nur insoweit, als der Marktwert der ART signifikant vom Wert des Reservevermögens abweicht oder den Inhabern einen Rücktauschanspruch gewährt wurde.

Falls Emittenten von EMTs oder ARTs ihre Geschäftstätigkeit einstellen oder ihnen die Genehmigung entzogen wird, haben die Token-Inhaber Anspruch auf die Erlöse aus dem Reservevermögen.

¹¹⁶Das ist jede Person, deren berufliche oder gewerbliche Tätigkeit darin besteht, eine oder mehrere Krypto-Dienstleistungen (Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 MiCAR) geschäftsmäßig für Dritte zu erbringen.

¹¹⁷Umfassend *Majcen*, MiCAR 413 ff.

¹¹⁸Vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 17–26 MiCAR für entsprechende Legaldefinitionen.

¹¹⁹In der MiCAR sind diese Dienstleistungen auf zwei Ziffern aufgeteilt.

Diese Dienstleistungen müssen im Zusammenhang mit **Kryptowerten** i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR erbracht werden. Das setzt voraus, dass diese Dienstleistungen unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie erbracht werden. Diese dezentralen Netzwerke müssen geeignet sein, Kryptowerte elektronisch zu übertragen und zu speichern.

Krypto-Dienstleistungen dürfen nur von **juristischen Personen** mit Sitz im EWR erbracht werden. Sie müssen zumindest einen Teil ihrer Dienstleistungen in ihrem Herkunftsstaat erbringen (Art. 59 Abs. 1 und 2 MiCAR). Eine aufrechte Zulassung berechtigt Krypto-Dienstleister, ihre Dienstleistungen im gesamten EWR zu erbringen (single-license-Prinzip, Art. 59 Abs. 8 MiCAR).

Wer als juristische Person beispielsweise **Kryptowerte** verwahren will (Art. 3 Abs. 1 Nr. 17 MiCAR), hat dies vorab durch die zuständige Aufsichtsbehörde seines Herkunftsstaats bewilligen zu lassen (Art. 62 ff. MiCAR).¹²⁰

Von der **Zulassungspflicht ausgenommen**¹²¹ sind bestimmte Finanzintermediäre mit aufrechter EWR-Bewilligung (va Kreditinstitute, Wertpapierfirmen und E-Geld-Institute): Sie dürfen im Umfang des Art. 60 MiCAR und nach entsprechender Anzeige an die zuständige Aufsichtsbehörde Krypto-Dienstleistungen ohne weitere Bewilligung im EWR erbringen (Art. 3 Abs. 1 Z 6 MiCAR¹²²).

Der Krypto-Dienstleister hat vor geplanter Tätigkeitsaufnahme einen vollständigen **Zulassungsantrag** an die Behörde (Art. 3 Abs. 1 Z 33 MiCAR) zu übermitteln. Diesem müssen u. a. folgende Informationen gem Art. 62 Abs. 2 MiCAR angeschlossen sein:¹²³

- a) Firmenname, Rechtsträgerkennung des Antragstellers, Kontaktdaten;
- b) Informationen über die Rechtsform des Antragstellers;
- c)/d) Satzung und Geschäftsplan, aus dem hervorgeht, welche Arten von Krypto-Dienstleistungen der Antragsteller erbringt, einschließlich Ort und Art der Vermarktung dieser Dienstleistungen;
- e) Nachweis, dass der Antragsteller aufsichtsrechtliche Anforderungen gemäß Art. 67 MiCAR einhält;
- f) Beschreibung der Regelungen für die Unternehmensführung;
- g) Nachweise, dass die Mitglieder des Leitungsorgans ausreichend gut beleumundet sind und über angemessene Kenntnisse, Fähigkeiten und Berufserfahrung verfügen;

¹²⁰Näher *Siadat*, RdF 2021, 172 (174 f.).

¹²¹Dasselbe gilt für Drittstaats-Unternehmen, die Krypto-Dienstleistungen ausschließlich auf Betreiben ihrer EWR-Kunden erbringen (reverse solicitation-Prinzip; Art. 61 MiCAR).

¹²²Das ist eine juristische Person, die Kryptowerte jeglicher Art öffentlich anbietet oder die Zulassung solcher Kryptowerte auf einer Handelsplattform für Kryptowerte beantragt.

¹²³Siehe dazu auch *Majcen*, MiCAR 423 ff. Die genannten Informationen darf die Aufsichtsbehörde nur dann verlangen, wenn sie diese Daten noch nicht erhalten hat. Liegen diese Informationen bereits aus anderen Zulassungsverfahren vor, darf die Behörde die Daten nicht nochmals verlangen (Art. 62 Abs. 4 MiCAR).

- h) die Identität aller Anteilseigner oder Gesellschafter, die direkt oder indirekt qualifizierte Beteiligungen an dem Antragsteller halten, und die Höhe dieser Beteiligungen sowie den Nachweis, dass diese Personen ausreichend gut beleumundet sind;
- i) eine Beschreibung der Mechanismen für die interne Kontrolle und der Strategien und Verfahren des Antragstellers zur Ermittlung, Bewertung und Eindämmung von Risiken einschließlich Geldwäsche- und Terrorismusfinanzierungsrisiken und eine Beschreibung der Strategie zur Fortführung des Geschäftsbetriebs;
- j) technische Dokumentation der IKT-Systeme und der Sicherheitsvorkehrungen und deren nicht fachsprachliche Beschreibung;
- k) eine Beschreibung des Verfahrens für die Trennung von Kryptowerten und Geldbeträgen der Kunden;
- l) eine Beschreibung der Beschwerdeverfahren des Antragstellers;
- m) Beschreibung der Verwahrungs- und Verwaltungsgrundsätze;

Innerhalb von 25 Arbeitstagen hat die **zuständige Behörde festzustellen**, ob der **Zulassungsantrag vollständig** ist.¹²⁴ Der Antragsteller hat gegebenenfalls fehlende Informationen und Unterlagen zu ergänzen (Art. 63 Abs. 1 MiCAR). Wird der Antrag nicht fristgerecht vervollständigt, hat die Behörde den Antrag zurückzuweisen (Art. 63 Abs. 3 MiCAR i. V. m. § 13 Abs. 3 AVG). Im gegenteiligen Fall hat die Behörde das Ermittlungsverfahren einzuleiten (Art. 63 Abs. 4 MiCAR).¹²⁵

Die Behörde hat das **Ermittlungsverfahren**, berechnet ab Vollständigkeit des Antrags, längstens innert **40 Tagen abzuschließen**.¹²⁶ Die Behörde hat zu klären, ob der Antragsteller die Zulassungsvoraussetzungen gem den Art. 58 ff. MiCAR erfüllt (Art. 63 Abs. 9 MiCAR). Im Zulassungsverfahren kann die Aufsichtsbehörde andere Stellen anhören (vgl. insb Art. 63 Abs. 5. und 6 MiCAR).

Am Ende des Ermittlungsverfahrens hat die Behörde den **Zulassungsantrag** des Krypto-Dienstleisters **positiv zu erledigen** oder **abzuweisen**. Bei ihrer Entscheidung hat die Behörde insb auch die Art der geplanten Tätigkeit und die damit verknüpften Risiken zu berücksichtigen.¹²⁷

Die Behörden hat die **Zulassung** des Antragstellers zu **verweigern**, wenn objektive und nachweisbare Gründe für die Annahme vorliegen, dass

- das Leitungsorgan des Antragstellers bzw. dessen Eigner nicht zuverlässig sind bzw. eine Gefahr für die wirksame, solide und umsichtige Führung und Fortführung des Geschäftsbetriebs darstellen kann;

¹²⁴ Ist der Antrag unvollständig, hat die Behörde den Antrag vervollständigen zu lassen (§ 13 Abs. 3 AVG i. V. m. Art. 63 Abs. 2 MiCAR).

¹²⁵ Die Behörde hat dem Antragsteller unverzüglich mitzuteilen, wenn der Antrag vollständig ist und sie mit dem eigentlichen Prüfungsverfahren beginnt (Art. 63 Abs. 4 MiCAR).

¹²⁶ Es handelt sich um eine spezialgesetzliche Entscheidungsfrist i. S. d. § 73 AVG.

¹²⁷ Vgl. z. B. Art. 63 Abs. 6–8 MiCAR.

- der Antragsteller die Zulassungsvoraussetzungen nicht erfüllt (Art. 63 Abs. 10 MiCAR).

Die Behörde hat ihre Entscheidung innerhalb von fünf Arbeitstagen **schriftlich auszufertigen** und dem Antragsteller zuzustellen (Art. 63 Abs. 9 MiCAR). Der Krypto-Dienstleister ist im Dienstleisterregister gem Art. 109 MiCAR zu erfassen.

Ab **Rechtskraft der Zulassung** hat der Krypto-Dienstleister **alle Zulassungsvoraussetzungen** gem Art. 58 ff. MiCAR bei sonstiger **Entziehung der Bewilligung** einzuhalten (Art. 64 Abs. 1 Bst e MiCAR).

Die MiCAR folgt auch hier den gängigen Strukturprinzipien des EU-Finanzmarktrechts: Eine **bestandskräftige Bewilligung** als Krypto-Dienstleister (hier: Verwahrung von Krypto-Assets) berechtigt den Zulassungsinhaber, nach entsprechender **Notifikation** (Art. 65 MiCAR) seine Tätigkeit grenzüberschreitend auch in anderen EU-/EWR-Mitgliedstaaten auszuüben (**Europapassprinzip**); die Eröffnung von Zweigniederlassungen in anderen Aufnahmestaaten ist nicht erforderlich.¹²⁸

Ab **Rechtskraft der Zulassung** hat der Krypto-Dienstleister spezifische **Verhaltenspflichten** zu erfüllen:¹²⁹ Er muss seine Kunden ehrlich, fair und professionell betreuen (Art. 66 MiCAR), eine Sicherheits-Policy implementieren (Art. 67 und Anh IV MiCAR), Kryptowerte und Geldbeträge von Kunden sicher verwahren (Art. 70 MiCAR) und Outsourcing-Standards gemäß Art. 73 einhalten. Zu weiteren Verhaltenspflichten der Dienstleister, insbesondere im Bereich Geldwäscheprävention (die in Ausführung der AMLD erlassen wurden) vgl. unten im Text.

3.3 Übergangsvorschriften

MiCAR will „**Altdienstleistern**“, also Krypto-Emittenten und -Dienstleister, die bereits auf Basis des geltenden Rechts Krypto-Dienstleistungen in ihrem Herkunftsstaat erbracht haben, sowie den Mitgliedstaaten den **Übergang** in das neue Rechtsregime erleichtern. Altdienstleister sind etwa gänzlich von MiCAR ausgenommen (z. B. bei abgeschlossenen Emissionen), können ihre Dienstleistungen weiterhin ausüben, müssen aber gegebenenfalls eine Zulassung beantragen oder fristgerecht ein Whitepaper erstellen.¹³⁰ Zum Teil nimmt die Verordnung „Alt-Dienstleister“ während einer Übergangsfrist vom Geltungsbereich der Verordnung aus.

¹²⁸ Dazu N. Raschauer, Strukturprobleme des Europäischen Bankenaufsichtsrechts (2010) 249.

¹²⁹ Vgl. auch Siadat, RdF 2021, 176.

¹³⁰ Gleiche Auffassung Majcen, MiCAR 424.

Die Zulassung dieser „Alt-Dienstleister“ kann in einem **vereinfachten Pilot-verfahren** erteilt werden (Art. 143 Abs. 6 MiCAR). Die Mitgliedstaaten haben die näheren Vorgaben in einem Durchführungsgesetz zu MiCAR zu präzisieren.¹³¹

3.4 Pilotregime für DLT-Marktinfrastrukturen nach MIF

Bereits kurz vor Finalisierung der MiCAR erließ der EU-Gesetzgeber die neue **Verordnung 2022/858**.¹³² Sie enthält eine **Pilotregelung für DLT-Finanzmarktinfrastrukturen**. Das neue DLT-Pilotregime ist auf EU-Ebene seit dem **23. März 2023 anwendbar** (Art. 19 MIV). Die Verordnung regelt, unter welchen Voraussetzungen Anbieter eine Bewilligung zum Betrieb einer DLT-Marktinfrastuktur erhalten.¹³³ Die Verordnung definiert darüber hinaus (einschränkend), welche DLT-Finanzinstrumente über Marktinfrastrukturen handelbar sind.

¹³¹ Während die nationale Aufsichtsbehörde sicherzustellen hat, dass der Altdienstleister auch nach neuem Regime alle einschlägigen Zulassungsvoraussetzungen erfüllt, wird der nationale Gesetzgeber sicherzustellen haben, dass das Ermittlungsverfahren straff geführt wird und sich nur auf jene Themen erstreckt, die durch MiCAR (im Vergleich zur nationalen Rechtslage) erstmals zu prüfen sind und bislang nicht beurteilt wurden. Daher wird die Behörde nur solche Unterlagen anfordern, die ihr eine dementsprechend ergänzende Sichtung offener Fragen erlaubt.

¹³² Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen, ABl (EU) 2022 L 151, 1 (MIV).

¹³³ Die MIV enthält Organisations- und Verhaltensregelungen für DLT-Marktinfrastukturbetreiber. Das der Verordnung zugrunde liegende Verständnis einer DLTMarktinfrastuktur umfasst zwei Geschäftsmodelle, nämlich multilaterale Handels und Wertpapierabwicklungssysteme. Sie werden nachfolgend als

- DLTMTF (Multilaterales Handelssystem), das Finanzinstrumente zum Handel zulässt,
- DLTS (Abwicklungssystem), das Transaktionen mit Finanzinstrumenten gegen Bezahlung abwickelt,
- und DLTS (Handels- und Abwicklungssystem – eine Kombination der beiden erstgenannten Dienstleistungen) – genannt.

Diese Anbieter sollen über das neue Pilotregime in die Lage versetzt werden, in den kommenden (bis zu sechs) Jahren ab Bewilligung neue und technisch innovative Lösungen auf Basis der DLT unter Aufsicht einer nationalen Finanzmarktbehörde zu testen.

Wenn hier von einer DLT-„Marktinfrastuktur“ i. S. d. VO 2022/858 gesprochen wird, sind solche automatisierten Handels- und Abwicklungssysteme gemeint, die Interessen einer Vielzahl von Anlegern am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenführen und multilaterale Transaktionen mehrerer Anleger nahezu in Echtzeit behandeln können. Die Systeme müssen also technisch derart konzipiert sein, mehrere Kaufverträge über Finanzinstrumente DLT-basiert abzuwickeln, welche die Übertragung und Speicherung von DLT-Finanzinstrumenten zum Gegenstand haben.

Der neue Aufsichtsrahmen richtet sich primär an lizenzierte **Wertpapierfirmen**,¹³⁴ **Marktbetreiber**¹³⁵ und **Zentralverwahrer**.¹³⁶ Anderen Finanzintermediären, va Banken, steht das neue Marktregime nur offen, wenn sie als Wertpapierfirmen lizenziert sind.

Die genannten Dienstleister können eine **Bewilligung** für den **Betrieb von multilateralen Handelssystemen** und **Wertpapierabwicklungssystemen** auf Basis von DLT beantragen. Entsprechende Anträge können im EU-Raum **seit dem 23. März 2023** gestellt werden. Die nationalen Aufsichtsbehörden, die bislang für die Bewilligung und Beaufsichtigung von Zentralverwahren und Wertpapierfirmen zuständig waren (z. B. FMA AT; BaFin), sind auch für die Behandlung von Zulassungsanträgen nach der VO 2022/858 zuständig.¹³⁷

Sie können eine Genehmigung für den Betrieb einer Marktinfrastuktur für einen Zeitraum von **bis zu sechs Jahren** erteilen (so z. B. Art. 9 Abs. 11 MIV betreffend DLT-SS¹³⁸). Eine solche Genehmigung gilt EU-weit (**Passporting**). Eine Bewilligung steht ausschließlich **juristischen Personen** offen. Im Rahmen des Genehmigungsverfahrens hat die zuständige Aufsichtsbehörde enge Fristen zu wahren und gebotenfalls ESMA einzubinden, die eine unverbindliche Stellungnahme zum Geschäftsmodell des Antragstellers abzugeben hat.

Das regulatorisch „Besondere“ am neuen Rechtsrahmen ist nicht nur die explizite Integration der DLT-basierten Geschäftsmodelle in die EU-Finanzmarktarchitektur,¹³⁹ sondern die Schaffung einer temporären „**Regulatory EU-Sandbox**“ für den Handel und/oder die Abwicklung von Finanzinstrumenten mittels DLT.

¹³⁴ Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID II (RL 2014/65/EU).

¹³⁵ Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID II.

¹³⁶ Art. 2 Abs. 1 Nr. 1 CSDR (VO (EU) 909/2014).

¹³⁷ Dies unter der Voraussetzung, dass im nationalen Recht eine entsprechende Kompetenzzuweisung zugunsten der nationalen Aufsichtsbehörde vorgenommen wird (Art. 2 Nr. 21 Bst c i. V. m. Art. 12 MIV). Naheliegenderweise wird der Mitgliedstaat der schon bisher zur Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen und Zentralverwahrern zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde auch die Kompetenz zur Vollziehung der VO 2022/858 übertragen. Von dieser Konzeption geht zumindest die VO 2022/858 aus.

¹³⁸ Im Ermittlungsverfahren hat die Behörde u. a. zu beurteilen:

- a) Geschäftsplan und den organisatorischen Aufbau des Betreibers (Art. 7 MiFID II);
- b) Funktionsweise des Handelssystems (Art. 6 Abs. 3 MIV) und der eingesetzten Technologie;
- c) Informationen über die Verwahrung der Wertpapiere von Kunden (Art. 6 Abs. 5 MIV);

Im Zulassungsverfahren hat die Behörde eine Stellungnahme von ESMA einzuholen (Art. 7 Abs. 3 MIV). Die Behörde darf den Antrag nur bewilligen, wenn der Betrieb des Handelssystems keine relevanten Risiken für Anlegerschutz, Marktintegrität oder Finanzstabilität nach sich zieht (Art. 7 Abs. 4 MIV). Die Bewilligung wird zunächst für bis zu sechs Jahre befristet (Art. 7 Abs. 5 MIV).

¹³⁹ Die bisherigen Regelungen im Bereich der AMLD sowie der StrafRL 2018/1673/EU fokussierten allgemein auf „virtuelle Währungen“ und bloß vereinzelt auf DLT-basierte Geschäftsmodelle (z. B. „Wallet-Lösungen“).

Die zuständige nationale Aufsichtsbehörde kann Betreibern einer Marktinfrastuktur auf Antrag zudem **Ausnahmen** von bestehenden, an sich zwingenden Organisations- und Verhaltenspflichten der CSDR oder MiFIR gewähren, wenn dies im Einzelfall zur Förderung des geplanten Geschäftsmodells erforderlich und mit den Interessen des Anlegerschutzes vereinbar ist (vgl. z. B. Art. 4 Abs. 2, 3 oder 5 Abs. 3 ff. MIV). Nicht abdingbar sind aber die zwingenden Vorgaben der MAR (VO 596/2014).

Das neue DLT-Pilotregime ist zunächst auf **bestimmte Finanzinstrumente beschränkt**, konkret Aktien, Anleihen und Anteilsscheine von UCITS/OGAW. Dies unter der Voraussetzung, dass sie über einen DLT-basiertes System emittiert, übertragen und gespeichert werden (Art. 2 Nr. 11 MIV).

Zudem zieht die MIV eine **Marktkapitalisierungsgrenze** von

- max € 500 Mio. für Aktien,
- max € 1 Mrd. für Anleihen und
- max € 500 Mio. für UCITS/OGAW-Anteilsscheine ein (Art. 3 Abs. 1 und 2 MIV),

wobei dieser Schwellenwert pro emittiertem Finanzinstrument gilt.¹⁴⁰

Insgesamt darf der **Gesamtwert** der DLTFinanzinstrumente, die auf einer DLT-Marktinfrastuktur gehandelt und/oder abgewickelt werden, die **Grenze von sechs Milliarden Euro nicht überschreiten** (Art. 3 Abs. 2 MIV).¹⁴¹ Der Betreiber ist – bezogen auf die Gesamtkapitalisierung der durchschnittlich pro Monat gehandelten Finanzinstrumente – verpflichtet, der Aufsichtsbehörde monatlich einen Bericht über die gehandelten bzw. verbuchten Instrumente zu übermitteln (Art. 3 Abs. 5 MIV).

Hervorzuheben ist, dass der **Anwendungsbereich** der neuen Verordnung, wohl auch aus Vorsichtsgründen, eng gehalten wurde. Der Gesetzgeber will zunächst Erfahrungen sammeln und dann weitere passende Regulierungsmaßnahmen in Erwägungen ziehen. Marktbetreiber, die das Pilotregime in Anspruch nehmen wollen, sollen nicht zu rasch wachsen bzw. „zu groß und zu mächtig“ werden. Die zuständige Aufsichtsbehörde soll das DLT-basierte Geschäftsmodell, va die Zahl der gehandelten Finanzinstrumente, verstehen und effektiv beaufsichtigen können. Das erklärt, warum der Gesetzgeber etwa den Kreis der zugelassenen Finanzinstrumente sehr eng abgesteckt und andere Tokenarten, die keine Finanzinstrumente darstellen, noch nicht in das Pilotregime integriert hat.

¹⁴⁰ Unternehmensanleihen, die von Emittenten emittiert wurden, deren Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt ihrer Emission 200 Mio. EUR nicht überstieg, sind von der Berechnung des Schwellenwerts ausgenommen.

¹⁴¹ Würde die Zulassung eines zusätzlichen Instruments zum Handel oder die erste Verbuchung eines neuen DLT-Finanzinstruments dazu führen, dass der Gesamtmarktwert von 6 Mrd. EUR erreicht oder überschritten wird, darf die DLT-Marktinfrastuktur das DLT-Finanzinstrument nicht für den Handel zulassen oder es verbuchen.

Bislang wurde gezeigt, dass das DLT-Pilotregime gem MIF **primär an bestehende Wertpapierfirmen, Marktbetreiber und Zentralverwahrer adressiert** ist. Die Verordnung ermöglicht aber auch **neuen Marktteilnehmern**, die bislang nicht der MiFID II oder der CSDR unterliegen (**Start-Ups**), d. h. etwa bislang nicht als Wertpapierfirma oder Marktbetreiber zugelassen waren, dennoch eine **zeitlich befristete Genehmigung** für den Betrieb einer DLT-MTF oder eines DLT-SS¹⁴² (nicht aber auch anderer Wertpapierdienstleistungen) zu beantragen (vgl. z. B. Art. 8 Abs. 2 oder 9 Abs. 2 MIF).

Für die Aufsichtsbehörde bedeutet dies, dass der Zulassungsantrag nicht nach jenen Anforderungen zu beurteilen ist, die an bereits am Markt operierende Finanzintermediäre zu stellen sind, sondern nach jenen Standards, die für den Betrieb einer DLTMarktinfrastuktur in der VO 2022/858 vorgesehen sind.

3.5 Abgrenzung zu MiCAR

MiCAR unterscheidet sich vom DLT-Pilotregime in Bezug auf ihren **Anwendungsbereich**. Während das DLT-Pilotregime für ausgewählte DLT-Finanzinstrumente i. S. d. Nomenklatur nach MiFID II gilt, soll **MiCAR** einen Aufsichtsrahmen für **andere KryptoAssets** schaffen, die keine Finanzinstrumente gemäß der angesprochenen Richtlinie darstellen (z. B. virtuelle Währungen).

4 Lex lata: Krypto-Dienstleister und Verhaltenspflichten, am Beispiel Österreichs

Krypto-Dienstleister haben nach entsprechender Registrierung bereits nach geltendem Recht bestimmte Verhaltenspflichten zu erfüllen. Nachfolgend ist auf die wesentlichsten dieser Verhaltenspflichten einzugehen.

4.1 Registrierungspflicht

Nach der AMLD unterliegen bestimmte Krypto-Dienstleister den einschlägigen Sorgfaltspflichten (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 3 Bst h und i AMLD); dabei sind sie von der zuständigen Aufsichtsbehörde zu überwachen.

Österreich hat die unionsrechtlichen Anforderungen der AMLD an die Beaufsichtigung von Dienstleistern in Bezug auf virtuelle Währungen¹⁴³ in §§ 32a und

¹⁴² Bzw. als Kombinationslösung in Form einer DLT-TSS.

¹⁴³ Vgl. Art. 1 Nr. 29 RL 2018/843, womit Art. 47 Abs. 1 RL 2015/849 geändert wird.

32b FM-GwG umgesetzt. Die gegenständlichen Vorschriften sehen eine **Verpflichtung zur Registrierung** für Dienstleister in Bezug auf virtuelle Währungen i. S. d. § 2 Z 22 FM-GwG bei der FMA vor.¹⁴⁴ Die für den Anwendungsbereich der ggst Vorschriften kritische Definition des Begriffs „virtuelle Währungen“ ist in § 2 Z 21 FM-GWG enthalten, der wiederum wortidentisch Art. 3 Z 18 RL 2015/849 i d F RL 2018/843 in der deutschen Fassung übernimmt.¹⁴⁵ Im Ergebnis liegt damit eine RL-nahe Umsetzung der 4. GeldwäscheRL vor. Auf eine darüber hinausgehende aufsichtsrechtliche Regulierung von Kryptodienstleistungen, wie etwa die Einführung neuer Konzessionstatbestände, wie dies z. B. in Deutschland geschehen ist,¹⁴⁶ wurde hingegen (vorerst) verzichtet.

Im Hinblick auf die gegenständliche Themenstellung ist sohin zunächst zu prüfen, ob ein bestimmter Coin bzw. Token im Hinblick auf dessen Ausgestaltung im Einzelnen als virtuelle Währung i. S. d. § 2 Z 22 FM-GWG gilt (siehe Pkt 1.2.3.; vgl. auch die beispielhafte Analyse unter 2.). Beabsichtigt nun ein Dienstleister in Bezug auf virtuelle Währungen (§ 2 Z 22 FM-GWG) im Inland tätig zu werden oder vom Inland aus seine Tätigkeiten anzubieten, so hat er nach § 32a Abs. 1 FM-GwG **zuvor** bei der FMA eine **Registrierung zu beantragen**, wobei dem Antrag die in Z 1 bis 5 *par cit* genannten Angaben und Unterlagen anzuschließen sind.

Von zentraler Bedeutung ist dabei die nach § 32a Abs. 1 Z 4 FM-GwG vorzulegende Beschreibung des internen Kontrollsystems, das der Antragsteller einzuführen beabsichtigt, sowie eine Beschreibung der geplanten Strategien und Verfahren, um die Anforderungen des FM-GwG und der Geldwäsche-VO 2015/847 zu erfüllen. Damit angesprochen sind die Anforderungen nach §§ 23 f. FM-GwG an die interne Unternehmensorganisation („**interne Governance**“) des Verpflichteten auf Unternehmens- bzw. Gruppenebene im Hinblick auf die Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung.

Verfügt die FMA aufgrund der vorzulegenden Angaben und Unterlagen über **konkrete Anhaltspunkte**, dass die Anforderungen des FM-GwG nicht erfüllt werden können oder hat die FMA Zweifel an der **persönlichen Zuverlässigkeit** des oder der Geschäftsleiter, der natürlichen Person, die eine qualifizierte Beteiligung hält oder der natürlichen Person, die beabsichtigt, als Dienstleister gemäß § 2 Z 22 FM-GwG tätig zu werden, hat sie die **Registrierung nicht vorzunehmen** (§ 32a Abs. 1 FM-GwG).

¹⁴⁴Vgl. *Farahmandnia*, Verhinderung der Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung, in Piska/Völkel (Hrsg.), *Blockchain rules* (2019) 203.

¹⁴⁵Siehe dazu eingehend *Völkel*, Zum Begriff „virtuelle Währung“, ZFR 2019, 346.

¹⁴⁶Vgl. z. B. *El-Ghazi/Laustetter*, Das Gesetz zur Verbesserung der strafrechtlichen Bekämpfung der Geldwäsche – Ein Überblick über die wichtigsten Änderungen beim Straftatbestand des § 261 StGB und bei der selbständigen Einziehung nach § 76 a Abs. 4 StGB, NZWiSt 2021, 209; allgemein zur Thematik *Freygner*, Die Novellierung des Geldwäschereitbestandes nach § 165 StGB und damit verbundene Herausforderungen für Finanzdienstleister, insbesondere Banken (2021).

Zur Interpretation der Anforderungen an die persönliche Zuverlässigkeit ist nach einer rezenten E des BVwG die verwandte Rsp des VwGH zum BWG und vergleichbaren Bereichen heranzuziehen.¹⁴⁷ Der VwGH versteht unter persönlicher Zuverlässigkeit i. S. d. § 5 Abs. 1 Z 8 BWG eine bestimmte (positive) „Geisteshaltung und Sinnesart“.¹⁴⁸ Zu beachten ist allerdings, dass im FW-GwG, anders als nach § 5 Abs. 1 Z 8 BWG, *expressis verbis* keine Anforderungen an die fachliche Eignung (Kenntnisse und Erfahrungen) eines Geschäftsleiters gestellt werden.

Die FMA hat registrierte Unternehmen nach § 32a Abs. 4 FM-GwG auf ihrer Website zu **veröffentlichen** und die zu veröffentlichenden Angaben laufend aktuell zu halten.¹⁴⁹ Nach § 32b FM-GwG hat die FMA die Tätigkeit von Dienstleistern gemäß § 2 Z 22 ohne Registrierung gemäß § 32a Abs. 1 FM-GwG **zu untersagen**. Während sich wegen der kursorischen gesetzlichen Regelung des Registrierungsverfahrens eine Reihe von Unklarheiten im Hinblick auf verfahrensrechtliche Themenstellungen ergeben,¹⁵⁰ bleibt festzuhalten, dass ein Tätigwerden als Dienstleister gemäß § 2 Z 22 ohne vorangehende Registrierung nach § 32a Abs. 1 FM-GwG der Systematik des Gesetzes folgend – schließlich hat die FMA nach § 32b.

FM-GwG die Tätigkeit von Dienstleistern gemäß § 2 Z 22 ohne Registrierung gemäß § 32a Abs. 1 FM-GwG zu untersagen – als **unzulässig** anzusehen ist.¹⁵¹

Sinn und Zweck der Registrierung nach § 32a FM-GwG ist es, ein regulatorisches **Level-Playing-Field** zwischen den klassischen Finanzmarktintermediären und den (neuen) Dienstleistern in Bezug auf virtuelle Währungen herzustellen, indem die letztgenannten in den Kreis der Normadressaten der aufsichtsrechtlichen Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung miteinbezogen werden.¹⁵²

Hingegen werden durch § 32a FM-GwG keine eigenständigen Konzessionstatbestände geschaffen. Die Frage, ob bzw. welche Berechtigungen allenfalls (insb)

¹⁴⁷ BVwG 29. 6. 2021, W148 2235101-1/19E.

¹⁴⁸ Vgl. *Siegl*, § 5 BWG Rz 63 in Dellinger (Hrsg), BWG-Kommentar (Stand 10. EL 2021).

¹⁴⁹ Derzeit (Stand 15.05.2023) sind 20 Rechtsträger als Dienstleister in Bezug auf virtuelle Währungen im Register der FMA eingetragen: <<https://www.fma.gv.at/unternehmensdatenbank-suche/>>, gesehen am 15.05.2023.

¹⁵⁰ Siehe *Wolfbauer*, Ausgewählte Fragen zur Registrierung von Dienstleistern in Bezug auf virtuelle Währungen, ZFR 2021, 545.

¹⁵¹ Sofern eine Registrierungspflicht dem Grunde nach besteht: Siehe FN 153.

¹⁵² Vgl. § 25 Abs. 1 Z 4 FM-GwG: Die FMA hat die Einhaltung der Vorschriften dieses Bundesgesetzes und der VO 2015/847 durch (Z 1) Kreditinstitute gemäß § 2 Z 1, (Z 2) Finanzinstitute gemäß § 2 Z 2 lit a, die einer Kreditinstitutsgruppe gemäß § 30 BWG oder einer von der FMA gemäß § 197 Abs. 1 VAG 2016 zu beaufsichtigenden Gruppe angehören, (Z 3) Finanzinstitute gemäß § 2 Z 2 lit b bis h und (Z 4) Dienstleister gemäß § 2 Z 22 mit **dem Ziel zu überwachen, die Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung zu verhindern**. Beabsichtigen Unternehmen, die im Hinblick auf ihre Konzession bereits der Geldwäsche-Aufsicht der FMA unterliegen, sich zusätzlich als Dienstleister gemäß § 2 Z 22 FM-GwG zu betätigen, so sprechen vor diesem Hintergrund teleologische Argumente gegen eine Registrierungspflicht nach § 32a FM-GwG.

auf Grundlage der GewO oder der finanzmarktaufsichtsrechtlichen Materiengesetzen erforderlich sind, ist jeweils im Einzelnen anhand der konkreten Ausgestaltung des Coins bzw. Tokens bzw. des Geschäftsmodells des Dienstleisters zu überprüfen.¹⁵³ Vgl. im Übrigen das zu 1.3. („Kein neues Recht“) und 1.4. („Technologie-neutralität“) Gesagte.

4.2 Prospektpflicht (iWSt)

Abhängig von der Ausgestaltung eines Coins bzw. Tokens bzw. der jeweiligen Ausgabebedingungen kann deren Emission zu einer Prospektpflicht (iWSt) führen, wobei hier insb an „Anlage-Assets“ (siehe Abschn. 2.2.5) zu denken ist. Da eine rechtliche Systematisierung bzw. Kodifizierung spezifischer Arten von Coins bzw. Token im Hinblick auf die einschlägigen Materiengesetze bislang nicht erfolgt ist, hat auch hier jeweils eine Einzelfallprüfung bezogen auf das jeweilige Instrument vor dem Hintergrund der gesetzlichen Anforderungen zu erfolgen.

Die **ProspektVO**¹⁵⁴ regelt die Anforderungen an die Erstellung, Billigung und Verbreitung eines Prospekts, der beim **öffentlichen Angebot von Wertpapieren** oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zu veröffentlichen ist (Art. 1 Abs. 1 Prospekt-VO).¹⁵⁵ Erfasst werden somit Coins und Token, die als übertragbare Wertpapiere i. S. v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten i. S. v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 MiFID II mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten (Art. 2 lit a Prospekt-VO) zu qualifizieren sind („tokenisierte Wertpapiere“).¹⁵⁶ Die ProspektVO normiert eine Reihe von Ausnahmen von der Prospektpflicht.

Im gegenständlichen Zusammenhang von praktischer Relevanz erscheint dabei vor allem die in **§ 12 Abs. 2 KMG 2019**¹⁵⁷ normierte Prospektausnahme für

¹⁵³ Piska/Tyrybon/Wackenheim, Digitale Assets im Lichte der Kompetenzverteilung in Piska/Völkel (Hrsg), Blockchain rules (2019) 47 ff.; Schopper/Raschner, Privat- und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Krypto-Banking, ÖBA 2022, 262. Vgl. zum Ganzen detailliert: WKO, Leitfaden zu Krypto-Assets, 05.07.2021, verfügbar unter: <<https://www.wko.at/branchen/information consulting/finanzdienstleister/leitfaden-krypto-assets.pdf>> [15.05.2023]; siehe dazu auch die seitens der FMA im Wege des „Fintech Navigators“ zur Verfügung gestellten Informationen: <<https://www.fma.gv.at/kontaktstelle-fintech-sandbox/fintechnavigator/licensing/>> [15.05.2023].

¹⁵⁴ VO 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.06.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, ABI (EU) 2017 L 168, 12.

¹⁵⁵ Siehe Wilfing, Ausgewählte rechtliche Aspekte der neuen EU-Prospektverordnung, ZFR 2018, 172.

¹⁵⁶ Marek, Ausgabe digitaler Assets im Kapitalmarktrecht in Piska/Völkel (Hrsg), Blockchain rules (2019) 214 ff.

¹⁵⁷ Zum Zusammenspiel zwischen der ProspektVO und dem KMG 2019 vgl. Zivny, Wesentliche Aspekte des neuen KMG 2019, ZFR 2019, 241.

Angebote von Wertpapieren im EWR in einem Gesamtgegenwert von weniger als EUR 2 Mio. Dazu ist wiederum festzuhalten, dass derartige Angebote in Ö grundsätzlich den Vorschriften des **AltFG**¹⁵⁸ unterliegen (§ 1 Abs. 1 AltFG).¹⁵⁹ Demnach haben Emittenten bei öffentlichen Angeboten, die dazu führen können, dass der Gesamtgegenwert der ausgegebenen Wertpapiere innerhalb von zwölf Monaten EUR 250.000 übersteigt, ein spezifisches **Informationsblatt** zu erstellen (§ 4 Abs. 1 Z 1 AltFG).¹⁶⁰

Darüber hinaus unterwirft der ö Gesetzgeber auch **Veranlagungen** i. S. d. § 1 Abs. 1 Z 3 KMG 2019 der Prospektpflicht („**Veranlagungsprospekt**“): Es handelt sich dabei um Vermögensrechte, über die keine Wertpapiere ausgegeben werden, wobei die Verwaltung aus der direkten oder indirekten Investition von Kapital nicht durch den Anleger selbst erfolgt.¹⁶¹ § 3 Abs. 1 Z 3 KMG 2019 enthält eine mit § 12 Abs. 3 KMG 2019 vergleichbare Ausnahme von der Prospektpflicht; auch hier kommt das AltFG zur Anwendung (vgl. § 1 Abs. 1 AltFG).

4.3 Abgrenzung zum AIFM-Regime und der SchwarmfinanzierungsVO

Im Hinblick auf die nahezu uferlose Weite des AIF-Begriffs sind an dieser Stelle Überlegungen zur Abgrenzung vom **Anwendungsbereich des AIFM-Regimes** anzustellen. Nach § 2 Abs. 1 Z 1 AIFMG gilt als „AIF“ jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der (lit a) von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar der operativen Tätigkeit dient, und (lit b) keine Genehmigung gemäß Art. 5 OGAW-RL 2009/65 benötigt. Demnach handelt es sich um Vehikel, die Kapital von einer Mehrzahl an Anlegern (mindestens zwei) aufbringen;¹⁶² deren Verwaltung hat nicht zwingend risikogestreut zu erfolgen, doch muss eine bestimmte Anlagestrategie vereinbart werden, die den Handlungsspielraum des

¹⁵⁸ Bundesgesetz über alternative Finanzierungsformen (Alternativfinanzierungsgesetz – AltFG), BGBl I 2015/114 idF BGBl I 2021/225.

¹⁵⁹ Der Emittent kann jedoch freiwillig ein Prospekt erstellen. *Marek*, Ausgabe digitaler Assets 220 f.

¹⁶⁰ Das Informationsblatt hat bestimmte Informationen über den Emittenten, das geplante Projekt, die Bedingungen der Kapitalbeschaffung, besondere Risikofaktoren und Informationen über das Angebot der Wertpapiere zu enthalten. *Marek*, Ausgabe digitaler Assets 221.

¹⁶¹ *Marek*, Ausgabe digitaler Assets 222 f. Nach *Marek* entspricht die Repräsentation von Vermögenswerten in Token der Ausstellung von Wertpapieren über diese Vermögensrechte (Verbriefung), weshalb „tokenisierte Wertpapiere“ nicht unter den Begriff der Veranlagungen i. S. d. KMG 2019 fallen.

¹⁶² *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 20 Rz 23.

Fondsmanagements beschränkt.¹⁶³ Das Fehlen dieses Kriteriums wird für die Anbieter von Anlage-Assets oftmals einen Ausweg von der Anwendung des AIFM-Regimes bieten. Ebenso wenig liegt ein AIF vor, wenn das eingesammelte Kapital einer unmittelbar operativen Tätigkeit dient,¹⁶⁴ wobei hier vor allem an bestimmte „Utility Token“ zu denken ist.

Art. 2 Abs. 1 lit a **SchwarmfinanzierungsVO**¹⁶⁵ definiert als „Schwarmfinanzierungsdienstleistung“ die Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen von Anlegern und Projektträgern mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform, durch (i) die Vermittlung von Krediten oder (ii) die Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung im Sinne des Anhangs I Abschnitt A Z 7 RL 2014/65/EU – von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten, die von Projektträgern oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden, sowie die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen im Sinne von Z 1 jenes Abschnitts in Bezug auf diese übertragbaren Wertpapiere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumente. Es handelt sich demnach um **bestimmte Dienstleistungen im Hinblick auf die Platzierung von Finanzierungen**.¹⁶⁶ Als wesentliche Charakteristika des Regulativs hervorzuheben sind eine Zulassungspflicht für Schwarmfinanzierungsdienstleister (Art. 12)¹⁶⁷ und die Vorschriften betreffend die Zurverfügungstellung eines Anlagebasisinformationsblatts für jedes Schwarmfinanzierungsangebot an potenzielle Anleger (Art. 23); zuständige nationale Aufsichtsbehörde ist die FMA.¹⁶⁸

5 Resümee

Noch besteht **kein harmonisiertes Marktzugangs- bzw. Marktordnungsrecht** für Krypto-Dienstleister. Die EU-Mitgliedstaaten haben auf das Phänomen der dezentral agierenden Dienstleister und ihre Geschäftsmodelle unterschiedlich reagiert; derzeit machen die Geschäftsmodelle der einzelnen Dienstleister noch an den nationalen Grenzen halt.

¹⁶³ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 33.

¹⁶⁴ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² § 20 Rz 36.

¹⁶⁵ VO 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen, ABl (EU) 2020 L 347, 1. S dazu Marek/Völkel, Die neue EU-Verordnung für Crowdfunding-Dienstleister, RdW 2021, 91.

¹⁶⁶ Vgl. in diesem Zusammenhang ErwG 15 SchwarmfinanzierungsVO: „Die Ausgaben neuer virtueller Krypto-Token haben das Potenzial, KMU, innovative neugegründete Unternehmen und expandierende Unternehmen zu finanzieren, und können den Technologietransfer beschleunigen, doch unterscheiden sich ihre Merkmale erheblich von den in dieser Verordnung geregelten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen“ [Hervorhebungen durch den Verfasser].

¹⁶⁷ Zugelassene Dienstleister sind in ein von ESMA geführtes Verzeichnis einzutragen, das (aktualisiert) auf ihrer Internetseite öffentlich zur Verfügung gestellt werden muss: Art. 14.

¹⁶⁸ § 2 Schwarmfinanzierung-VollzugsG, BGBl I 2021/225.

Erst durch MiCAR bzw. MIV besteht das Potenzial, die zersplitterte Krypto-Regulierungslandschaft zu vereinheitlichen. Wie in anderen Politikbereichen auch ist davon auszugehen, dass in weiterer Folge die Schweiz die europäischen Vorgaben für Krypto-Dienstleister zumindest partiell und modifiziert in das nationale Recht übernehmen wird, wie dies etwa im Datenschutz- und Wertpapierdienstleistungssektor im Interesse der Marktgleichheit erfolgt ist.

Positiv hervorzuheben ist schließlich, dass die bislang regulatorisch konsentierten einheitlichen aufsichtsbehördlichen Kriterien zur Beurteilung dezentraler Geschäftsmodelle auch im Anwendungsbereich der MiCAR weiter fortgeschrieben werden – das schafft Rechts- und Planungssicherheit.

Letztlich liegt es am Europäischen Gesetzgeber, bestehende Lücken rasch zu füllen¹⁶⁹ und gegebenenfalls einzelne offene Problemfelder im Sinne des Anlegerschutzes zu klären: So fallen die gegenständlichen interessierenden Tokenarten nicht notwendig unter das Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsregime der EU. Investoren handeln auf eigenes Risiko. Gegebenenfalls könnte zu überlegen sein, langfristig nach dem Vorbild des EU-Abwicklungsfonds für Banken auch einen entsprechenden EU-Kryptosicherungsfonds aufzubauen, der durch Mitgliedsbeiträge der registrierten Krypto-Dienstleister finanziert wird.

¹⁶⁹Vgl. die aktuelle Studie des Europäischen Parlaments/ECON (Hrsg.), *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA* (2023).

Open Access Dieses Kapitel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht, welche die Nutzung, Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und Wiedergabe in jeglichem Medium und Format erlaubt, sofern Sie den/die ursprünglichen Autor(en) und die Quelle ordnungsgemäß nennen, einen Link zur Creative Commons Lizenz beifügen und angeben, ob Änderungen vorgenommen wurden.

Die in diesem Kapitel enthaltenen Bilder und sonstiges Drittmaterial unterliegen ebenfalls der genannten Creative Commons Lizenz, sofern sich aus der Abbildungslegende nichts anderes ergibt. Sofern das betreffende Material nicht unter der genannten Creative Commons Lizenz steht und die betreffende Handlung nicht nach gesetzlichen Vorschriften erlaubt ist, ist für die oben aufgeführten Weiterverwendungen des Materials die Einwilligung des jeweiligen Rechteinhabers einzuholen.

