



EuZ
ZEITSCHRIFT FÜR EUROPARECHT

AUSGABE:
04 | 2023

LEITARTIKEL:

**Simone Tobler
MiCAR – Höhenflug oder
unsanfte Landung für
Schweizer Krypto-Anbieter?**

MiCAR – Höhenflug oder unsanfte Landung für Schweizer Krypto-Anbieter?

Simone Tobler*

Inhalt

A.	Einleitung	E 2
B.	Übersicht Krypto-Regulierungen	E 3
I.	In der Schweiz	E 3
II.	In der EU	E 4
1.	Strategie für ein digitales Finanzwesen	E 4
2.	DLT-Pilotregelung	E 6
3.	DORA	E 7
4.	MiCAR	E 8
5.	Würdigung	E 10
C.	Ausgewählte Aspekte der MiCAR	E 11
I.	Sachlicher Geltungsbereich	E 11
1.	Token-Qualifikation	E 11
a)	Allgemeines	E 11
b)	Abgrenzung zu anderen Formen von Token	E 13
c)	Abgrenzung von NFTs	E 16
d)	Vergleich mit der Token-Qualifikation in der Schweiz	E 16
2.	Regulierte Tätigkeiten und Dienstleistungen	E 17
3.	Würdigung	E 18
II.	Räumlich-persönlicher Geltungsbereich und Drittstaatenregelung	E 19
1.	Im Allgemeinen	E 19
2.	In der MiCAR	E 21
3.	Würdigung	E 24
III.	Bewilligungspflichten	E 25
1.	Allgemeines	E 25
2.	Emission von E-Geld-Token	E 25
3.	Emission wertreferenzierter Token	E 26
4.	Emission von allgemeinen Token	E 27

* Simone Tobler, lic. iur., Advokatin, LL.M, ist als Senior Supervision Specialist bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA tätig. Die Autorin vertritt hier ausschliesslich ihre eigene Meinung und bindet die FINMA nicht. Dieser Beitrag gibt den Stand per 10. April 2023 wieder. Die Autorin dankt Prof. Dr. Rolf H. Weber für die kritische Durchsicht und wertvollen Hinweise.

5.	Krypto-Dienstleister	E 28
6.	Würdigung	E 29
IV.	Aufsichtszuständigkeit	E 31
V.	Verhaltens- und Organisationspflichten	E 32
1.	Widerrufsrecht	E 32
2.	Whitepaper	E 32
3.	Allgemeine Treuepflicht	E 34
4.	Rücktauschrecht	E 34
5.	Beschwerdemanagement	E 35
6.	Nachhaltigkeit	E 36
7.	Würdigung	E 36
VI.	Kapitalanforderungen	E 37
1.	Allgemeines	E 37
2.	Eigenmittel	E 38
3.	Reservevermögen	E 39
4.	Verwahrstellen	E 40
5.	Würdigung	E 41
VII.	Haftung der Verwahrstellen und Krypto-Verwahrer	E 42
VIII.	Outsourcing	E 43
D.	Zusammenfassung und Ausblick	E 44

A. Einleitung

Die Schweiz verfügt seit 2021 über ein Gesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register (*Distributed Ledger Technologie*) (sog. DLT-Gesetz¹). Dieses soll bestmögliche Rahmenbedingungen schaffen, damit sich die Schweiz als führender, innovativer und nachhaltiger Standort für Fintech-Unternehmen etablieren und weiterentwickeln kann. Die EU bringt nun ebenfalls ein Paket zur Regulierung der Krypto-Branche auf den Weg. Neben einer DLT-Sandbox für Finanzmarktinfrastrukturen und einer Stärkung der Cyberresilienz plant sie eine Regulierung der Märkte für Kryptowerte (*Markets in Crypto Assets*, MiCA). Damit will sie Lücken in der bestehenden EU-Finanzmarktregulierung schliessen. Dieser Beitrag ordnet die geplante Regulierung der Märkte für Kryptowerte in die bestehende Regulierungslandschaft in der EU und der Schweiz ein. Er beleuchtet einzelne, für Schweizer Krypto-Anbieter in der Praxis besonders relevante Aspekte für die grenzüberschreitende Erbringung von Krypto-Dienstleistungen von der

¹ Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 25. September 2020, BBl 2020, 7801 ff. (zit. DLT-Gesetz), <www.fedlex.admin.ch/eli/oc/2021/33/de>.

Schweiz in die EU. Es geht um Fragen wie: Was sieht dieses Regelwerk für MiCA vor und was bedeutet es für Krypto-Anbieter in der Schweiz? Müssen sie sich nach dem FTX-Debakel auf einen weiteren Krypto-Winter einstellen? Oder ergeben sich für sie vielmehr Wettbewerbsvorteile gegenüber Mitstreitern in der EU? Ist ein Passporting von Krypto-Dienstleistungen in der EU künftig möglich? Können Stablecoins in der EU weiterhin grenzüberschreitend vertrieben werden? Gilt das Reverse Solicitation Prinzip? Müssen Stablecoins 1:1 hinterlegt oder mit Eigenmitteln unterlegt sein? Fallen NFTs unter die geplante Regulierung? Und wie steht es um die Haftung? Ziel ist es, Chancen und Risiken aufzuzeigen, die sich aus der geplanten Regulierung für das Geschäft von Schweizer Krypto-Anbietern ergeben können.

B. Übersicht Krypto-Regulierungen

I. In der Schweiz

Das erwähnte DLT-Gesetz regelt den Umgang mit kryptobasierten Vermögenswerten. Damit sind Vermögenswerte gemeint, „bei denen die Verfügungsmacht ausschliesslich über ein kryptobasiertes Zugangsverfahren vermittelt wird“, wie namentlich Kryptozahlungsmittel.² In der Praxis wird für solche Vermögenswerte der Begriff *Token* (Wertmarke) verwendet.³ Das DLT-Gesetz ist ein Rahmen- oder Mantelgesetz, kein umfassendes DLT-Gesetz. Es wurden damit zehn bestehende Bundesgesetze punktuell angepasst (u.a. das sog. Obligationenrecht⁴ und das Bucheffektengesetz⁵). Das DLT-Gesetz wurde am 25. September 2020 verabschiedet und trat gestaffelt am 1. Februar (u.a. OR) bzw. 1. August 2021 (Rest) in Kraft. Die Anpassungen werden in einer (Mantel-)Verordnung des Bundesrates konkretisiert, die ebenfalls am 1. August 2021

² Vgl. Botschaft des Bundesrats vom 27. November 2019 zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register, BBl 2022, 233 ff., 292; ferner Zellweger-Gutknecht Corinne/Weber Rolf H, Digital Money – Taxonomy and Regulatory Approaches, EuZ, 06/2022, 1 ff. (zit. Zellweger-Gutknecht/Weber), 7 f.

³ Vgl. Securities and Markets Stakeholder Group (sog. SMSG), Advice to ESMA, Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 19. Oktober 2018, ESMA22-106-1338, Fn. 23, 4; Weber Rolf H./Baisch Rainer, DLT-basierte Finanzprodukte, SZW 2021, 683 ff. (zit. Weber/Baisch, DLT), 685.; Weber Rolf H., Haftungsfragen beim Handel von digitalen Vermögenswerten, SJZ 117/2021, 679 ff, 679.

⁴ Obligationenrecht vom 30. März 1911 (OR, SR 220).

⁵ Bucheffektengesetz vom 3. Oktober 2008 (BEG, SR 957.1).

in Kraft trat (sog. *DLT-Verordnung*⁶).⁷ (Haupt-)Ziel des DLT-Gesetzes ist es, optimale, innovationsfreundliche Rahmenbedingungen für Anwendungen zu schaffen, die auf der Distributed Ledger Technologie (inkl. Blockchain) beruhen.⁸

Das DLT-Gesetz beinhaltet diverse Neuerungen, etwa:

- Schaffung von Registerwertrechten als neue entmaterialisierte Form von Wertpapieren ohne Zentralverwahrung (sog. *DLT-Effekten*)
- Recht auf Aussonderung von Kryptowerten im Konkurs des Verwahrers
- Möglichkeit zur Schaffung von Handelsplattformen für DLT-Effekten
- Ausdehnung des sog. Finanzdienstleistungsgesetzes⁹ auf DLT-Effekten.¹⁰

Neben regulatorischen Vorgaben enthält das DLT-Gesetz auch privatrechtliche Regelungen. Z.B. werden im OR die Wirkungen und Übertragungsmöglichkeiten der Registerwertrechte näher definiert.

II. In der EU

1. Strategie für ein digitales Finanzwesen

Der Vorschlag der EU-Kommission für eine *Verordnung über Märkte für Kryptowerte* vom 24. September 2020 (sog. *Kommissionsvorschlag*¹¹) ist Teil eines umfassenden Pakets zur Digitalisierung des Finanzsektors in der EU. Dieses Paket ist darauf ausgerichtet, Innovation und die Einführung neuer Finanz-

⁶ Verordnung vom 18. Juni 2021 zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register, AS 2021, 400 ff., <www.fedlex.admin.ch/eli/oc/2021/400/de>.

⁷ Vgl. Medienmitteilung des Bundesrats vom 18. Juni 2021, Der Bundesrat setzt DLT-Gesetz vollständig in Kraft und erlässt Verordnung; Erläuterungsbericht zur DLT-Verordnung des Eidg. Finanzdepartements (EFD) vom 18. Juni 2021; Ergebnisbericht zum Vernehmlassungsverfahren zur DLT-Verordnung des EFD vom 18. Juni 2021.

⁸ Einzelheiten siehe BBl 2002, 239 f.

⁹ Finanzdienstleistungsgesetz vom 15. Juni 2018 (FIDLEG, SR 950.1).

¹⁰ Vgl. Weber Rolf H., Internationale Regulierungsansätze im Kryptouniversum, Überblick über die aufsichts- und privatrechtlichen Regulierungen eines neuen technologischen Umfelds, Expert Fokus, Oktober 2022, 450 ff. (zit. Weber, Regulierungsansätze), 451; Weber, Rolf H., Open Finance and Decentralized Finance – Entwicklungen in einem disruptiven Finanzmarktumfeld, SZW 1/2022, 3 ff., 7.

¹¹ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937 vom 24. September 2020, COM/2020/593 final, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593>> (zit. Kommissionsvorschlag).

technologien zu fördern und soll einen angemessenen Verbraucher- und Anlegerschutz gewährleisten. Es beruht auf einer im September 2020 von der EU Kommission publizierten Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU (sog. *Digital Finance Strategy*)¹². Die Digital Finance Strategy baut unter anderem auf dem FinTech-Aktionsplan der EU von 2018 und einer diesem vorausgegangenen öffentlichen Konsultation mit dem Titel „FinTech: A more competitive and innovative European financial sector“ im 2017 auf. In ihrer Digital Finance Strategy definierte die Kommission vier Prioritäten. Eine dieser Prioritäten sind „Erleichterungen digitaler Innovation im Interesse von Verbrauchern und Markteffizienz“. Als Schlüsselmaßnahmen zur Umsetzung dieser Priorität unterbreitete die Kommission einen Verordnungsvorschlag für eine sog. *DLT-Pilotregelung*¹³, eine Verordnung über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors (sog. *Digital Operational Resilience Act, DORA*)¹⁴ sowie den erwähnten *Kommissionsvorschlag* zur Regulierung der Märkte in Kryptowerten.¹⁵ Mit diesem *Kommissionsvorschlag* folgte die EU Kommission einer Empfehlung¹⁶ der *Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde*

¹² Mitteilung der EU Kommission vom 24. September 2020 über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU, COM (2020) 591 final.

¹³ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen vom 24. September 2020, COM/2020/594 final.

¹⁴ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 vom 24. September 2020, COM/2020/595 final.

¹⁵ Vgl. Kommissionsvorschlag, 3; Weber Rolf H./Baisch Rainer, Entwicklungen im europäischen Finanzmarktrecht, „Digital Finance Package“, „Brexit means Brexit“, und Corona-Reaktionen, in: Epiney Astrid/ Zlatescu Petru Emanuel (Hrsg.), Schweizerisches Jahrbuch für Europarecht 2020/2021, Zürich/Basel/Genf 2021, 221 ff. (zit. Weber/Baisch, Digital Finance Package), 227.

¹⁶ Vgl. ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9. Januar 2019, ESMA50-157-1391.

(ESMA) zur Schaffung einer Level-1-Regulierung für Kryptowerte, die weder als Finanzinstrument noch als *Electronic Money* gelten und somit weder durch die sog. MiFID II¹⁷ noch die sog. E-Geld-Richtlinie¹⁸ erfasst sind.¹⁹

Diese in der Digital Finance Strategy enthaltenen Massnahmen stehen in zeitlichem und inhaltlichem Kontext zu weiteren (Legislativ-)Massnahmen im Fintech-Bereich, namentlich im Geldwäschereibereich (z.B. Vorschlag zur Ausdehnung der *Travel Rule* in der bestehenden Geldtransferverordnung²⁰ auf Kryptowerte).²¹ Auf diese weiteren Massnahmen wird in vorliegendem Beitrag nicht näher eingegangen.²²

2. DLT-Pilotregelung

Die DLT-Pilotregelung²³ sieht für Marktinfrastrukturen (d.h. für multilaterale Handelssysteme, Abwicklungssysteme und Handels- und Abwicklungssysteme, die Geschäfte mit digitalisierten Finanzinstrumenten (i.S.d. MiFID II) ausführen) eine Befreiung von bestehenden EU-Finanzmarktvorschriften vor. Dieser bewilligungsfreie Raum (*Sandbox*) soll Personen, die ansonsten für ihre

¹⁷ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl L 173 vom 2. Juni 2014, 349 ff.

¹⁸ Richtlinie 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, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG, ABl L 267 vom 10. Oktober 2009, 7 ff.

¹⁹ Im Rahmen des FinTech-Aktionsplans hatte die Kommission den Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) ein Mandat zur Bewertung erteilt, inwieweit der bestehende EU-Regulierungsrahmen für Finanzdienstleistungen auf Kryptowerte Anwendung finden kann und er dafür geeignet ist. Die diesbezüglichen Empfehlungen von EBA und ESMA dienten der Kommission als Grundlage für ihren Vorschlag für eine Verordnung über die Märkte in Kryptowerten (vgl. Kommissionsvorschlag, 3; Weber/Baisch, Digital Finance Package, 227).

²⁰ Verordnung (EU) 2015/847 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers und zur Aufhebung der Verordnung (EU) Nr. 1781/2006, ABl L 141 vom 5. Juni 2015, 1 ff.

²¹ Vgl. Pressemitteilung 638/22 des Rats der EU vom 29. Juni 2022; Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers und Transfers bestimmter Kryptowerte (Neufassung) vom 20. Juli 2021, COM/2021/422 final.

²² Weiterführende Hinweise siehe etwa Jutzi Thomas/Abbühl Andri, Die Fintech-Massnahmen der EU und das „Finanzinstrument“, EuZ, 09/2022, K. 1 ff. (zit. Jutzi/Abbühl), K4.

²³ Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU, ABl L 151 vom 2. Juni 2022, 1 ff.

Tätigkeit eine Bewilligung (i.S.d. sog. MiFIR)²⁴ benötigen würden, den Markteintritt erleichtern, und der EU Erkenntnisse für eine allfällige spätere umfassende Anpassung des Rechtsrahmens liefern. In der Schweiz wurde eine Sandbox bereits vor dem DLT-Gesetz eingeführt, allerdings nur für sog. *Fin-techs* (d.h. Personen, die Publikumseinlagen bis zu 1 Mio. Schweizer Franken entgegennehmen und diese weder anlegen oder verzinsen, vgl. Art. 1b Abs. 1 Bst. a des Bankengesetzes²⁵). Für sog. *DLT-Handelssysteme* (i.S.v. Art. 73a ff. des Finanzmarktinfrastukturgesetzes²⁶) wurde ein bewilligungsfreier Raum im Rahmen des DLT-Gesetzes verworfen.²⁷ Die DLT-Pilotregelung wurde am 2. Juni 2022 im Amtsblatt publiziert. Die meisten ihrer Bestimmungen gelten ab 23. März 2023.²⁸

3. DORA

Mit DORA will die EU sicherstellen, dass alle Personen, die am Finanzsystem teilnehmen, die erforderlichen Sicherheitsvorkehrungen treffen, um Cyber Risiken abzumildern. Neben Vorschriften zu Risikomanagementfunktionen und Berichterstattungspflichten über entsprechende Störungen/Vorfälle enthält die DORA insb. Vorschriften zur Prüfung der digitalen Betriebsstabilität, Vorgaben bei Auslagerung digitaler Operationen und beim Zukauf von Leistungen sowie Vorschriften in Bezug auf Drittanbieter, die selbst keine Finanzdienstleister sind, aber kritische digitaler Systeme im Finanzsektor anbieten. (z.B. Cloud-Computing-Dienstleister).²⁹ Das europäische Parlament und der Rat der EU haben die DORA im November 2022 verabschiedet. Sie ist am 17. Januar 2023 in Kraft getreten und bis am 17. Januar 2025 umzusetzen.³⁰

²⁴ Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl L 173, 12 Juni 2014, 84 ff.

²⁵ Bankengesetz vom 8. November 1934 (BankG, SR 952.0).

²⁶ Finanzmarktinfrastukturgesetz vom 19. Juni 2015 (FinfraG, SR 958.1).

²⁷ Vgl. BBl 2022, 252. ferner Erläuterungsbericht zur DLT-Verordnung des Eidg. Finanzdepartements (EFD) vom 18. Juni 2021, 4, 11 f.

²⁸ Einzelheiten zur DLT-Pilotregelung siehe Zellweger-Gutknecht/Weber, 22; Weber/Baisch, Digital Finance Package, 222; Jutzi/Abbühl, K 40 ff.

²⁹ Vgl. <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_20_1684>; Weber/Baisch, Digital Finance Package, 222, 236. Für eine umfassende Übersicht zur Cybersicherheit und Cyber-Resilienz in den Finanzmärkten siehe Weber Rolf H./Yildiz Okan, Cybersicherheit und Cyber-Resilienz in den Finanzmärkten, in Weber Rolf H./Thouvenin Florent (Hrsg), Center for Information Technology and Law - ITSL, Volume 09, Zürich 2022.

³⁰ Verordnung (EU) 2022/2554 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011, ABl L 333 vom 27. Dezember 2022, 1 ff.

4. MiCAR

Am 30. Juni 2022 haben sich der Rat der EU, das europäische Parlament und die EU Kommission informell auf eine Verordnung zu Märkten in Kryptowerten geeinigt (sog. *vorläufige Einigung*³¹). Der finale Kompromisstext³² zu dieser vorläufigen Einigung wurde am 5. Oktober 2022 veröffentlicht (sog. *Kompromisstext* oder MiCAR). Dieser Beitrag beruht auf dem Kompromisstext. Änderungen gegenüber dem Kommissionsvorschlag werden nur punktuell berücksichtigt.

Die MiCAR schafft für den Markt für Kryptowerte erstmals einen einheitlichen Regulierungsrahmen. Dieser Regulierungsrahmen soll die Förderung von Innovationen und die Nutzung des Potenzials von Kryptowerten unter Wahrung der Finanzstabilität und des Anlegerschutzes ermöglichen. Da einige EU-Mitgliedstaaten bereits nationale Rechtsvorschriften für Kryptowerte haben³³, erhofft sich die EU ausserdem mehr Rechtssicherheit.³⁴ Dementsprechend hat sie für die MiCAR das Gefäss der Verordnung anstelle einer Richtlinie gewählt.³⁵

Die MiCAR gliedert sich in neun Titel, die ihrerseits in einzelne Kapitel unterteilt werden. Auf den Allgemeinen Teil (Titel I), der den Anwendungsbereich sowie Begrifflichkeiten definiert, folgen die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Kryptowerte (Titel II: nicht wertreferenzierte Token; Titel III: wertreferenzierte Token; Titel IV: E-Geld-Token), die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Krypto -Dienstleister (Titel V) und Vorschriften zum Verhindern

³¹ Vgl. Pressemitteilung 551/22 des Rats der EU vom 30. Juni 2022.

³² Information Note 13198/22 des EU Rats vom 5. Oktober 2022, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/193 (MiCA) - Letter to the Chair of the European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2020/0265 (COD), <<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-13198-2022-INIT/en/pdf>> (zit. Kompromisstext oder MiCAR).

³³ Vgl. Erw. (71a).

³⁴ Vgl. Pressemitteilung 886/21 des Rats der EU vom 24. November 2021. Einzelheiten zu den mit der MiCAR verfolgten Zielen siehe Kompromissvorschlag, 4; Reiser Nina/Dobbins Miriam, Bewilligungsregime für die Ausgabe, Entgegennahme und Verwahrung privater Kryptozahlungsmittel: Vergleich der Schweizer Regelung mit derjenigen der EU, in: Epiney Astrid/Zlatescu Petru Emanuel (Hrsg), Schweizerisches Jahrbuch für Europarecht 2020/2021, Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. Reiser/Dobbins), 495.

³⁵ Verordnungen sind in den EU-Mitgliedstaaten direkt anwendbar und führen zu einer grösseren Harmonisierung unter den EU-Mitgliedstaaten als Richtlinien. Richtlinien sind für die EU-Mitgliedstaaten lediglich im Ziel verbindlich und belassen ihnen somit mehr Spielraum bei der Umsetzung europäischer Vorgaben ins nationale Recht (sog. *Goldplating*).

von Marktmissbrauch (Titel VI).³⁶ Titel VII-VIII beschäftigen sich mit den Kompetenzen der Aufsichtsbehörden. Titel IX enthält Übergangs- und Schlussvorschriften.³⁷

Die MiCAR ergänzt die bestehende EU-Finanzmarktregulierung. Sie erfasst Personen, die Kryptowerte emittieren (sog. *Emittenten von Kryptowerten*) oder Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowerte erbringen (sog. *Anbieter von Krypto-Dienstleistungen* oder *Krypto-Dienstleister*, (*Cryptoasset Service Providers* oder *CASPs*; Art. 1 Abs. 1 i.V.m. Art. 1 Nr. 6-9). Zu diesen Krypto-Dienstleistungen gehören bspw. der Tausch, die Verwahrung und Verwaltung für Dritte oder der Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte (Art. 1 Abs. 1 i.V.m. Art. 1 Nr. 6-9; siehe unten, [C.I.](#)).

Neben einem Bewilligungsregime und Regeln für ein EU-weites Passporting (siehe unten, [C.II.](#)) stellt die MiCAR Anforderungen an die Kapitalausstattung, die Betriebsorganisation und das Verhalten von Emittenten von Kryptowerten und Krypto-Dienstleistern (Art. 4 ff., 15 ff., 43 ff., 53 ff.).³⁸

Die Entwicklung wertreferenzierter Token auf der Grundlage einer nichteuropäischen Währung als weit verbreitetes Zahlungsmittel wird eingeschränkt. Emittenten von wertreferenzierten Token müssen einen eingetragenen Sitz in der EU haben, um die ordnungsgemäße Beaufsichtigung und Überwachung der öffentlichen Angebote wertreferenzierter Token zu gewährleisten. Alle signifikanten Stablecoins unterliegen der direkten Aufsicht der *Europäischen Bankenaufsichtsbehörde* (EBA), und es ist Voraussetzung für jede Emission von Kryptowerten, dass sich der Emittent in der EU befindet (siehe unten, [C.III./C.IV.](#)).

Vor einer Emission von Kryptowerten müssen die Emittenten eine Art Prospekt mit bestimmten Mindestangaben zu den Emittenten sowie den Rechten und Pflichten der Emittenten und Anlegerinnen veröffentlichen. Stablecoin-Besitzerinnen erhalten gegenüber den Emittenten ein jederzeit ausübbarer, kostenloser Anspruch auf Umtausch. Von Emittenten von Stablecoins wird dementsprechend verlangt, dass sie über eine ausreichend liquide Reserve im Verhältnis 1:1 und teilweise in Form von Einlagen verfügen. Anbieter von Krypto-Dienstleistungen werden verpflichtet, Vorgaben zum Schutz der *Wallets* der Verbraucherinnen zu erfüllen. Wenn sie Kryptowerte von Anlegerin-

³⁶ Auf die Vorschriften in Bezug auf Marktmissbrauch wird in diesem Beitrag nicht näher eingegangen.

³⁷ Vgl. Weber/Baisch, Digital Finance Package, 231

³⁸ Vgl. Reiser/Dobbins, 496; Weber, Regulierungsansätze, 451.

nen verlieren, werden sie haftbar. Zudem müssen Akteure auf dem Markt für Kryptowerte eine Erklärung mit Informationen über ihren ökologischen und klimatischen Fußabdruck vorlegen (siehe unten, [C.V./C.VI](#)).

Um Überschneidungen mit Rechtsvorschriften zur Geldwäschereibekämpfung zu vermeiden, die auch für Kryptowerte gelten, werden Bestimmungen in der angepassten Geldtransferverordnung³⁹ wie die Travel Rule (siehe oben, [B.II.1](#)) in der MiCAR nicht wiederholt. Jedoch wird die EBA in der MiCAR beauftragt, ein öffentliches Register der nicht konformen Anbieter von Krypto-Dienstleistungen zu führen. Anbieter von Krypto-Dienstleistungen, deren Mutterunternehmen ihren Sitz in einem Land haben, das in der EU-Liste von Drittländern mit hohem Risiko für Geldwäscheaktivitäten oder in der EU-Liste nicht kooperativer Länder und Gebiete für Steuerzwecke aufgeführt sind, sollen zu verstärkten Kontrollen gemäß den europäischen GwG-Vorschriften verpflichtet werden. Strengere Anforderungen können auch für die Anteilseigner und die Geschäftsführung der Anbieter von Krypto-Dienstleistungen gelten, insb. im Hinblick auf ihre Lokalisierung (vgl. etwa Erw. (53a) i.V.m. Art. 16 Abs. 1 Bst. ba, 19 Abs. 2 Bst. c, 20 Abs. 2 Bst. b).

Der Kompromisstext zur vorläufigen Einigung – also die MiCAR – befindet sich derzeit im förmlichen Verfahren zur Annahme durch das Europäische Parlament.⁴⁰ Die formale Genehmigung im Plenum ist für den 18. April geplant.⁴¹ Es ist möglich, dass es bis zur Verabschiedung noch zu Änderungen kommt. Aufgrund der erzielten vorläufigen Einigung scheint dies aber unwahrscheinlich.⁴² Nach Inkraftsetzung sind die Anforderungen der MiCAR innerhalb von 18 Monaten umzusetzen (Art. 126). Dabei gelten verschiedene Übergangsmassnahmen (Art. 123).

5. Würdigung

Sowohl die Schweiz als auch die EU werden nach Implementierung der MiCAR einen spezifischen Regelungsrahmen für die Tätigkeiten der beaufsichtigten Personen haben.⁴³ Beim Schweizer DLT-Gesetz handelt es sich um ein Rahmengesetz mit lediglich punktuellen Anpassungen in den geltenden Regelwerken. Demgegenüber hat sich die EU mit der MiCAR für eine Verordnung

³⁹ COM/2021/422 final.

⁴⁰ Vgl. <www.consilium.europa.eu/de/policies/digital-finance/>.

⁴¹ Vgl. <www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-europe-fit-for-the-digital-age/file-crypto-assets-1>, <www.europarl.europa.eu/sedcms/documents/PRIORITY_INFO/965/SYN_POJ_April_STR_EN.pdf>.

⁴² Vgl. Jutzi/Abbühl, K. 21

⁴³ Vgl. Zellweger-Gutknecht/Weber, 23

entschieden, in der die Vorgaben für die Märkte in Kryptowerten gesammelt festgelegt sind. Die entsprechenden Regelungen sind so einfacher zu finden. Sowohl die Schweizer als auch die EU-Regulierungen für Kryptowerte bauen auf bestehenden Bewilligungskategorien auf (z.B. Banken/Kreditinstitute resp. Wertpapierhäuser/Wertpapierfirmen; siehe unten, [C.III.1](#)). Die CH war allerdings schneller mit ihrer Regulierung. Dies hat viele Krypto-Anbieter in die Schweiz gelockt.⁴⁴

Im Gegensatz zur MiCAR enthält das DLT-Gesetz auch privatrechtliche Bestimmungen, z.B. zu Fragen des Eigentums an Token. Hier vermag das DLT-Gesetz eine Vorreiterrolle zu beanspruchen, die den Standort Schweiz wegen der damit verbundenen Rechtssicherheit im Vergleich zur EU auch künftig attraktiv macht.⁴⁵

C. Ausgewählte Aspekte der MiCAR

I. Sachlicher Geltungsbereich

1. Token-Qualifikation

a) Allgemeines

Die MiCAR erfasst Emittenten und Dienstleister in Bezug auf *Kryptowerte*. Dabei handelt es sich um eine „digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können“ (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 2).⁴⁶

Bei Kryptowerten unterscheidet die MiCAR vier Typen:

- Wertreferenzierte Token
- E-Geld-Token
- Utility Token
- Allgemeine Token.

⁴⁴ Vgl. Reiser/Dobbins, 504, 502.

⁴⁵ Vgl. Weber, 452.

⁴⁶ Mit Distributed-Ledger-Technologie ist eine Technologie gemeint, welche die verteilte Aufzeichnung verschlüsselter Daten unterstützt (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 1).

Bei einem *wertreferenzierten Token* handelt es sich um einen „Kryptowert, bei dem verschiedene Nominalgeldwährungen, die gesetzliches Zahlungsmittel sind, oder eine oder mehrere Waren oder ein oder mehrere Kryptowerte oder eine Kombination solcher Werte als Bezugsgrundlage verwendet werden, um Wertstabilität zu erreichen“ (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 3). Ein *E-Geld-Token* ist ein „Kryptowert, dessen Hauptzweck darin besteht, als Tauschmittel zu dienen, und bei dem eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, als Bezugsgrundlage verwendet wird, um Wertstabilität zu erreichen“ (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 4). Während bei E-Geld-Token eine Anbindung an lediglich eine „offizielle Währung“, d.h. eine von einer Zentralbank oder anderen Währungsbehörde ausgegebene Währung (sog. *Fiat-Währung*, vgl. Art. 3 Abs. 1 Bst. 3a) erfolgt, besteht bei wertreferenzierten Token eine Anbindung an einen Korb von Fiat-Währungen, Waren, Kryptowerten oder einer Kombination aus Waren, Kryptowerten oder Fiat-Währungen. *Utility Token* werden definiert als „Kryptowert, der dazu bestimmt ist, digitalen Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, über DLT verfügbar ist und nur vom Emittenten dieses Tokens akzeptiert wird“ (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 5). Alle anderen Formen von Kryptowerten i.S.v. Art. 3 Abs. 1, die keine wertreferenzierte Token oder E-Geld-Token darstellen (namentlich *Utility Token*), gehören in eine Auffangkategorie der sog. *allgemeinen Token* (Titel II, Art. 4). Die Kategorisierung der Token in der MiCAR ist somit nicht abschliessend.⁴⁷

Bei wertreferenzierten Token und E-Geld-Token wird weiter unterschieden zwischen nicht signifikanten und signifikanten Token. *Signifikante Token* sind solche, die von der EBA als solche eingestuft werden, weil sie erhöhte Risiken für die europäische Währungshoheit aufweisen. (Erw. (4), (29), Art. 39, 50). Signifikanz-Kriterien sind z.B. ein grosser Kundenstamm, eine hohe Marktkapitalisierung und viele Transaktionen (Erw. (4), (29), Art. 39, 50). Emittenten von E-Geld- und wertreferenzierten Token können im Rahmen des Zulassungsge-suchs einen freiwilligen Antrag auf Einstufung der Token als signifikante Token stellen (Art. 40, 51). Wird dem Gesuch entsprochen, geht die Aufsichtszuständigkeit auf die EBA über (siehe unten, [C.IV](#)). In der Praxis dürfte eine freiwillige Einstufung vor allem für Emittenten von Interesse sein, die direkt und nur von einer Aufsichtsbehörde auf europäischer Ebene beaufsichtigt werden möchten.⁴⁸

Für Token, deren Wert sich im Sinne einer Anbindung von einem unterliegenden Vermögenswert (Fiat-Währung, Rohstoffe, Immobilien usw.) ableiten mit

⁴⁷ Vgl. Reiser/Dobbins, 497; Weber/Baisch, Digital Asset Token, 231; Weber/Baisch, Digital Finance Package, 229.

⁴⁸ Vgl. Reiser/Dobbins, 498

dem Ziel, die Preisvolatilität der Token zu begrenzen und somit zu deren erhöhter Wertstabilität beizutragen, hat sich international der Begriff „Stablecoin“ eingebürgert. Bei diesem Begriff handelt es sich primär um eine Marketing-Bezeichnung. Eine allgemeingültige Kategorisierung für Token ist damit nicht verbunden. Vielmehr hängt die Kategorisierung eines Token als Stablecoin von der konkreten Ausgestaltung des Token ab (vgl. hierzu die sog. *Stablecoin-Wegleitung* der FINMA⁴⁹).⁵⁰ Stablecoins sind nicht zu verwechseln mit Kryptowährungen, die von einer eigenständigen DLT erzeugt werden (sog. *native Token* wie BTC, ETH).⁵¹ Im Kontext der MiCAR werden sowohl wertreferenzierte Token als auch E-Geld-Token als Stablecoins bezeichnet bzw. können als solche ausgegeben werden (Erw. (9), (26) i.V.m. Art. 3 Nr. 1 Abs. 3-4).⁵² Wenn nachfolgend von Stablecoins die Rede ist, sind damit wertreferenzierte Token und E-Geld-Token gleichermaßen gemeint.

b) Abgrenzung zu anderen Formen von Token

Ausdrücklich vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgenommen sind Kryptowerte, die bereits durch eine anderweitige Regulierung erfasst sind. Dazu gehören etwa *Finanzinstrumente* (i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anhang I, Abschnitt C der MiFID II), *E-Geld* (i.S.v. Art. 2 Nr. 2 der E-Geld-Richtlinie), es sei denn, es handle sich um E-Geld-Token i.S.v. MiCAR, *Einlagen* (i.S.v. Art. 2 Abs. 1 Nr. 3 der Einlagensicherungsrichtlinie⁵³), *strukturierte Einlagen* (i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 43 MiFID II) oder *Verbriefungen* (i.S.v. Art. 2 Nr. 1 der Verbriefungsverordnung⁵⁴; vgl. Art. 2 Abs. 3). Zu den Finanzinstrumenten zählen etwa „übertragbare Wertpapiere“ wie „Schuldverschreibungen“ (vgl. Anhang I, Abs. 1

⁴⁹ Ergänzung der Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend *Initial Coin Offerings* (ICOs) der FINMA vom 11. September 2019, Ziff. 1, 1. Die Stablecoin-Wegleitung ergänzt die ICO-Wegleitung.

⁵⁰ Zum Stablecoin-Begriff ferner Weber/Baisch, *Digital Finance Package*, 229; Zellweger-Gutknecht/Weber, 19, 23 f.; Van Egghen Robert, *Stablecoin restrictions dropped from EU rules*, *IgnitesEurope*, 27. September 2022 (zit. Van Egghen).

⁵¹ Vgl. Zellweger-Gutknecht/Weber, 19.

⁵² Vgl. auch Kommissionsvorschlag, 12; Eggen Mirjam, *Stablecoins*, in: Belser Eva Maria/Pichonnaz Pascal/Stöckli Hubert (Hrsg.), *Le droit sans frontières, Mélanges pour Franz Werro*, Bern 2020, 173 ff. (zit. Eggen), 179.

⁵³ Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 149 ff.

⁵⁴ Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012, ABl L 347 vom 28. Dezember 2017, 35 ff.

i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 (b) MiFID II), nicht aber „Zahlungsinstrumente“ (vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II). „Zahlungsinstrumente“ werden durch die sog. Zahlungsdienste-Richtlinie⁵⁵ (Art. 4 Nr. 14) erfasst.⁵⁶ Emittenten wertreferenzierter Token müssen im Rahmen des Zulassungsgesuchs in einem Rechtsgutachten darlegen, dass die entsprechenden Token keine Kryptowerte oder E-Geld-Token darstellen (Art. 16 Abs. 2 Bst. d).⁵⁷

Aufgrund der weiten und undifferenzierten Definition⁵⁸ des Begriffs der Kryptowerte in der MiCAR bereitet nicht nur die Unterscheidung der verschiedenen Token innerhalb der MiCAR (wertreferenzierte Token, E-Geld-Token, Utility Token usw.) Mühe. Auch die Unterscheidung von durch andere Regularien bereits erfasste Token (Finanzinstrumente wie übertragbare Wertpapiere, Schuldverschreibungen, Zahlungsinstrumente usw.) ist schwierig. Die in den bestehenden EU-Finanzmarktregularien verwendeten Begriffe (namentlich der „übertragbaren Wertpapiere“) sind vielfach ungeklärt.⁵⁹ Dementsprechend unterschiedlich werden sie von den nationalen zuständigen

⁵⁵ Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 2002/65/EG, 2009/110/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2007/64/EG, ABl L 337 vom 3. Dezember 2015, 35 ff..

⁵⁶ Für eine Übersicht über Token-Arten und die anwendbaren EU-Regularien siehe Gortsos Christos V., *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ('MiCAR'): A Brief Introductory Overview*, 7. Mai 2021 (zit. Gortsos), 21.

⁵⁷ Für Kritik an dieser Rechtsgutachtenpflicht siehe Jutzi/Abbühl, K 25.

⁵⁸ Vgl. Jutzi/Abbühl, K 23. Zur Kritik der EZB an der Definition des Kryptowertes in der MiCAR vgl. Godschalk Hugo, *Kryptowerte, Fiatgeld und Aliens – einige Anmerkungen zur MiCAR (I)*, 16. März 2021 (zit. Godschalk), der angesichts der Unschärfe des Kryptowerte-Begriffs von einer „Arbeitsbeschaffungsmassnahme für Jurist*innen“ spricht.

⁵⁹ Ein Versuch der SMSG, zu bestimmen, ob Token, die Anlagezwecken dienen (Anlagetoken) Finanzinstrumente (i.S.v. MiFID II und Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 1 ff.) bzw. übertragbare Wertpapiere (i.S.d. Prospektverordnung) sind, erwies sich angesichts der Ungewissheit als schwierige Aufgaben. Die SMSG empfahl der ESMA daraufhin, Leitlinien bereitzustellen oder eine aufsichtsrechtliche Konvergenz anzustreben zur Auslegung der MiFID II-Definition von übertragbaren Wertpapier sowie zur Klärung der Frage, ob übertragbare Anlagetoken, die typische Merkmale von Wertpapieren aufweisen, unter die MiFID II und die Prospektverordnung fallen (vgl. ESMA22-106-1338).

Aufsichtsbehörden (sog. *National Competent Authorities*, NCA) ausgelegt.⁶⁰ In der Praxis sind zudem häufig Mischformen anzutreffen (sog. *hybride Token*).⁶¹ Bspw. dienen übertragbare Token, die für Zahlungen oder den Zugang zu Waren oder Dienstleistungen verwendet werden können, aus Sicht der Verbraucherinnen häufig (auch) Anlagezwecken. Da sie sich prinzipiell zur Kapitalanlage eignen, könnten solche Token somit Finanzinstrumente sein.⁶² In der Praxis sind insb. wertreferenzierte Token von Schuldverschreibungen einerseits und E-Geld-Token von E-Geld und Zahlungsinstrumenten andererseits kaum voneinander zu unterscheiden.⁶³

Der EU-Gesetzgeber hat diese Problematik erkannt und im Kompromisstext verschiedene Anpassungen vorgenommen. Zum einen soll die ESMA mit der Ausarbeitung von Leitlinien zur Einstufung von Kryptowerten als Finanzinstrumente beauftragt werden (Erw. (6a) i.V.m. Art. 2 Abs. 3). Statt E-Geld werden zudem Geldbeträge (i.S.v. Art. 4 Abs. 25 Zahlungsdienste-Richtlinie⁶⁴, d.h. Banknoten und Münzen, Giralgeld oder E-Geld) vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgenommen, sofern es sich dabei nicht um E-Geld-Token handelt (Art. 2 Abs. 3 Bst. ca). E-Geld-Token werden dabei von Gesetzes wegen als E-Geld (i.S. der E-Geld-Richtlinie) betrachtet (Art. 43 Abs. 1 Bst. 1a). Strukturierte Einlagen werden im Kompromisstext neu unter den Einlagenbegriff gefasst (Art. 2 Abs. 3 Bst. c). Zudem stellt der Kompromisstext klar, dass nicht übertragbare digitale Vermögenswerte keine Kryptowerte darstellen (Erw. (8a)). Im erwähnten Rechtsgutachten muss dargelegt werden, warum es sich beim Token nicht um einen Kryptowert oder E-Geld-Token handelt (Art. 16 Abs. 2 Bst. d (ii)).

⁶⁰ Wie eine anschließende Umfrage der ESMA ergab, herrscht unter den NCA ein unterschiedliches Verständnis, welche Token unter den Begriff der Finanzinstrumente (i.S.v. MiFID II) fallen (vgl. ESMA, *Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*, Januar 2019, ESMA-50-157-1384). Die Belgische Finanzmarktaufsicht hat dieses Problem erkannt und kürzlich eine Mitteilung herausgegeben, in der sie die häufigsten Fälle erläutert, in denen Krypto-Assets in den Anwendungsbereich der Prospektvorschriften und/oder Verhaltenspflichten nach MiFID II fallen können, vgl. FSMA, *Mitteilung 2022_25, Classification of crypto-assets as securities, investment instruments or financial instruments*, 22. November 2022.

⁶¹ Vgl. ICO-Wegleitung, Ziff. 3.1, 3.

⁶² Vgl. Weber/Baisch, *Digital Finance Package*, 225 f., mit Verweis auf den final report der HM Treasury/FCA/Bank of England, *Cryptoassets Taskforce*, vom 20. Oktober 2019, sowie den von der US-Aufsicht angewandten *Howey-Test*.

⁶³ Vgl. Jutzi/Abbühl, insb. K 27, 25; Eggen, 179, 188; Godschalk.

⁶⁴ Richtlinie (EU) 2015/2366.

c) *Abgrenzung von NFTs*

Unsicherheiten ergeben sich nach dem Kommissionsvorschlag auch bei der Einordnung von nicht austauschbaren Token (sog. *Non-Fungible Token*, NFT). Das sind digitale Vermögenswerte, die für reale Objekte wie z.B. Kunst, Musik oder Videos stehen.⁶⁵

Die sog. *Whitepaper*-Pflicht (siehe unten, [C.V.2.](#)) für die Emission und den Handel auf einer Handelsplattform für allgemeine Token (Art. 4 f.) entfällt, wenn Kryptowerte einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind (Art. 4 Abs. 2 Bst. c). Dies spricht dafür, dass NFTs zumindest konzeptionell unter den Begriff der Kryptowerte fallen.⁶⁶ Gemäss dem Kompromisstext sind NFT denn auch „nur vom Anwendungsbereich ausgenommen, sofern sie nicht in eine der bestehenden Kryptowerte-Kategorien fallen“ (Erw. (6b)-(6c) i.V.m. Art. 2a; Art. 4 Abs. 2 Bst. c des Kommissionsvorschlags wurde gelöscht). Allerdings soll die EU-Kommission gemäss Kompromisstext binnen 18 Monaten mit einer umfassenden Bewertung sowie gegebenenfalls Ausarbeitung eines Legislativvorschlag zur Schaffung einer Regelung für nicht austauschbare Token beauftragt werden (Art. 122b Nr. 2 Bst. da).⁶⁷

d) *Vergleich mit der Token-Qualifikation in der Schweiz*

Die FINMA unterscheidet in ihrer sog. *ICO-Wegleitung*⁶⁸ zwischen *Zahlungstoken* (Kryptowährungen), *Nutzungstoken* und *Anlage-Token*. In der Praxis kommen auch hybride Token vor.⁶⁹ Zahlungstoken sind Token, die tatsächlich oder der Absicht des Organisators nach als Zahlungsmittel zum Erwerb von Waren oder Dienstleistungen akzeptiert sind oder der Geld- und Wertübertragung dienen sollen. Sie vermitteln keine Ansprüche gegenüber den Emittenten. Nutzungstoken sollen den Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung vermitteln, welche auf oder unter Benutzung einer DLT-Infrastruktur erbracht wird. Anlage-Token repräsentieren Vermögenswerte und können eine schuldrechtliche Forderung gegenüber Emittenten oder ein Mitgliedschaftsrecht im gesellschaftsrechtlichen Sinne darstellen. Bei Anlage-Token werden z.B. Anteile an künftigen Unternehmenserträgen oder Kapitalflüssen versprochen. Der Token repräsentiert damit nach der wirtschaftlichen

⁶⁵ Vgl. Jutzi/Abbühl, K 32.

⁶⁶ Vgl. Jutzi/Abbühl, K 23.

⁶⁷ Vgl. Verweis in Jutzi/Abbühl, K 28.

⁶⁸ *Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) der FINMA vom 16. Februar 2018.*

⁶⁹ Vgl. Weber, *Regulierungsansätze*, 450.

Funktion insb. eine Aktie, Obligation oder ein derivatives Finanzinstrument. Unter die Kategorie der Anlage-Token können auch Token fallen, welche physische Wertgegenstände auf der DLT handelbar machen sollen.⁷⁰

Die EU hat sich bei der Einteilung der Token in verschiedene Kategorien an der FINMA-Taxonomie orientiert.⁷¹ Vergleicht man die vier Typen von Token gemäss MiCAR mit derjenigen in den ICO-Wegleitung der FINMA, sind Utility Token und die allgemeinen Token mit Nutzungs-Token vergleichbar. Anlage-Token ähneln den Finanzinstrumenten (i.S.v. MiFID II) und sind somit in der Regel keine Kryptowerte i.S.v. MiCAR. E-Geld-Token lassen sich mit Zahlungs-Token vergleichen, die wie sie auf eine einzige Fiat Währung Bezug nehmen. Am schwierigsten ist die Einordnung von wertreferenzierten Token. Je nach Bezugsgrösse und Zweck kann es sich bei ihnen um einen Zahlungs-Token (z.B. bei einem Bezug zu einem Währungskorb) oder Anlagetoken handeln (wenn z.B. der Token primär zu Anlagezwecken erworben wird).⁷²

2. Regulierte Tätigkeiten und Dienstleistungen

Die MiCAR regelt die *Emission von Kryptowerten* und die *Erbringung von Dienstleistungen* in Bezug auf Kryptowerte (Art. 1 Abs. 1).

Als Emission von Kryptowerten gelten:

- Angebote gegenüber Dritten, einen Kryptowert gegen Fiat-Währung oder andere Kryptowerte zu erwerben (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 i.V.m. Nr. 7, 12-13)
- Anträge auf Zulassung von Kryptowerten auf einer Handelsplattform für Kryptowerte (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 i.V.m. Nr. 11).

Als Krypto-Dienstleistungen gelten folgende Dienstleistungen/Tätigkeiten (Art. 3 Abs. 1 Nr. 9):

- Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Dritte
- Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte
- Tausch von Kryptowerten gegen Geldbeträge
- Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte
- Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte

⁷⁰ Vgl. ICO-Wegleitung; Weber/Baisch, DLT, 684 f.

⁷¹ Vgl. ESMA22-106-1338, Fn. 23, 4 („has found Switzerland's FINMA's taxonomy useful, based on the economic function of tokens: payment tokens, utility tokens and asset token“); Weber/Baisch, Digital Finance Package, 225; Reiser/Dobbins, 503.f

⁷² Vgl. Weber/Baisch, Digital Finance Package, 229 f.

- Platzierung von Kryptowerten
- Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte
- Erbringung von Transferdiensten für Kryptowerte im Auftrag von Dritten
- Beratung zu Kryptowerten
- (Individuelle) Portfolioverwaltung von Kryptowerten.

3. Würdigung

Die Abgrenzung von Kryptowerten zu von anderen Regulierungen erfassten Token ist mit Auslegungsschwierigkeiten verbunden. Diese werden mit der Rechtsgutachten-Pflicht (siehe oben, [C.1.1.b](#)) einseitig der Krypto-Branche auferlegt. Insgesamt sorgt die MiCAR mit ihren detaillierten Regelungen jedoch für mehr Rechtssicherheit in Bezug auf die Einordnung der Tätigkeiten von Marktteilnehmern in der Finanzmarktregulierung. Sie trägt damit zur Innovation und Förderung eines einheitlichen digitalen EU-Finanzraums bei.

Die verschiedenen auf Krypto-Anbieter anwendbaren EU-Regulierungen enthalten teilweise abweichende Vorgaben. Eine (freiwillige) Einhaltung der „strengeren Regulierung“ (z.B. der Eigenkapitalrichtlinie statt der MiCAR) bewahrt Krypto-Anbietern somit nicht vor Rechts- und Reputationsrisiken, wie sie sich aus einer falschen Token-Qualifikation für sie ergeben können. Um entsprechende Risiken abzumildern, empfiehlt sich für Krypto-Anbieter jedoch, die Token-Emission jeweils im gleichen EU-Land vorzunehmen und das Whitepaper ggf. von dort aus in andere EU-Länder (möglichst ein EU-Land mit einer klaren Praxis zur Token-Klassifikation) zu exportieren. Auch die Einholung eines „non-action letter“ zur Token-Qualifikation bei der NCA kann helfen, Risiken in Bezug auf die Anwendbarkeit der MiCAR zu minimieren.

Bezüglich Einordnung von NFT bestehen ähnliche Unsicherheiten wie in der EU auch in der Schweiz. Hier bleibt eine Konkretisierung der Praxis durch die Europäischen Aufsichtsbehörden resp. FINMA⁷³ abzuwarten.

Der Katalog der bewilligungspflichtigen Dienstleistungen der MiCAR lehnt sich eng an die in der MiFID II regulierten Tätigkeiten an, reicht aber teilweise weiter. Bspw. ist die Verwaltung und Verwahrung von Finanzinstrumenten von

⁷³ Zur NFT-Praxis der FINMA vgl. FINMA, Jahresbericht 2022, 20 f.

der MiFID II nicht erfasst, von der MiCAR hingegen schon.⁷⁴ In der Schweiz sind die betreffenden Tätigkeiten in verschiedenen Finanzmarktgesetzen abgedeckt (z.B. Transaktionsausführungen für Dritte, Anlageberatung und individuelle Portfolioverwaltung in Bezug auf DLT-Effekten im FIDLEG, Betrieb einer DLT-Handelsplattform im FinfraG und Tausch und Transferdienste in Bezug auf Kryptowerte im Geldwäschereigesetz⁷⁵). In Bezug auf die bewilligungspflichtigen Tätigkeiten sind die Schweizer Regulierung und die MiCAR also vergleichbar.

II. Räumlich-persönlicher Geltungsbereich und Drittstaatenregelung

1. Im Allgemeinen

Der freie Finanzdienstleistungsverkehr im europäischen Binnenmarkt basiert auf dem Prinzip des einheitlichen europäischen Passes (EU-Pass). Mit dem EU-Pass dürfen in einem EU-Mitgliedstaat (sog. *Herkunftsmitgliedstaat*) niedergelassene Personen ihre Tätigkeit auch in den übrigen Mitgliedstaaten (sog. *Aufnahmemitgliedstaat*) ausüben, ohne hierfür im Aufnahmemitgliedstaat eine zusätzliche Bewilligung einholen zu müssen (sog. *Passporting*). Das EU-Passsystem dient der Verwirklichung der im EU-Recht garantierten Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit (Art. 49 ff., 59 ff. AEUV⁷⁶). Es gilt daher grundsätzlich nur für in der EU niedergelassene Personen. Für in Drittländern wie der Schweiz ansässige Personen, die in der EU-Finanzmarkt tätig werden wollen (sog. *Drittlandakteure*), kennt die EU kein einheitliches Marktzugangskonzept. Vielmehr variieren die Marktzugangsregelungen je nach Bereich des Finanzmarktrechts.⁷⁷ Wenn die EU bestimmte Drittstaatsverhältnisse harmonisiert, dürfen die einzelnen EU-Mitgliedstaaten nur eigenständige Markt-

⁷⁴ Die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten (Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 Bst. a) ist zu unterscheiden von der zulassungspflichtigen „Portfolio-Verwaltung“ i.S.v. Anhang I, Abschnitt A, Ziff. 4 MiFID II, vgl. Jutzi/Abbühl, K 28.

⁷⁵ Geldwäschereigesetz vom 10. Oktober 1997 (GwG, SR 955.0).

⁷⁶ Konsolidierte Fassung des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), ABl C 326 vom 26. Oktober 2012, 47 ff.

⁷⁷ Vgl. Tobler Simone, Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen MiFID II und FIDLEG: Äquivalenzprüfung sowie Auswirkungen auf strategischer und operationeller Ebene in Finanzinstituten, Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. Tobler), 28, mit weiteren Verweisen.

zugangsregelungen (z.B. Niederlassungserfordernisse) für Drittlandakteure vorsehen, soweit das EU-Recht ihnen einen entsprechenden Spielraum einräumt.⁷⁸

Das EU-Finanzmarktrecht lässt sich im Hinblick auf seine materielle Geltung nach verschiedenen Anknüpfungspunkten systematisieren. Ausgangspunkt bildet das sog. Territorialitätsprinzip (sog. *Sitzprinzip*):

Das Sitzprinzip knüpft an den Ausübungsort einer bestimmten aufsichtsrechtlich relevanten Handlung an. Entsprechend ist die Aufsichtsbehörde am Ort des Sitzes des Anbieters für die Zulassung und Aufsicht zuständig. Aufgrund des Sitzprinzips ist das EU-Finanzmarktrecht grundsätzlich nur auf Personen mit Domizil in der EU anwendbar. Dies bedeutet, dass Drittlandakteure in der EU grundsätzlich nur tätig werden dürfen, wenn sie sich nach dem dort geltenden Aufsichtsrecht organisieren. Dies setzt vielfach eine Zulassung in der EU voraus. Soweit Drittstaatenregelungen ausnahmsweise einen davon abweichenden Marktzugangsmechanismus für Drittlandakteure vorsehen, wird für den Marktzugang in der Regel Äquivalenz des entsprechenden Aufsichtsrechts des Drittlands verlangt (sog. *Äquivalenzprinzip*). Im EU-Finanzmarktrecht finden sich vielfach Marktzugangsmechanismen für Personen aus Drittländern, die auf dem sog. Äquivalenzprinzip beruhen. Nach dem Äquivalenzprinzip ist der Zugang für Drittlandakteure davon abhängig, dass das Aufsichtsrecht des Drittlands mit dem jeweiligen europäischen Aufsichtsrecht gleichwertig (äquivalent) ist.

Das Marktortprinzip (sog. *Vertragsortprinzip*) knüpft an den Ort an, an dem eine Transaktion stattfindet bzw. ein Vertrag abgeschlossen wird. Bei diesem Ort handelt es sich typischerweise um das Domizil der Kundinnen der Anbieter. Dieses Prinzip kommt bspw. bei der Regulierung der Marktformen, den Regeln zur Marktintegrität und den Vertriebsregeln im Prospekt- und Investmentrecht zur Anwendung.

Das sog. *Auswirkungsprinzip* knüpft an den Umstand an, dass sich ein bestimmtes Verhalten auf dem europäischen Finanzmarkt erheblich auswirkt. In diesem Fall erstreckt sich das EU-Finanzmarktrecht nicht nur auf EU-Territorium, sondern entfaltet Rechtswirkungen auch in Drittländern (d.h. es zeitigt extraterritoriale Wirkung).⁷⁹

⁷⁸ Vgl. Jutzi Thomas/Schären Simon, Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch, Neuausrichtung der Drittstaatenordnung?, GesKR 3/2019, 408 ff. (zit. Jutzi/Schären), 414.

⁷⁹ Zur Konzeption der Drittstaatenordnung und zum Äquivalenzprinzip in der EU vgl. Jutzi/Schären, 413 ff.; ferner Weber/Baisch, Digital Finance Package, 232.

Eine Besonderheit ergibt sich aus der sog. *passiven Dienstleistungsfreiheit*. Demnach unterstehen Dienstleistungen, die ein Drittlandakteur auf ausschliessliche Initiative von in der EU domizilierten Kundinnen erbringt, dem Aufsichtsrecht des Drittlands. Die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des EU-Finanzmarktrechts gelangen nicht zur Anwendung. Dieses Prinzip wird auch als sog. *Reverse Solicitation* bezeichnet.⁸⁰ Damit eine Dienstleistung als passiv erbracht angeschaut wird, gelten strenge Massstäbe. Die ESMA hat erst kürzlich daran erinnert, dass bereits das Umwerben von Kundinnen in der EU dazu führen kann, dass, wenn sich die Kundinnen daraufhin an den Drittlandakteur wenden, die Dienstleistung nicht mehr als auf alleinige Veranlassung der Kundinnen hin erbracht angeschaut werden kann.⁸¹

Bei grenzüberschreitender Tätigkeit in die EU hinein ergeben sich für Drittlandakteure nicht nur aufsichts- und strafrechtliche Risiken (z.B. wegen unerlaubtem Tätigwerden). Eine solche Tätigkeit kann für sie auch mit zivilrechtlichen Risiken verbunden sein. Die EU-Finanzmarktgesetze enthalten vielfach Bestimmungen zum Schutze von Anlegerinnen. Dies eröffnet Konsumentinnen mit Wohnsitz in der EU die Möglichkeit, zivilrechtlich an ihrem Wohnsitz in der EU gegen Drittlandakteure vorzugehen. Indirekt finden dann die zwingenden Verbraucherschutzvorschriften und somit u.U. die EU-Finanzmarktgesetzgebung Anwendung (Art. 15 ff. des sog. LugÜ⁸² i.V.m. Art. 6 der Rom-I-Verordnung⁸³).⁸⁴

2. In der MiCAR

Der sachlich-räumliche Geltungsbereich der MiCAR ist relativ weit. Sie gilt für alle Personen, die in der EU Kryptowerte ausgeben oder Dienstleistungen

⁸⁰ Vgl. Jutzi/Schären, 414.

⁸¹ Vgl. ESMA, Public Statement, Reminder to firms of the MiFID II rules on „reverse solicitation“ in the context of the recent end of the UK transition period, 13. Januar 2021, ESMA35-43-2509.

⁸² Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (Lugano-Übereinkommen, LugÜ, SR 0.275.12).

⁸³ Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I), ABl L 177 vom 4. Juli 2008, 6 ff.

⁸⁴ Für einen vertieften Überblick zum Drittstaatenregime im EU-Finanzmarktrechts siehe Jutzi/Schären, insb. 4 f., 9 f., 416 f.; ferner Jutzi/Abbühl, K 24. Zur Reverse Solicitation in Bezug auf MiFID II/MiFIR ausführlich Ammann Thierry Romain, Der europäische Marktzugang für Schweizer Banken, Diss. St. Gallen 2018, Zürich/St. Gallen 2020, 501 ff.; ferner Sethe Rolf, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, 615 ff., 602 ff.; Tobler, insb. 30 ff., 77 f.

im Zusammenhang mit Kryptowerten erbringen (Art. 2 Abs. 1). D.h. Schweizer Dienstleister, die Krypto-Dienstleistungen in einem EU-Land anbieten oder in einem EU-Land Kryptowerte emittieren, unterstehen grundsätzlich den Bestimmungen der MiCAR.⁸⁵

Im Gegensatz zu anderen EU-Finanzmarktregulierungen (z.B. MiFID II/MiFIR) enthält die MiCAR keine Äquivalenzregelung.⁸⁶ Weil die digitale Natur von Kryptowerten den Zugriff auf Anbieter solcher Produkte erschwert, sieht sie stattdessen einen weitgehenden Niederlassungszwang vor: Emittenten von E-Geld- und wertreferenzierten Token und Krypto-Dienstleister benötigen eine entsprechende Lizenz, wenn sie in der EU tätig sein wollen. Eine solche Lizenz wird nur erteilt, wenn die Stablecoin-Emittenten und Krypto-Dienstleister in der EU ansässig sind (Art. 15 Abs. 1-2, Art. 43 Abs. 1, Art. 53 Abs. 1).⁸⁷ Die mit der Zulassung verbundenen Pflichten finden auf sie dann direkt Anwendung.⁸⁸ Unter der MiCAR gilt somit grundsätzlich das Sitzortprinzip. Möglich bleibt die Reverse Solicitation, d.h. die grenzüberschreitende Dienstleistung an Kundinnen in der EU „auf eigenes Betreiben“ bzw. ausschliessliche Initiative der Kundinnen. Für Krypto-Dienstleister ist die Anwendbarkeit dieses (eng auszulegenden) Reverse Solicitation-Prinzip in der MiCAR explizit festgehalten (Erw. (51)).

Für Emittenten von allgemeinen Token gilt demgegenüber das Vertragsortsprinzip: Sie dürfen bei Vorliegen eines der NCA notifizierte Whitepapers ihre Token in der EU auch weiterhin ohne Zulassung in der EU anbieten. Ist das Whitepaper erstmal bei der NCA im Herkunftsmitgliedstaat notifiziert, darf das Token auch in den anderen EU-Ländern emittiert werden (Erw. (21) i.V.m. Art. 10 Abs. 1 und Art. 3 Abs. 1 Nr. 22 MiCAR; vgl. Art. 28 i.V.m. Art. 2 Bst. i

⁸⁵ Vgl. Weber, *Regulierungsansätze*, 454, Fn. 16.

⁸⁶ Die EU Kommission wird jedoch innert 36 Monaten nach Inkrafttreten der MiCAR in einem Bericht darlegen, ob eine Äquivalenzregelung eingeführt werden soll (Art. 122 V Bst. k), vgl. Jutzi/Abbühl, K 43.

⁸⁷ Kreditinstitute benötigen keine separate Lizenz. Sie müssen sich aber an die Vorgaben von Art. 15a halten. Insb. müssen sie ein Whitepaper erstellen und von der zuständigen Aufsichtsbehörde genehmigen lassen. Zudem trifft sie eine Rechtsgutachtenpflicht zur Qualifikation der emittierten Token (Art. 15a, insb. Abs. 1 Bst. a-b).

⁸⁸ A.M. offenbar Jutzi/Abbühl, K 21, die – unter Verweis auf Bürgi Benjamin/Kremer Michael, *Die europäische Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) – Übersicht und potentielle Auswirkungen auf die Schweiz, iusNet Bank- und Kapitalmarktrecht*, 25. August 2022, Ziff. 3.4. – vom Marktortprinzip ausgehen.

der sog. Prospektverordnung⁸⁹).⁹⁰ Ohne dieses notifizierte Whitepaper dürfen Schweizer Emittenten allgemeine Token in der EU nur auf Reverse Solicitation-Basis emittieren.

Von den NCA des Herkunftsmitgliedstaats (Art. 3 Abs. 1 Nr. 22⁹¹) erteilte Tätigkeitsbewilligungen gelten grundsätzlich für die gesamte EU (vgl. etwa Erw. (29) i.V.m. Art. 15 Abs. 5; Erw. (52), (54) i.V.m. Art. 53 Abs. 3 und Art. 58). Dasselbe gilt für die Genehmigung von Whitepapers, der NCA notifizierte Whitepaper und Marketingmitteilungen (vgl. etwa Erw. (21) i.V.m. Art. 10 Abs. 1; Erw. (29) i.V. Art. 15 Abs. 6). Die MiCAR folgt somit dem Konzept des EU-Passes.⁹²

Eine weitere Besonderheit gilt für Emittenten von E-Geld-Token, die sich auf eine Unionswährung beziehen. In diesem Fall wird die Emission von Geld wegen als in der EU erfolgt erachtet (Art. 43 Abs. 1). Somit gilt bei E-Geld-Token, die an den Euro oder eine andere Unionswährung anknüpfen, das Auswirkungsprinzip. D.h. nur als Kreditinstitut oder E-Geld-Institut lizenzierte Institute mit Sitz in der EU dürfen solche Produkte ausgeben (siehe unten, [C.III.1.](#)). Mit dieser extraterritorialen Wirkung will sich die EU die Währungs-
hoheit über die Unionswährung sichern.

Aus der MiCAR können sich neben aufsichtsrechtlichen Pflichten auch privatrechtliche Pflichten ergeben. Namentlich die mit der Whitepaper-Pflicht verbundene Haftung (siehe unten, [C.V.2.](#)) sowie die Haftung von Verwahrstellen und Krypto-Verwahrern für Verluste der verwahrten Finanzinstrumente/Kryptowerte (siehe unten, [C.VII.](#)) dürften Verbraucherschutzcharakter haben. Aus dem Zusammenspiel des LugÜ und der Rom-I-Verordnung können diese Bestimmungen für Schweizer Krypto-Verwahrer somit auch bei grenzüberschreitenden Geschäftsbeziehungen mit in der EU ansässigen Kundinnen anwendbar sein.⁹³

⁸⁹ 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 L 168 vom 30. Juni 2017, 12 ff

⁹⁰ Vgl. Weber/Baisch, Digital Finance Package, 232; Jutzi/Schären, 417; Jutzi/Abbühl, K 24.

⁹¹ Als Herkunftsmitgliedstaat gilt z.B. der Staat, in dem die Kryptowerte erstmals angeboten werden oder in dem der erste Antrag auf Zulassung zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte gestellt wird, wenn der Emittent nicht in einem EU-Mitgliedstaat domiziliert ist.

⁹² Für einen Überblick zur Konzeption der Drittstaatenordnung im EU-Finanzmarktrecht und zum EU-Passsystem siehe Jutzi/Schären, insb. 4 f., 9 f.; ferner Jutzi/Abbühl, K 24.

⁹³ Vgl. Jutzi/Abbühl, K 45.

3. Würdigung

Schweizer Anbieter, die wertreferenzierte Token oder E-Geld-Token in der EU emittieren oder Krypto-Dienstleistungen in der EU erbringen wollen, benötigen dafür unter der MiCAR künftig eine entsprechende Lizenz. Wer in der EU allgemeine Token emittieren will, muss ein der NCA vorgängig zur Kenntnis gebrachtes Whitepaper publizieren. Bleibt es bei Art. 43 Abs. 1, wird eine Emission von Stablecoins, die einzig an den Euro oder eine andere Unionswährung *pegged* sind, *de facto* selbst auf einer Reverse Solicitation-Basis nicht mehr zulässig sein. Inwieweit sich dieses Verbot gegenüber Schweizer Emittenten effektiv durchsetzen lässt, scheint fraglich. Da bei dieser Vorschrift die Währungshoheit der EU und nicht der Verbraucherschutz im Vordergrund steht, dürfte der Verbrauchergerichtsstand nach LugÜ und somit auch die MiCAR auf Schweizer Stablecoin-Emittenten keine Anwendung finden. Die zivilrechtlichen Risiken einer unbewilligten Ausgabe von EUR-Stablecoins scheinen für Schweizer Krypto-Anbieter also begrenzt. Sofern es sich bei dem betreffenden Akteur um ein nach Schweizer Finanzmarktgesetzen bewilligungspflichtiges Institut handelt, kann eine Ausgabe von E-Geld-Token ohne entsprechende EU-Lizenz allerdings die Gewähr des Instituts für eine einwandfreie Tätigkeit in Frage stellen. Zur Gewährleistung einer einwandfreien Geschäftstätigkeit gehört die Einhaltung von ausländischem Recht wie die erwähnte Lizenzpflicht für die Ausgabe von EUR-Stablecoins (vgl. etwa FINMA-RS 08/21⁹⁴, Rz 136.2-136.5). Fehlt die Gewähr, droht dem Akteur in letzter Konsequenz ein Bewilligungsentzug.

Heute können EU-Mitgliedstaaten eigenständig bestimmen, inwiefern sie Tätigkeiten im Kryptowerte-Markt einer Bewilligung unterstellen und welche Pflichten für Krypto-Anbieter sie damit verbinden wollen. Mit der MiCAR wird der europäische Binnenmarkt im Bereich der Kryptowerte harmonisiert. Verfügt ein Anbieter über eine Zulassung in einem EU-Mitgliedsstaat, kann er seine Dienstleistung anschliessend ohne weiteres in andere EU-Länder exportieren. Diese Harmonisierung erleichtert den innereuropäischen Marktzugang⁹⁵ und schafft Rechtssicherheit in Bezug auf die aufsichtsrechtlichen Erwartungen an Krypto-Anbieter. Dies wiederum erhöht die Attraktivität des Standorts EU und könnte dazu führen, dass sich Innovatoren vermehrt in der EU statt in der Schweiz niederlassen.

⁹⁴ FINMA-RS 08/21 „Operationelle Risiken – Banken“ vom 8. November 2008.

⁹⁵ Vgl. Erw. (4)-(5), (76).

III. Bewilligungspflichten

1. Allgemeines

Unter der MiCAR benötigen Emittenten von wertreferenzierten Token und E-Geld-Token sowie Krypto-Dienstleister in der EU künftig eine Zulassung (Art. 15 ff.). Die drei neuen Lizenzen ergänzen im EU-Finanzmarktrecht bereits bestehende Bewilligungsformen, z.B. die des Kreditinstituts i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 der sog. Eigenkapitalrichtlinie (*Capital Requirements Directive Number IV, CRD IV*)⁹⁶ i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 der sog. Kapitaladäquanzverordnung (*Capital Requirements Regulation, CRR*)⁹⁷ (das europäische Pendant zur Bank in der Schweiz), der Wertpapierfirma i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II (das europäische Pendant zum Wertpapierhaus in der Schweiz) oder des E-Geld-Instituts (i.S.v. Art. 2 Nr. 1 E-Geld-Richtlinie).⁹⁸ Für Emittenten von wertreferenzierten Token und von E-Geld-Token, für Krypto-Dienstleister und für Whitepapers ist ein öffentliches Verzeichnis der ESMA geplant (Erw. (65c) i.V.m. Art. 91a).⁹⁹

2. Emission von E-Geld-Token

Die strengsten Bewilligungsvoraussetzungen gelten für Emittenten von E-Geld-Token (Art. 43 ff.). E-Geld-Token dürfen künftig nur noch durch Institute emittiert werden, die über eine Lizenz als Kreditinstitut oder E-Geld-Institut verfügen, sodass die dortigen Lizenzierungsanforderungen (u.a. im Bereich der Eigenmittel, Organisation und Verhaltenspflichten) greifen (Art. 43 Abs. 1). Hinzu kommen auf Emittenten von E-Geld-Token gemünzte Bewilligungsanforderungen, welche diese laufend erfüllen müssen. Dazu gehört die Publikation eines Whitepapers, das sie vorgängig der zuständigen Aufsichtsbehörde zur Kenntnis gebracht haben (Art. 43 Abs. 1 Bst. b i.V.m. Art. 46 und Anhang II).

⁹⁶ Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl L 176 vom 27. Juni 2013, 338 ff.

⁹⁷ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl L 176 vom 27. Juni 2013, 1 ff..

⁹⁸ Einzelheiten zu den auf Kreditinstitute und Wertpapierfirmen anwendbaren EU-Finanzmarktregulierungen siehe Reiser/Dobbins, 13, insb. Fn. 93.

⁹⁹ Der Kommissionsvorschlag sah ein solches Register nur für Krypto-Dienstleister und Whitepapers vor (Art. 57 i.V.m. Erw. (53)). Einzelheiten zum Bewilligungsregime in der Schweiz, einen Vergleich mit demjenigen unter der MiCAR und Kriterien zur Aussonderbarkeit von Kryptowerten im Konkurs des Verwahrers siehe Reiser/Dobbins, ins. 486 ff.; Weber/Basich, DLT, 690 ff.

Weiter gelten für sie spezielle Vorgaben in Bezug auf die Ausgabe und Rücktauschbarkeit von E-Geld-Token (Art. 44).¹⁰⁰ Um sicherzustellen, dass die Token hauptsächlich als Tauschmittel und nicht als Wertaufbewahrungsmittel verwendet werden, sind zudem Zinsvereinbarungen untersagt (Erw. (46), Art. 45).¹⁰¹

Sodann gelten Haftungsvorschriften für die im Whitepaper enthaltenen Informationen (Art. 47) sowie Vorgaben für Marketingmitteilungen (Art. 48), Anlagevorschriften für im Tausch gegen E-Geld-Token entgegengenommene Geldbeträge (Art. 49) und Regeln für Sanierungen und eine geordnete Abwicklung (Art. 49a).

3. Emission wertreferenzierter Token

Im Gegensatz zu Emittenten von E-Geld-Token benötigen Emittenten von wertreferenzierten Token keine Lizenz als Kreditinstitut oder E-Geld-Institut. Jedoch müssen sie eine juristische Person mit Sitz in der EU sein (Art. 15 Abs. 1-2). Zudem müssen auch sie ein Whitepaper erstellen und dieses von der zuständigen Aufsichtsbehörde genehmigen lassen (Art. 19 Abs. 1 Satz 2). Mit der Aufsicht über Emittenten wertreferenzierter Token will die EU vermeiden, dass sich wertreferenzierter Token auf Grundlage einer nichteuropäischen Währung zu einem weit verbreitete Zahlungsmittel entwickeln und die EU dadurch in ihrer Währungshoheit beeinträchtigt wird.¹⁰²

Wie die Emittenten von E-Geld-Token müssen auch die Emittenten von wertreferenzierten Token laufende Bewilligungsvoraussetzungen einhalten. Die Whitepaper-Pflicht (Art. 15 Abs. 3, Art. 16 Abs. 1 Bst. i.V.m. Art. 17 i.V.m. Anhängen I-II und Art. 21, 24) samt einer Haftung für Informationen im Whitepaper (Art. 22), Mindestrechte der Token-Inhaberinnen wie Rücktauschrechte bei besonderen Ereignissen (Art. 35) sowie das Verzinsungsverbot (Art. 36) für Emittenten von E-Geld-Token gelten auch für Emittenten wertreferenzierter Token. Hinzu kommen eine allgemeine Treupflicht gegenüber Token-Inhaberinnen (Art. 23), Marketingvorgaben (Art. 25), Informationspflichten (Betrag der in Umlauf befindlichen Token, Wert und die Zusammensetzung des Reservevermögens usw., vgl. Art. 26), Vorgaben zum Beschwerdemanagement (Art. 27), Umgang mit Interessenkonflikten (Art. 27 f.), Meldepflichten (Art. 29) und zur Corporate Governance (Art. 30) sowie Anforderungen an Eigenmittel (Art. 31) und Reservevermögen (Art. 32 ff.), ferner Vorgaben in Zusammenhang mit Sanierungen und einer geordneten Abwicklung (Art. 41a, 42).

¹⁰⁰ Vgl. Weber/Baisch, Digital Finance Package, 233

¹⁰¹ Vgl. Eggen, 179 f.

¹⁰² Vgl. hierzu auch EU Rat, Pressemitteilung 29. Juni 2022.

Kreditinstitute, die wertreferenzierte Token ausgeben, benötigen zwar unter der MiCAR keine separate Zulassung als Emittent solcher Token. Sie müssen sich dabei aber ebenfalls an gewisse Auflagen halten. Z.B. gelten die Whitepaper-Pflicht und die Rechtsgutachten-Pflicht über die Klassifikation der emittierten Token auch für sie (Art. 15 Abs. 1 Bst. b i.V.m. Art. 15a).

Speziell bei der Zulassungsprüfung von Emittenten wertreferenzierter Token ist vorgesehen, dass NCAs, EBA und ESMA und – sofern die wertreferenzierten Token auf Unionswährungen Bezug nehmen – die *Europäische Zentralbank* (EZB) sowie die nationale Zentralbank, welche die betreffende Währung ausgibt, konsultieren, bevor sie die Zulassung erteilen oder verweigern (Erw. (29), Art. 18 Abs. 3-4). Zudem haben die Aufsichtsbehörden die Möglichkeit, Emittenten wertreferenzierter Token die Zulassung zu verweigern oder zu entziehen, die Menge der emittierten Werte zu begrenzen oder eine Mindeststückelung vorzugeben, wenn das Geschäftsmodell eine ernsthafte Bedrohung für die Finanzstabilität, Geldpolitik oder Währungshoheit der EU darstellen könnte (Art. 19 Abs. 2 Bst. c, Art. 20 Abs. 1 Bst. ga, Art. 20 Abs. 1a-1b). Bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte (> 1 Mio. Transaktionen oder > 200 Mio. Euro im Durchschnitt pro Tag während einem Vierteljahr in einem einzigen Währungsgebiet) müssen Emittenten die Ausgabe der Token einstellen und der zuständigen Aufsichtsbehörde einen Plan vorlegen, wie sie die Einhaltung der Schwellenwerte sicherstellen (Art. 19a). Für die Emission wertreferenzierter Token soll m.a.W. künftig eine Obergrenze eingeführt werden.¹⁰³

4. Emission von allgemeinen Token

Die tiefsten Anforderungen gelten für Emittenten von allgemeinen Token wie bspw. Utility Token (Art. 4 ff.). Sie müssen zwar eine juristische Person sein. Anders als Emittenten von E-Geld- oder wertreferenzierten Token können sie ihren Sitz aber auch in einem Drittland (also ausserhalb der EU) haben (Art. 4 Abs. 1 Bst. a i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 22). Um in der EU tätig sein zu dürfen, müssen sie im Wesentlichen lediglich ein Whitepaper publizieren und dieses der NCA notifizieren (Art. 4 Abs. 1 Bst. b-e i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 22).¹⁰⁴ Weiter gelten für sie Vorgaben für Marketingmitteilungen (Art. 6 ff., 11), eine allgemeine Treuepflicht (Art. 13) und eine Haftung für Informationen im Whitepaper (Art. 11). Zudem haben Verbraucherinnen gegenüber den Emittenten von allgemeinen Token ein 14-tägiges Widerrufsrecht (Art. 12).

¹⁰³ Vor Publikation des Kompromisstexts wurde spekuliert, dass diese Obergrenze fallengelassen werde (vgl. Van Egghen).

¹⁰⁴ Vgl. Reiser/Dobbins, insb. 499 f.

5. Krypto-Dienstleister

Wie bei Emittenten wertreferenzierter Token ist die Zulassung als Krypto-Dienstleister gemäss der MiCAR grundsätzlich juristischen Personen mit Sitz in der EU vorbehalten (Art. 53 ff., insb. Art. 53 Abs. 1). Eine Zulassung natürlicher Personen ist nur unter bestimmten Voraussetzungen möglich (Art. 53 Abs. 1, 3. Absatz). Krypto-Dienstleister müssen zumindest einen Teil ihrer Krypto-Dienstleistungen von der EU aus erbringen und mindestens einer ihrer Geschäftsführer muss in der EU niedergelassen sein. Bei den Krypto-Dienstleistern darf es sich also nicht bloss um von Drittländern aus gesteuerte „Sattelliten“ handeln (Art. 53 Abs. 1, 2. Abschnitt). Die weiteren Bewilligungsvoraussetzungen für Krypto-Dienstleister beinhalten einerseits für alle Krypto-Dienstleister gleichermaßen geltende Vorschriften. Dazu gehören etwa eine allgemeine Treuepflicht, Kapital- und organisatorische Anforderungen, Informations- und Meldepflichten (insb. auch, wenn der Wert der emittierten Token 1 Mio. Euro übersteigt; vgl. Art. 19a), eine Pflicht zur sicheren Aufbewahrung der Kryptowerte resp. Kundengelder, ein Verzinsungsverbot in Bezug auf wertreferenzierte Token (vgl. Art. 36) sowie Vorgaben zum Beschwerdemanagement, Umgang mit Interessenkonflikten und Outsourcing (Art. 59 ff) und für eine geordnete Abwicklung (Art. 66a). Andererseits sieht die MiCAR auf die verschiedenen Arten von Krypto-Dienstleistungen zugeschnittene spezielle Bewilligungspflichten vor.¹⁰⁵ Diese gehen den allgemeinen Bewilligungspflichten vor. Im Fall der an die MiFID II angelehnten Krypto-Dienstleistungen (Transaktionsausführungen, Anlageberatung, individuelle Portfoliomanagement usw.) bspw. gelten an die MiFID II angelehnte Verhaltenspflichten wie insb. die Angemessenheits- und Eignungsprüfung (Art. 67 ff.).

Kreditinstitute, sog. *Zentralverwahrer* (i.S.d. Verordnung über Zentralverwahrer¹⁰⁶), Wertpapierfirmen, Marktbetreiber (i.S.v. MiFID II), E-Geld-Institute,

¹⁰⁵ Einzelheiten zum Bewilligungsregime (inkl. bewilligungsfreien Aktivitäten) unter der MiCAR siehe Reiser/Dobbins, insb. 498-503; ferner Jutzi/Abbühl, insb. K 24 f.; Weber/Baisch, Digital Finance Package, insb. 233 f. Zur Aufsichtszuständigkeit bei signifikanten Tokens siehe unten, C.IV).

¹⁰⁶ Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABl L 257 vom 28. August 2014, 1 ff.

Fondsleitungen von UCITS (i.S.d. UCITS-Richtlinie¹⁰⁷) und Verwalter von Alternativen Anlagefonds (i.S.d. AIFMD¹⁰⁸) benötigen keine separate Lizenz als Krypto-Dienstleister (Art. 53 Abs. 1). Sie müssen die NCA jedoch vorgängig über die geplante Aufnahme ihrer Tätigkeit als Krypto-Dienstleister in Kenntnis setzen. Zudem dürfen sie ohne zusätzliche Bewilligung als Krypto-Dienstleister nur bestimmte Krypto-Dienstleistungen erbringen. Z.B. dürfen Zentralverwahrer ohne Lizenz als Krypto-Dienstleister nur die „Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten“ anbieten (Art. 53b).

6. Würdigung

Emittenten von E-Geld-Token sind grundsätzlich bereits in bestehenden EU-Regulierungen reguliert, weshalb die zusätzliche Regulierung in der MiCAR in Bezug auf diese kaum einen nennenswerten Mehrwert bringt.¹⁰⁹

Das Niederlassungsfordernis in einem EU-Mitgliedstaat für Emittenten von E-Geld- und wertreferenzierten Token sowie für Krypto-Dienstleister führt dazu, dass Drittlandakteure den EU-Markt nicht mehr aktiv (z.B. über die Entsendung von Personal oder auf dem Weg grenzüberschreitender Kommunikation) werden bedienen dürfen. Möglich bleibt für sie einzig ein passives Tätigwerden auf Basis einer Reverse Solicitation (siehe oben, [C.II.1](#)). D.h. sie dürfen die betreffenden Tätigkeiten nur auf (alleinige) Initiative der Kundinnen ausüben. Geschäftstätigkeit auf einer Reverse Solicitation-Basis ist mit Risiken verbunden. Im Zuge von Brexit hat die EU ihre Anforderungen an die Passivität der Erbringung von Dienstleistungen verschärft. Aufgrund dieser Risiken und weil für Krypto-Dienstleister weniger strenge Kapital- und Organisationsanforderungen als für Emittenten gelten, könnte es sich daher für Krypto-Anbieter künftig lohnen, ihre Dienstleistungen über eine EU-Niederlassung zu erbringen (u.U. mittels Outsourcing an die EU-Niederlassung des Schweizer Krypto-Anbieters; siehe unten, [C.VIII](#)).

¹⁰⁷ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 302 vom 17. November 2009, 32 ff.

¹⁰⁸ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff.

¹⁰⁹ Vgl. Feger Anika/Gollasch Raphael S., MiCAR – Ein erster Überblick für Compliance-Beauftragte zur Krypto-Regulierung, Compliance Berater 2022, 248 ff. (zit. Feger/Gollasch), 250.

In der Schweiz existieren keine spezifischen Vorschriften zu Stablecoins. Das Schweizer Finanzmarktrecht ist prinzipienbasiert gehalten. Es reguliert insb. die Entgegennahme von Einlagen, die gemeinschaftliche Kapitalanlage und die Verwaltung, Aufbewahrung und den Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen sowie den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen. Die Schweiz wendet die Bewilligungspflichten für die entsprechenden Tätigkeiten nach dem Grundsatz „*Same Business, Same Risks, Same Rules*“ auf Stablecoins an. Nach Erkenntnissen der FINMA benötigen Emittenten von Stablecoins in der Schweiz häufig eine Bank- oder Fintech-Lizenz (Art. 1a-1b BankG) oder eine Bewilligung nach dem Kollektivanlagengesetz¹¹⁰) oder als Wertpapierhaus (Art. 41 FINIG i.V.m. Art. 12 FinfraG. Wenn im Zusammenhang mit der Emission eines Stablecoins ein Zahlungssystem von Bedeutung entsteht, kann sich zudem eine Bewilligungspflicht als Zahlungssystem mit risikoerhöhenden Nebendienstleistungen ergeben (Art. 4 Abs. 2 und Art. 21 FinfraG).¹¹¹ Nahezu immer besteht aufgrund des üblichen Zahlungsmittelzwecks auch eine Unterstellung unter das GwG.¹¹² Nur wenn ein Stablecoin unter keine dieser Regulierungen fällt (also z.B. die emittierten Token keinen Einlösungsanspruch beinhalten, die Token keine Effekten sind und es sich um unbedeutende (Zahlungs-)Token handelt), benötigen Projekte zur Schaffung von Stablecoins in der Schweiz

¹¹⁰ Kollektivanlagengesetz vom 23. Juni 2006 (KAG; SR 951.31).

¹¹¹ Bei Ausübung einer Nebendienstleistung wie der Entgegennahme von Einlagen braucht es ebenfalls eine entsprechende Bewilligung der FINMA und Einhaltung der betreffenden Bewilligungsvoraussetzungen (Art. 10 Abs. 2 FinfraG; vgl. Medienmitteilung der FINMA vom 11. September 2019, FINMA äussert sich zu „Stable Coins“).

¹¹² Referenziert ein Token auf eine bestimmte Fiat-Währung und besteht für Anlegerinnen ein fixer Einlösungsanspruch (z.B. 1 Token = 1 CHF), liegt eine Qualifikation als Einlage i.S.d. BankG regelmässig nahe. Ist der Einlösungsanspruch wertentwicklungsabhängig (z.B. bei Anbindung an einen Währungskorb) und erfolgt die Verwaltung der referenzierten Vermögenswerte auf Rechnung und Risiko der Token-Inhaberinnen, kann dies ein Hinweis auf eine Kollektivanlage sein. Besteht kein Einlösungsanspruch, sondern ein alternativer Stabilisierungsmechanismus, können (neben dem Geldwäschereirecht) andere Finanzmarktgesetze, insb. das FinfraG beim Betrieb von bedeutenden Zahlungssystemen ‚einschlägig‘ sein. Bei Anbindung der Token an eine einzelne Effekte mittels schuldrechtlichem Lieferanspruch der Token-Inhaberinnen handelt es sich beim Token regelmässig ebenfalls um eine Effekte. Während eine Eigenemission von Effekten grundsätzlich keine Bewilligungspflicht auslöst, können die Übernahme und Primärmarktangeboten entsprechender Token eine bewilligungspflichtige Wertpapierhaustätigkeit darstellen. Erfolgt die Anbindung an einen Korb von Effekten, liegt wiederum eine Bewilligungspflicht als Kollektivanlage nahe (vgl. Stablecoin-Wegleitung). Die Entgegennahme von nicht jederzeit den Kundinnen zur Verfügung gehaltenen oder von nicht absonderbaren Token (Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG) löst regelmässig eine Lizenzpflicht als Bank oder Fintech auch ohne fixen Einlösungsanspruch aus.

keine prudenzielle Bewilligung.¹¹³ In diesem Fall muss man sich aber fragen, ob mit dem Projekt überhaupt ein echter Stabilisierungsmechanismus verbunden ist und man überhaupt noch von Stablecoins sprechen kann.¹¹⁴ Anbieter von Strukturierten Produkten (z.B. Tracker-Zertifikate, die kryptobasierte Vermögenswerte replizieren) an Privatkundinnen in der Schweiz (ausserhalb eines dauernden Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsvertrages) müssen diese Produkte speziell besichern (z.B. durch die Zusicherung einer Bank, für die Leistungsverpflichtungen der Emittenten einzustehen; vgl. Art. 70 FIDLEG).

In der EU erfordern die erwähnten Tätigkeiten¹¹⁵ (Entgegennahme von (strukturierte) Einlagen, die Emission und Erbringung von Dienstleistungen in Zusammenhang mit Finanzinstrumenten wie Effekten oder Anteilen an Kollektivkapitalanlagen, Erbringung von Zahlungsdiensten usw.) ebenfalls eine Bewilligung (z.B. als Kreditinstitut, Wertpapierhaus oder und Ausgeber oder Verwalter von kollektiven Kapitalanlagen). Auf Kryptowerte sind diese Regulierungen jedoch gerade nicht anwendbar (siehe oben, [C.I.1.b](#)), weswegen nun in der EU die MiCAR eingeführt werden soll.

IV. Aufsichtszuständigkeit

Für die Durchsetzung der MiCAR werden die NCA zuständig sein (Art. 81).¹¹⁶ Bei signifikanten wertreferenzierten Token und signifikanten E-Geld-Token wird die EBA ein Aufsichtskollegium (*College of Supervisors*) errichteten müssen, dem neben Vertreterinnen der EZB und der ESMA auch solche der NCA angehören (Erw. (49), Art 98 ff.). Bei signifikanten wertreferenzierten Token geht die Zuständigkeit für die Aufsicht über die Emittenten auf die EBA über (Art. 39 Abs. 5 bzw. Art. 40 Abs. 5 i.V.m. Art. 98 Abs. 1). Für die Aufsicht über Krypto-Dienstleister und Emittenten nicht signifikanter Token bleiben die NCA verantwortlich (Art. 98 Abs. 2). Bei signifikanten E-Geld-Token besteht eine geteilte Zuständigkeit zwischen den NCA und der EBA, wobei die EBA die Erfüllung der in der MiCAR festgelegten spezifischen Zusatzanforderungen für

¹¹³ Eine Bewilligungspflicht als Finanzintermediär nach GwG bleibt möglich. An diese Bewilligung sind keine Kapitalvorgaben geknüpft.

¹¹⁴ Vgl. Stablecoin-Wegleitung, 4 (Ziff. 2.3).

¹¹⁵ Entgegennahme von (strukturierte) Einlagen, Emission und Erbringung von Dienstleistungen in Zusammenhang mit Finanzinstrumenten wie Effekten oder Anteilen an Kollektivkapitalanlagen, Erbringung von Zahlungsdiensten usw.

¹¹⁶ Vgl. Jutzi/Abbühl, K 22.

signifikante E-Geld- Token beaufsichtigt (Erw. (68) i.V.m. Art. 98).¹¹⁷ Bei signifikanten Krypto-Dienstleistern kommen der ESMA gewisse Aufsichtsbefugnisse zu (Erw. (78b) i.V.m. Art. 75a).¹¹⁸

V. Verhaltens- und Organisationspflichten

1. Widerrufsrecht

Die MiCAR räumt natürlichen Personen, die für private Zwecke Utility Token oder allgemeine Token direkt vom Emittenten oder Krypto-Dienstleister, der diese Token im Namen des Emittenten platziert, erwerben, ein kostenloses Widerrufsrecht gegenüber dem betreffenden Emittenten oder Krypto-Dienstleister ein. Sie können dieses Widerrufsrecht während 14 Tagen nach dem Token-Erwerb (bei befristeten Angeboten bis zum Ablauf der Zeichnungsfrist) ausüben. Ab Information über den Widerruf haben die Emittenten/Krypto-Dienstleister maximal zwei Wochen Zeit, den Erwerberinnen ihre Zahlungen samt Gebühren zurückzuerstatten. Die Rückerstattung hat grundsätzlich auf demselben Weg (gleiches Zahlungsmittel) zu erfolgen wie die ursprüngliche Zahlung (Art. 12 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 28).

In der Schweiz besteht bislang kein entsprechendes regulatorisch verankertes Widerrufsrecht.

2. Whitepaper

Die MiCAR statuiert für Emittenten von Kryptowerten eine Pflicht zur Erstellung, Veröffentlichung, Genehmigung und Notifikation eines Whitepapers mit bestimmten Mindestinhalten.¹¹⁹ Diese sog. Whitepaper-Pflicht weist Parallelen zur Prospektspflicht auf. Allerdings handelt es sich beim Krypto-Whitepaper nicht um einen Prospekt i.S.d. Prospektverordnung. Die vorgegebenen Mindestinhalte für das Whitepaper variieren je nach Art des Token. In Bezug auf wertreferenzierte Token und E-Geld-Token braucht es detaillierte Angaben zum Reservevermögen (siehe unten, [C.VI.3.](#)) und allfälligen Rücktauschansprüchen (siehe unten, [C.V.4.](#); Art. 17 Abs. 1 b-f). Whitepaper für E-Geld-Token

¹¹⁷ Ausnahmen bei einem Bezug auf andere Unionswährungen als Euro siehe Erw. (68a) i.V.m. Art. 50 Abs. 5a.

¹¹⁸ In der Schweiz besteht bei systemisch bedeutsamen Zahlungssystemen (i.S.v. Art. 21 FinfraG; siehe oben, [C.III.6.](#)) eine Zuständigkeit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) nach Art. 23 (Art. 82 FinfraG).

¹¹⁹ Ausnahmen bestehen für die in Art. 4 Abs. 2 aufgezählten Token. Insb. lösen Mining-Reswards und NFTs keine Whitepaper-Pflicht aus (vgl. Jutzi/Abbühl, K 23).

müssen neben Angaben zu den Bedingungen für den Rücktausch etwa eine Bestätigung enthalten, dass die Token-Inhaberinnen jederzeit ein Recht auf Rücktausch zum Nennwert haben (Art. 44 Abs. 5, Art. 46 Abs. 5 Bst. a).

Enthält ein Whitepaper unvollständige, unfaire, nicht eindeutige oder gar irreführende Informationen, haften sowohl die Emittenten als auch deren Leitungsorgane/Geschäftsführung (!) für Schäden, die den Token-Inhaberinnen deswegen entstehen (Art. 14, 22, 47). Die Beweislast für den Verstoss gegen die Informationspflicht und den Token-Inhaberinnen deswegen entstandenen Schaden (inkl. Kausalzusammenhang zwischen Verstoss und Schaden) obliegt dabei den Token-Inhaberinnen. Eine Beweislastumkehr zulasten der Emittenten findet nicht statt. Die Haftung für Informationen im Whitepaper ist aufsichtsrechtlicher und somit zwingender Natur. D.h. ein Ausschluss zivilrechtlicher Haftung zeitigt keine Rechtswirkung. Die Whitepaper-Haftung schliesst zudem weitergehende zivilrechtliche Haftungsansprüche gestützt auf lokales Recht der einzelnen EU-Mitgliedstaaten nicht aus.

Die zuständigen Aufsichtsbehörden überwachen die Einhaltung der Vorgaben in Zusammenhang mit dem Whitepaper. Bei Bedarf können sie gegen die Veröffentlichung eines Whitepapers ein Veto einlegen bzw. die Aufnahme zussätzlicher Informationen in das Whitepaper verlangen (vgl. etwa Art. 82 Abs. 1 Bst. n).¹²⁰

In der Schweiz haften Schuldnerinnen (z.B. eine Aktiengesellschaft bei der Ausgabe von Aktien oder eine Gesellschaft, welche Darlehen zu ihrer Finanzierung aufnimmt) nach den allgemeinen Grundsätzen der Vertragshaftung (Art. 97 ff. OR) oder aus vorvertraglicher Haftung (sog. Verschulden bei Vertragsverhandlungen, *Culpa in Contrahendo*), wenn den Erwerberinnen von Registerwertrechten (DLT-Effekten) aus dem Nichtfunktionieren des Wertregisters ein Schaden entsteht.

Ergänzend dazu wurde mit dem DLT-Gesetz eine spezielle Informationshaftung ohne Freizeichnungsmöglichkeit für Schuldnerinnen von DLT-Effekten eingeführt. Demnach müssen Schuldnerinnen die Erwerberinnen über den Inhalt der DLT-Effekten, die Funktionsweise des Wertrechtereisters sowie die getroffenen Massnahmen zum Schutz des Funktionierens und der Integrität des Wertrechtereisters (z.B. Vorkehrungen gegen unbefugte Veränderungen des Registerinhalts) informieren und sie über mit der Registrierung verbundene technische Risiken aufklären. Falls den Erwerberinnen eines (vermeintlichen) Registerwertrechts ein Schaden durch unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben entsteht, haf-

¹²⁰ Vgl. Weber/Baisch, Digital Finance Package, 232, 234.

ten die Schuldnerinnen den Erwerberinnen, wenn sie nicht nachweisen können, dass sie bei den Informationen die erforderliche Sorgfalt angewendet haben (sie also bspw. ein Register gewählt haben, das den Anforderungen nicht genügt und sie die Erwerberinnen darüber falsch informiert haben). Mit dieser Haftung soll namentlich der Fall aufgefangen werden, in welchem sich die Integrität des Registers im Nachhinein als von Anfang an nicht vorhanden erweist und die Wertpapierwirkungen deshalb gar nie eintreten konnten (Art. 973i i.V.m. 973d Abs. 2-3 OR). Vereinbarungen, welche diese Haftung beschränken oder wegbedingen, sind nichtig.¹²¹

DLT-Effekten gelten als Finanzinstrumente i.S.v. FIDLEG (Art. 2 Bst. b FinfraG i.V.m. Art. 3 Bst. b FIDLEG). Finanzdienstleister, die Finanzdienstleistungen in Bezug auf DLT-Effekten erbringen und im Prospekt oder Basisinformationsblatt (Art. 35, 58 FIDLEG) unzutreffende Angaben zu diesen DLT-Effekten machen, haften für diese Informationen (Art. 69 FIDLEG). Von der Legaldefinition der DLT-Effekten nicht erfasst werden sog. Zahlungs- und Nutzungs-Token im Sinne der ICO-Wegleitung der FINMA.¹²²

3. Allgemeine Treuepflicht

Die MiCAR statuiert für Krypto-Dienstleister eine allgemeine Treuepflicht. Gemäss dieser allgemeinen Treuepflicht sind sämtliche Anbieter von Krypto-Dienstleistungen gehalten, ihren Kundinnen faire, klare und nicht irreführende Informationen zur Verfügung zu stellen. Dies gilt für sämtliche Informationen gegenüber Kundinnen, d.h. neben Marketing-Mitteilungen bspw. auch für vertragliche Informationen (Art. 59 Abs. 2).

Die Schweizer Finanzmarktregulierung enthält keine explizite allgemeine Treuepflicht für Krypto-Anbieter. Sie statuiert aber vereinzelt spezifische Treuepflichten, z.B. für Finanzdienstleister, die Dienstleistungen in Zusammenhang mit Finanzinstrumenten wie DLT-Effekten (z.B. zum Umgang mit Interessenkonflikten; Art. 26 FIDLEG) oder für Personen, die kollektive Kapitalanlagen (Fonds) aufbewahren oder verwalten (Art. 20 Abs. 1 KAG).

4. Rücktauschrecht

Stablecoins haben das Potenzial, eine breitere Akzeptanz zu erlangen als andere Token-Arten. Damit stellen sie ein potentiell höheres Risiko für Anle-

¹²¹ Vgl. auch BBl 2002, 260, 279, 283, 289 f.

¹²² Vgl. BBl 2002, 309.

gerinnen, Gegenparteien, die Finanzstabilität und eine geordnete Geldpolitik dar. Aus diesem Grund führt die MiCAR strengere Anforderungen für Finanzmarktaktivitäten in Bezug auf Stablecoins ein.¹²³

Unter anderem sieht sie für E-Geld-Token (also Token, die an nur eine einzige Fiat-Währung angebunden sind) zwingend eine Forderung auf Rücktausch vor: Emittenten von E-Geld-Token müssen E-Geld-Token zum Nennwert des erhaltenen Geldbetrags ausgeben und den E-Geld-Token-Inhaberinnen den monetären Wert der E-Geld-Token auf deren Verlangen jederzeit kostenlos und zum Nennwert in der Fiat-Währung, die als Bezugsgrundlage für die E-Geld-Token dient, zurückzahlen. Somit ist die Vereinbarung eines flexiblen Wechselkurses für diese Art von Token verboten (Erw. (45) i.V.m. Art. 44).

Im Gegensatz dazu enthielt der Kommissionsvorschlag für Inhaberinnen von wertreferenzierten Token ursprünglich keine zwingenden Rücktauschrechte für alle Token-Inhaberinnen. Er sah gewisse Mindestrecht für alle Token-Inhaberinnen nur für den Fall vor, dass der Emittent nur bestimmten (d.h. nicht allen Token-Inhaberinnen) ein Recht auf direkten Rücktausch oder eine direkte Forderung gegenüber dem Emittenten oder in Bezug auf das Reservevermögen einräumen sollte. Bspw. sollten Token-Inhaberinnen bei erheblichen Abweichungen des Werts der Token vom Wert des Reservevermögens das Recht erhalten, direkt vom Emittenten den Rücktausch ihrer Token gegen Reservevermögen zu verlangen (Erw. (40), Art. 35¹²⁴). Der finale Kompromisstext geht hier weiter als der Kommissionsvorschlag: Er statuiert ein Rücktauschrecht sowohl für E-Geld-Token-Inhaberinnen als auch für alle Inhaberinnen wertreferenzierter Token (Art. 35). Im Gegenzug wurde die Subsidiärhaftung für Unternehmen, die Geldbeträge im Tausch gegen die ausgegebenen E-Geld-Token entgegennehmen und aufbewahren, sowie für Personen, die für die Emittenten E-Geld-Token vertreiben, im Kompromisstext gelöscht (Art. 44 Abs. 7).

5. Beschwerdemanagement

Unter der MiCAR müssen Emittenten und Krypto-Dienstleister künftig ein kostenloses Beschwerdeverfahren für Kryptowerte-Inhaberinnen errichten und für eine zeitnahe und faire Behandlung aller Beschwerden sorgen (Art. 27, 65).

¹²³ Vgl. Kommissionsvorschlag, 4, 6; Reiser/Dobbins, 495.

¹²⁴ Welche Wertschwankungen ein direktes Rücktauschrecht auslösen, wird die EBA noch konkretisieren müssen (Art. 35 Abs. 5).

In der Schweiz ist bislang regulatorisch kein solches Beschwerdeverfahren vorgeschrieben. Mindestens die bewilligten Institute (insb. Banken, Wertpapierhäuser, Zahlungsdienstleister) verfügen in der Praxis aber bereits über ein entsprechendes Beschwerdemanagement. Sofern Emittenten oder Krypto-Dienstleister auch als Finanzdienstleister für Retail- und vermögenden Privatkundinnen tätig sind (sie also bspw. individuelles Portfoliomanagement, Anlageberatung oder Transaktionsausführungen in Bezug auf Finanzinstrumente wie DLT-Effekten erbringen), müssen sie sich einer Ombudstelle anschliessen. Die Kundinnen haben dann die Möglichkeit, bei der Ombudstelle ein Vermittlungsverfahren gegen den Finanzdienstleister einzuleiten (Art. 8 Abs. 1 Bst. c i.V.m. Art. 74 ff. FIDLEG).

6. Nachhaltigkeit

Für die Validierung von Transaktionen mit Kryptowerten verwendete Konsensmechanismen (z.B. *Proof-of-Work*) können nachteilige Auswirkungen auf Klima und Umwelt haben. Gemäss der MiCAR sollten solche Konsensmechanismen daher umweltfreundlichere Lösungen einsetzen und sicherstellen, dass etwaige wesentliche negative Auswirkungen auf Klima und Umwelt von Emittenten und Anbietern von Krypto-Werten ermittelt und offengelegt werden (Erw. (5a)). Dementsprechend müssen die Whitepapers (siehe oben, [C.V.2.](#)) Informationen über die wichtigsten negativen Umwelt- und Klimaauswirkungen des Konsensmechanismus enthalten, der für die Ausgabe der Kryptowerte verwendet wird (Art. 5 Abs. 1 Bst. g, 17 Abs. 6a, 17 Abs. 10c, 19 Abs. 4b). Inhalt, Methoden und Darstellung dieser Informationen wird die ESMA in technischen Regulierungsstandards noch näher spezifizieren (Erw. (5a) i.V.m. Art. 5 Abs. 11a).¹²⁵

7. Würdigung

Nach mit der Whitepaper-Pflicht (siehe oben, [C.V.2.](#)) vergleichbare Vorgaben für die Bereitstellung von und die Haftung für Informationen in Bezug auf Kryptowerte, die keine DLT-Effekten sind (etwa Zahlungs- und Nutzungstoken), sucht man in der Schweizer Finanzmarktregulierung vergeblich. Damit sich Anlegerinnen bei der Emission von Kryptowerten ein verlässliches Bild darüber machen können, was sie bei einer Investition in solche Werte erhalten und welche Risiken damit verbunden sind, wäre eine entsprechende Whitepaper-Pflicht für Anlegerinnen auch in der Schweiz wünschenswert. Derartige Transparenzvorgaben würden nicht in die Geschäftsmodelle der Anbieter ein-

¹²⁵ Vgl. EU Rat, Pressemitteilung 30. Juni 2022.

greifen.¹²⁶ Für den Marktzugang in die EU würde sich an der Einführung einer Whitepaper-Pflicht in der Schweiz für Schweizer Krypto-Anbieter allerdings nichts ändern: Für allgemeine Token besteht mit einem notifizierten Whitepaper bereits Marktzugang, und für die Emission referenzierter Token und von E-Geld-Token brauchen Schweizer Krypto-Anbieter eine Niederlassung in der EU (siehe oben, [C.III.](#)).¹²⁷ Indem die Emittenten dennoch ein Whitepaper erstellen, können sie jedoch zivilrechtliche Risiken aus dem Zusammenspiel von LugÜ/Rom-I-Verordnung¹²⁸ und damit verbundene Rechts- und Reputationsrisiken mitigieren (siehe oben, [C.II.2.](#)). Sollten die bereitgestellten Informationen nicht zutreffen, machen sie sich dadurch aber auch angreifbar.

Ein aufsichtsrechtlicher Rücktauschanspruch (siehe oben, [C.V.4.](#)) wie in der MiCAR existiert in der Schweiz so bislang nicht. Da ein solcher Rückerstattungsanspruch für Anlegerinnen attraktiv ist, wird die Schweiz hier mittelfristig mit der EU mitziehen müssen. Ansonsten könnte sich dies als Standortnachteil für die Schweizer Krypto-Branche erweisen.

Das in der EU vorgesehene Widerrufsrecht (siehe oben, [C.V.1.](#)) ist praktisch auf Nutzungs-Token beschränkt und es ist den Emittenten resp. Vertreibern überlassen, die Zeichnung zu befristen. Dementsprechend hat das Widerrufsrecht auf die Krypto-Branche in der Schweiz keinen wesentlichen Einfluss. Auch von der Pflicht zur Errichtung eines Beschwerdeverfahrens (siehe oben, [C.V.5.](#)) in der EU sind keine wesentlichen Auswirkungen auf die Schweizer Krypto-Branche zu erwarten.

Spezifische Vorgaben zur Nachhaltigkeit (siehe oben, [C.V.6.](#)) finden sich im DLT-Gesetz keine. Damit sich die Schweiz diesbezüglich im internationalen Vergleich keine Chancen vergibt, besteht hier mittelbarer Handlungsbedarf. Hierzu braucht es nicht zwingend neue Regularien. Das Thema Nachhaltigkeit kann auch auf Ebene einer Selbstregulierung der Branche angegangen werden.

VI. Kapitalanforderungen

1. Allgemeines

Um Risiken für die Finanzstabilität aufzufangen und zum Schutz der Verbraucherinnen sieht die MiCAR Eigenmittelanforderungen für Stablecoin-Emittenten sowie für gewisse Krypto-Dienstleister vor (siehe unten, [C.VI.2.](#)). Neben Eigenmitteln müssen Stablecoin-Emittenten über eine ausreichend liquide

¹²⁶ Gl. M. Weber/Baisch, Rz 47; Jutzi/Abbühl, K 25 f.

¹²⁷ Vgl. Jutzi/Abbühl, K 25 f

¹²⁸ Verordnung (EG) Nr. 593/2008.

Reserve im Verhältnis 1:1 und teilweise in Form von Einlagen verfügen. Mit der Reserve soll sichergestellt werden, dass sie ihre Rücktauschpflicht gegenüber den Token-Inhaberinnen jederzeit erfüllen können (siehe unten, [C.VI.3.](#)).¹²⁹ Zudem bestehen für Emittenten Vorgaben in Bezug auf die Verwahrung der erhaltenen Geldbeträge bzw. des Reservevermögens (siehe unten, [C.VI.4.](#)).

2. Eigenmittel

Emittenten von wertreferenzierten Token müssen jederzeit über Eigenmittel verfügen, die mindestens dem höchsten der folgenden Beträge entsprechen: 350'000 Euro, 2% des durchschnittlichen *Reservevermögens* oder ein Viertel der Fixkosten des vorangegangenen Jahres. Bei Anzeichen für erhöhte Risiken (z.B. aufgrund der Bewertung der Risikomanagementprozesse oder internen Kontrollmechanismen, Qualität / Volatilität des Reservevermögens, Signifikanz der Token oder Resultate von Stresstests) haben NCA die Möglichkeit, die benötigten Eigenmittel um 20% auf bis zu 2.4% des Reservevermögens heraufzusetzen.¹³⁰ Die Eigenmittel müssen in Form von sog. hartem Kernkapital i.S.d. CRR vorliegen (Art. 31).

Emittenten von E-Geld-Token müssen in Bezug auf die Eigenmittel grundsätzlich die gleichen Anforderungen wie E-Geld-Institute erfüllen. D.h. sie benötigen bei ihrer Zulassung ein Anfangskapital von mindestens 50'000 Euro. Zudem müssen sie jederzeit über Eigenmittel verfügen, die mindestens dem höchsten der folgenden Beträge entsprechen: 350'000 Euro oder 2% des durchschnittlichen E-Geld-Token-Umlaufs (sog. Methode D). Die NCA haben auch hier die Möglichkeit, Eigenmittel um bis zu 20% erhöhen (Art. 43 Nr. 1b MiCAR i.V.m. Art. 4-5 E-Geld-Richtlinie).¹³¹

Je nach Art der Krypto-Dienstleistung gelten auch für Krypto-Dienstleister Kapitalanforderungen. Diese können jedoch in Form von Eigenmitteln oder einer Versicherung erfüllt werden. Am strengsten sind die Eigenmittelvorgaben beim Betrieb von Handelsplattformen für Kryptowerte (Art. 60 i.V.m. Annex IV).

¹²⁹ Vgl. EU Rat, Pressemitteilung 29. Juni 2022.

¹³⁰ Bei signifikanten wertreferenzierten Token gelten höhere Eigenmittelanforderungen (Art. 31 Abs. 1 Bst. b i.V.m. Art. 41 Abs. 4).

¹³¹ Im Gegensatz zu Emittenten wertreferenzierter Token können die zuständigen Aufsichtsbehörden die Eigenmittelvorgaben bei E-Geld-Token auch herabsetzen (Art. 43 Nr. 1b MiCAR i.V.m. Art. 5 E-Geld-Richtlinie). Bei signifikanten E-Geld-Token gelten grundsätzlich die gleichen Eigenmittelvorschriften wie bei wertreferenzierten Token (Art. 52 Bst. a).

Für von der FINMA direkt oder indirekt über eine sog. Aufsichtsorganisation i.S.d. sog. Finanzinstitutsgesetzes¹³² beaufsichtigte Personen gelten in der Schweiz ebenfalls Eigenmittelanforderungen. Hierzu gehören namentlich Banken (i.S.v. Art. 1a BankG), Fintechs (i.S.v. Art. 1b BankG), DLT-Handelssysteme (i.S.v. Art. 73a FinfraG) sowie Finanzinstitute wie Wertpapierhäuser oder individuelle Vermögensverwalter (i.S.v. Art. 41, 17 Abs. 1 FINIG). Für die (Eigen-)Emission reiner Nutzungs- oder Zahlungs-Token gelten sowohl unter der MiCAR als auch in der Schweiz keine spezifischen Eigenmittelvorgaben.

Seit Inkrafttreten des DLT-Gesetzes geniessen kryptobasierte Vermögenswerte (einschliesslich Zahlungs-Token) in der Schweiz insolvenzrechtliche Privilegien (Art. 242a Schuldbetreibungs- und Konkursgesetzes¹³³, Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG).¹³⁴ Aussonderbare (Art. 242a SchKG) bzw. absonderbare (Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG) Token qualifizieren als Depotwerte. Dementsprechend müssen sie nicht auf der Bilanz bzw. in den Büchern der Verwahrstelle geführt und folglich auch nicht mit entsprechenden Eigenmitteln unterlegt werden.¹³⁵ Lücken bestehen in Bezug auf den Einlagenschutz bei Entgegennahme von Fiat-Währungen durch Fintechs. Diese sind im Unterschied zu kryptobasierten Vermögenswerten im Konkurs nicht absonderbar. Hier strebt der Bundesrat künftig eine Lösung an, in der die Kundengelder vom übrigen Vermögen von Fintechs segregiert werden müssen mit dem Ziel, Kundinnen besser zu schützen bzw. deren Sicherung im Konkursfall zu gewährleisten.¹³⁶

3. Reservevermögen

Zusätzlich zu den Eigenmitteln müssen Emittenten von wertreferenzierten für jede ausgegebene Kategorie von wertreferenzierten Token eine sog. *Vermögenswertreserve* bilden. Mit Vermögenswertreserve ist der Korb aus Fiat-Währungen, Waren oder Kryptowerten gemeint, mit dem die wertreferenzierten Token unterlegt sind (Art. 3 Abs. 1 Nr. 21). Die Vermögenswertreserve steht im Verhältnis zum Emissionsvolumen der Token und dient als Bezugsgrösse für die Bemessung der Eigenmittel (Art. 32; siehe oben, [C.VI.2.](#)). Sie ist gesondert von den Eigenmitteln aufzubewahren. Die konkreten Liquiditätsanforderungen für die Anlage der Vermögenswertreserve müssen EBA, ESMA und EZB

¹³² Finanzinstitutsgesetz vom 15. Juni 2019 (FINIG, SR 954.1).

¹³³ Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG, SR 281.1).

¹³⁴ Einzelheiten zu den Kriterien zur Aussonderbarkeit siehe Reiser/Dobbins, 487 f.

¹³⁵ Um als Depotwerte zu klassifizieren, müssen die kryptobasierten Vermögenswerte absonderbar, d.h. individuell oder – bei sammelverwahrten Token – anteilmässig einzelnen Kundinnen zuordenbar sein (Art. 16 Ziff. 1^{bis} Bst. b BankG).

¹³⁶ Bericht des Bundesrates, Evaluation gemäss Artikel 52a des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen, 16. Dezember 2022, 5 f.

noch ausarbeiten. Dabei haben sie sich an gewisse Mindestanforderungen zu halten. Diese sehen u.a. vor, dass Emittenten mindestens 30% der erhaltenen Geldbeträgen in den im Token referenzierten Fiat-Währungen als Einlagen bei einem Kreditinstitut halten müssen (Art. 32, insb. Art. 32 Nr. 1d Abs. 2 Bst. b und Abs. 4, i.V.m. Erw. (36)-(37), (42), (49)). Den verbleibenden Teil des Reservevermögens dürfen sie nur in hochliquiden Finanzinstrumenten mit minimalem Markt-, Kredit- und Konzentrationsrisiko anlegen (Art. 34).¹³⁷

Wie die Emittenten von wertreferenzierten Token müssen auch Emittenten von E-Geld-Token mindestens 30% der erhaltenen Geldbeträge als Einlagen bei Kreditinstituten halten. Die übrigen Geldbeträge dürfen sie nur in hochliquiden Vermögenswerten mit minimalem Markt-, Kredit- und Konzentrationsrisiko anlegen. Die Vermögenswerte müssen bei einem Kreditinstitut verwahrt werden und auf dieselbe Währung lauten wie die Bezugswährung der ausgegebenen E-Geld-Token. Damit sollen Währungsrisiken vermieden werden. (Art. 43 Nr. 1b i.V.m. Art. 49 Abs. 1 und Erw. (48) MiCAR i.V.m. Art. 7 E-Geld-Richtlinie i.V.m. Art. 9 Abs. 1-2 der sog. Zahlungsdienste-Richtlinie¹³⁸).¹³⁹

In der Schweiz bestehen Reserve- bzw. Absicherungspflichten bspw. bei Fintechs und der Ausgabe von Strukturierten Produkten. Diese Vorgaben beziehen sich allerdings nicht spezifisch auf Kryptowerte (siehe oben, [C.III.6.](#)).

4. Verwahrstellen

Emittenten von Kryptowerten müssen die entgegengenommenen Geldbeträge resp. das Reservevermögen bei einer sog. *Verwahrstelle* hinterlegen (Art. 9 Abs. 2, Art. 33 Abs. 1 Bst. a, Art. 49). Welche Personen als Verwahrstelle in Frage kommen, hängt von der Art der emittierten Token und der Zusammensetzung des Reservevermögens ab: Emittenten von wertreferenzierten Token können das Reservevermögen bei einem Kreditinstitut oder einem sog. *Krypto-Verwahrer*¹⁴⁰ verwahren lassen, soweit es sich dabei um Kryptowerte handelt. Bei Finanzinstrumenten müssen sie die Verwahrung einer Wertpapierfirma oder einem Kreditinstitut übertragen. Bei allen anderen Vermögenswerten kommt

¹³⁷ Bei signifikanten wertreferenzierten Token gelten höhere Liquiditätsanforderungen für die Vermögenswertreserve (Art. 41 Nr. 6 Abs. 1 Bst. aa).

¹³⁸ Richtlinie (EU) 2015/2366.

¹³⁹ Bei signifikanten E-Geld-Token gelten hinsichtlich Reservevermögen im Wesentlichen die gleichen Vorschriften wie bei den wertreferenzierten Token (Art. 52 Bst. a).

¹⁴⁰ D.h. Krypto-Dienstleister, welche die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten oder der Mittel für den Zugang zu solchen Kryptowerten (z.B. in Form von Schlüsseln wie Private Identification Keys oder PIK) für Dritte erbringen (Art. 53 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 Bst. a und Nr. 10).

als Verwahrstelle nur ein Kreditinstitut in Frage (Art. 33 Abs. 2 Bst. a, ba und b). Emittenten von E-Geld-Token müssen das Reservevermögen auf einem gesonderten Konto bei einem Kreditinstitut hinterlegen (Art. 43 Nr. 1b i.V.m. Art. 7 E-Geld-Richtlinie i.S.v.m. Art. 9 Abs. 1-2 Zahlungsdienste-Richtlinie i.V.m. Art. 49 MiCAR).¹⁴¹ Bei der Emission von allgemeinen Token können die aufgenommenen Vermögenswerte bei Kreditinstituten (bei öffentlichen Angeboten) oder Krypto-Verwahrern hinterlegt werden (Art. 9 Abs. 2).

Die Verwahrstellen müssen das Reservevermögen auf den Namen der Emittenten in einem Verzeichnis der Risikopositionen (bei Kryptowerten), *in ihren Büchern* in einem Depot (bei Finanzinstrumenten) oder *in ihren Büchern* auf einem separaten Konto (bei Geldbeträgen resp. Fiat-Währungen) führen.¹⁴² Die Werte sollen bei der Verwahrstelle jederzeit als Teil des Reservevermögens identifiziert werden können (Art. 33 Abs. 4, Art. 49 Abs. 1 Bst. b). Die in ihren Büchern geführten Werte des Reservevermögens müssen Verwahrstellen – gemäss den auf sie anwendbaren Finanzmarktregulierungen (z.B. CRD IV/CRR für Kreditinstitute) – mit Eigenmitteln unterlegen.

5. Würdigung

Damit sie ihren Verpflichtungen gegenüber den Anlegerinnen (insb. deren Rücktauschrecht) jederzeit nachkommen können, benötigen Stablecoin-Emittenten in der EU künftig gewisse Eigenmittel und müssen die ausgegebenen Stablecoins bis zu 100% mit liquiden Reserven unterlegen. In der Schweiz können Tätigkeiten in Bezug auf Stablecoins eine Bewilligungspflicht nach einem Schweizer Finanzmarktgesetz auslösen (siehe oben, [C.III.6.](#)). Mit Ausnahme des GwG enthalten diese Finanzmarktgesetze ebenfalls Eigenmittelvorschriften. Bspw. müssen Fintechs ein Mindestkapital von 3% der entgegengenommenen Einlagen und sammelverwahrten kryptobasierten Vermögenswerte dauernd halten, mindestens jedoch 300'000 Schweizer Franken (Art 1b Abs. 3 Bst. c BankG i.V.m. Art. 17a Abs. 1 BankV¹⁴³). In Bezug auf die Kapitalanforderungen sind die Schweizer Regulierung und die MiCAR also zwar nicht identisch, aber vergleichbar.

In der Schweiz sind kryptobasierte Vermögenswerte im Konkurs zudem aus- bzw. absonderbar, soweit sie sich einzelnen Kundinnen individuell oder anteilmässig zuordnen lassen. Diese Absonderbarkeit erweist sich für Anlegerinnen

¹⁴¹ Bei signifikanten E-Geld-Token gelten im Wesentlichen die gleichen Verwahrungsvorschriften wie bei den wertreferenzierten Token (Art. 52 Bst. a).

¹⁴² Kryptowerte müssen in einem Positionsregister vermerkt, aber nicht in den Büchern der Verwahrstelle geführt werden.

¹⁴³ Bankenverordnung vom 30. April 2014 (BankV; SR 952.02).

v.a. bei Emissionen von Token, die auf kryptobasierte Vermögenswerte referenzieren, sowie bei der Verwahrung von kryptobasierten Vermögenswerten (inkl. Stablecoins) als nützlich (siehe oben, [C.VI.2.](#)).

Welches System aus Kundensicht besser ist – Aus-/Absonderbarkeit wie in der Schweiz oder Mindestreserven/-eigenmittel wie in der EU (und je nach anwendbarem Finanzmarktgesetz in der Schweiz) – lässt sich abstrakt schwer beantworten. In beiden Fällen bestehen Betrugsrisiken: Falls ein Finanzmarktakteur die Zuordenbarkeit der kryptobasierten Vermögenswerte nicht wie vorgeschrieben umsetzt (bspw. die Verwahrstelle keine (aktuellen) Listen zur Zuordnung der kryptobasierten Vermögenswerte führt, wie dies bspw. im FTX-Kollaps befürchtet wird), lassen sich die betreffenden Vermögenswerte im Konkursfalle praktisch nicht aus-/absondern. Ebenso gut kann sein, dass Emittenten oder Verwahrstellen die Vorgaben in Bezug auf Eigenmittel oder Reserven nicht einhalten (sie also bspw. das Halten der vorgeschriebenen Einlagen nur vorspiegeln). Für den Kundenschutz entscheidend ist v.a., wie die *Corporate Governance* der Emittenten und Verwahrstellen ausgestaltet ist, und inwieweit die zuständigen Aufsichtsbehörden die Einhaltung dieser Vorgaben überwachen. Die in der MiCAR vorgesehenen Vorgaben zu den Eigenmitteln und zum Reservevermögen machen den EU-Markt für Kryptowerte für Anlegerinnen also nicht *per se* attraktiver.

Aufgrund der Eigenmittel- und Reservevorgaben dürfte die Emission von Stablecoins über sog. *Special Purpose Vehicles* (SPV) in der EU künftig nicht mehr möglich sein. Anders ist es bei Emittenten, die den EU-Markt lediglich auf Reverse Solicitation-Basis bedienen. Hier bietet die Schweiz gegenüber der EU für Krypto-Anbieter also einen Standortvorteil.

VII. Haftung der Verwahrstellen und Krypto-Verwahrer

Wenn Verwahrstellen Finanzinstrumente oder Kryptowerte des Reservevermögens verlieren, haften sie den Emittenten bis zum Markt(!)wert der verloren gegangenen Werte. Von dieser Haftung können sie sich nur befreien, wenn sie nachweisen, dass der Verlust auf ein äusseres Ereignis zurückzuführen ist, das sich nach vernünftigem Ermessen ihrer Kontrolle entzog und dessen Folgen trotz aller zumutbaren Anstrengungen nicht hätten vermieden werden können (Art. 33 Abs. 8).

Krypto-Verwahrer, die Kryptowerte von Kundinnen infolge von Funktionsstörungen oder Vorfällen wie Betrug oder Hacking verlieren, haften den Kundinnen für diese Verluste ebenfalls bis zum Marktwert (Art. 67 Abs. 3 i.V.m. 8). Im Gegensatz zum Kommissionsvorschlag sieht der Kompromisstext für die Krypto-Verwahrer eine ähnliche Haftungsbefreiungsmöglichkeit wie für die

Verwahrstellen vor. Hierzu müssen sie nachweisen, dass ihnen die Ereignisse, die zum Verlust der Kryptowerte der Kundinnen geführt haben, nicht zuzurechnen sind (z.B. ein Problem, das mit dem Betrieb des DLT-Systems zu tun hat, auf das der Krypto-Verwahrer keinen Einfluss hat).

Welche Massnahmen/Ereignisse die zuständigen Behörden im Einzelfall für zumutbar/anrechenbar erachten, lässt sich im Voraus schwer abschätzen. Dementsprechend müssen Verwahrstellen/Krypto-Verwahrer damit rechnen, dass sie sich bei Verlust der verwahrten Vermögenswerte nicht exkulpieren können und somit bis zum Marktwert haften. Dagegen sollten sie sich absichern. Für den Fall, dass Verwahrstellen/Krypto-Verwahrer die Verwahrung und Verwaltung des Reservevermögens oder von Kryptowerten von Kundinnen an Dritte delegieren, sollten sich diese Dritten darauf einstellen, dass ihnen die Verwahrstellen/Krypto-Verwahrer die Haftung für einen Verlust dieser Werte überbinden.

In der Praxis schliessen Verwahrstellen/Krypto-Verwahrer eine Haftung für Verluste von Kryptowerten der Kundinnen regelmässig aus oder begrenzen sie. Bei dieser Haftung handelt es sich jedoch um Aufsichtsrecht und somit um zwingendes Recht. D.h. es kann vertraglich nicht eingeschränkt werden. Kundinnen ist dies häufig nicht bewusst. Entsprechende Haftungsausschlüsse/-begrenzungen können für Kundinnen irreführend sein und somit gegen die allgemeine Treuepflicht verstossen (siehe oben, [C.V.3.](#)). Verwahrstellen und Krypto-Verwahrer, die in ihren Verträgen eine weniger strenge Haftung statuieren als in der MiCAR vorgesehen, werden ihre Verträge anpassen müssen.

VIII. Outsourcing

Emittenten müssen die im Tausch gegen die emittierten Token erhaltenen Geldbeträge bzw. das Reservevermögen für diese Token von Kreditinstituten, Wertpapierfirmen oder Krypto-Verwahrer verwahren lassen, also von Personen, die über eine entsprechende EU-Bewilligung verfügen (siehe oben, [C.VI.4.](#)). Fraglich ist, ob diese Personen für die Verwahrung und Verwaltung ihrerseits Dritte – namentlich Drittlandakteure wie Schweizer Depotbanken – beiziehen dürfen. Anders gefragt: Darf der *Cold Storage*/Server mit den PIK in der Schweiz sein oder müssen die PIK in der EU aufbewahrt werden?

Im Gegensatz zum Kommissionsvorschlag hält der Kompromisstext für Krypto-Dienstleister ausdrücklich fest, dass diese ihre Tätigkeiten auch an ausserhalb der EU domizilierte Personen auslagern dürfen (Art. 66 Abs. 1

Bst. g¹⁴⁴). Die Verantwortung für die Verwahrung und Verwaltung verbleibt jedoch bei den Krypto-Dienstleistern (Art. 66 Abs. 1 Bst. a). Diese müssen sicherstellen, dass die beigezogenen Dritten mit der für die Aufsicht über die Krypto-Dienstleister zuständigen Aufsichtsbehörde zusammenarbeiten und diese jederzeit Zugang vor Ort bei den Dritten zu den für ihre Aufsichtstätigkeit benötigte Informationen haben (Art. 66 Abs. 1 Bst. d).¹⁴⁵ Dieses unbeschränkte Informationszugangserfordernis könnte für das Outsourcing an Schweizer Krypto-Anbieter zum Stolperstein werden: Wollen fremdländische Aufsichtsbehörden bei FINMA beaufsichtigten Personen (Banken, Wertpapierhäuser usw.) (Kunden-)Informationen einholen oder Vor-Ort-Kontrollen durchführen, brauchen sie hierfür eine Bewilligung der zuständigen Behörde. Solche Bewilligungen beschränkten sich typischerweise auf im Voraus und auf anonymisierter Basis ausgewählte Kundendossiers.

Für ein Outsourcing der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten an Dritte durch Krypto-Verwahrer gelten Spezialvorgaben, die den allgemeinen Outsourcing-Vorschriften (Art. 66) vorgehen. Krypto-Verwahrer dürfen diese Tätigkeit nur an Krypto-Dienstleister auslagern, die ihrerseits über eine Zulassung nach Art. 53 verfügen (Art. 67 Nr. 9). Eine solche Lizenz setzt eine Niederlassung in der EU voraus (Art. 53 Nr. 1 Abs. 2-3). Eine Auslagerung der Kryptoverwahrung an Drittlandakteure wie Schweizer Depotbanken ist unter der MiCAR daher künftig nicht mehr möglich.

D. Zusammenfassung und Ausblick

Im Vergleich zum in der Schweiz verfolgten Ansatz „*Same Business, Same Risks, Same Rules*“ ist die MiCAR komplexer, insb. was die Abgrenzung zu Bewilligungspflichten unter bereits bestehenden Finanzmarktregulierungen (MiFID II usw.) anbelangt.

Anders als die Schweizer Regulierung enthält die MiCAR zahlreiche Regeln zum Schutz des europäischen Marktes. Damit schränkt sie die Möglichkeiten für Schweizer Krypto-Anbieter zur grenzüberschreitenden Bedienung des EU-Markts in Bezug auf Kryptowerte ein. Dies gilt insb., aber nicht nur, in

¹⁴⁴ „Anbieter von Krypto-Dienstleistungen stellen sicher, dass an der Auslagerung beteiligte Dritte [...] Standards erfüllen, die gelten würden, wenn die Dritten in der Union niedergelassen wären.“

¹⁴⁵ Vgl. Gortsos, 71. Die Anforderungen an die Auslagerung in Art. 66 gelten für sämtliche Anbieter von Krypto-Dienstleistungen, nicht nur für Krypto-Verwahrer. Handelt es sich bei den Verwahrstellen um Kreditinstitute oder Wertpapierfirmen, sind für die Frage der Auslagerung die für diese Institute anwendbaren Regularien (CDR IV/CDD, MiFID II/MiFIR usw.) heranzuziehen.

Bezug auf E-Geld-Token. Umgekehrt erschliesst die EU mit der neuen Regulierung den europäischen Binnenmarkt für Kryptowerte: Heute gelten in den verschiedenen EU-Ländern unterschiedliche Vorgaben für die Emission von Kryptowerten und die Erbringung von Krypto-Dienstleistungen. Dies erschwert Krypto-Anbietern eine grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung innerhalb der EU. Unter der MiCAR dürfen sie ihre Token/Dienstleistungen künftig mittels EU-Pass in alle anderen EU-Ländern exportieren, wenn sie in einem EU-Land über eine entsprechende Zulassung verfügen.

Verhaltenspflichten wie die Whitepaper-Pflicht oder das Rücktauschrecht und das Haftungssubstrat, das Emittenten und Krypto-Dienstleister als Eigenmittel und Vermögensreserven halten müssen, sorgen für Transparenz und Sicherheit. Dies macht den EU-Markt für Kryptowerte in für Anlegerinnen – und somit auch für Krypto-Dienstleister – attraktiv. Wenn die Schweiz mit der EU mithalten will, sollte sie mindestens die Einführung einer Whitepaper-Pflicht ins Auge fassen.

Der Schweizer Krypto-Standort bietet Krypto-Anbietern einen gewichtigen Vorteil, nämlich die mit dem DLT-Gesetz eingeführten zivilrechtlichen und insolvenzrechtliche Regelungen der Übertragung von Token (resp. der damit verknüpften Rechte) und der Behandlung von Token im Konkurs. Diese Regelungen sind für den Anlegerschutz von zentraler Bedeutung. Sie schaffen Rechtssicherheit für alle beteiligten Parteien und erlauben es Schweizer Krypto-Anbietern, neue Geschäftsmodelle wie bspw. die Ausgabe digitaler Aktien für Kapitalerhöhungen auszuprobieren. Die MiCAR beschränkt sich auf aufsichtsrechtliche Aspekte und lässt zivil- und insolvenzrechtliche Fragen offen. Sie geht also weniger weit als das DLT-Gesetz.

Aufgrund der erwähnten Standortvorteile der Schweiz, aber auch, weil Stablecoins derzeit noch nicht sehr weit verbreitet sind, werden sich Krypto-Anbieter mit Einführung der MiCAR zwar wärmer anziehen müssen. Eine Eiszeit wird für sie deswegen aber nicht anbrechen.

EuZ

ZEITSCHRIFT FÜR EUROPARECHT

25. Jahrgang

Herausgeber

Europa Institut an der
Universität Zürich
Hirschengraben 56
8001 Zürich
Schweiz
eiz@eiz.uzh.ch

Institut für deutsches und
europäisches Gesellschafts-
und Wirtschaftsrecht der
Universität Heidelberg
Friedrich-Ebert-Platz 2
69117 Heidelberg
Deutschland

LL.M. Internationales
Wirtschaftsrecht
Universität Zürich
Hirschengraben 56
8001 Zürich

Wissenschaftlicher Beirat

Prof. (em.) Dr. Heinz-Dieter Assmann, Universität Tübingen (Bank- und Kapitalmarktrecht); Prof. (em.) Dr. Peter Behrens, Universität Hamburg (Gesellschaftsrecht); Prof. Dr. Andreas Glaser, Universität Zürich (Staatsrecht und Demokratie); Prof. Dr. Michael Hahn, Universität Bern (Wirtschaftsvölkerrecht); Prof. Dr. Waltraud Hakenberg, Universität des Saarlandes (EuGH); Prof. Dr. Andreas Heinemann, Universität Zürich (Wirtschafts- und Wettbewerbsrecht); Prof. Dr. Sebastian Heselhaus, Universität Zürich (Umwelt, Energie); Prof. Dr. Bernd Holznagel, Universität Münster (Telekommunikation, Medien); Prof. Dr. Dr. Dr. Waldemar Hummer, Universität Innsbruck (Auswärtige Beziehungen); Prof. Dr. Andreas Kellerhals, Universität Zürich (Gemeinsame Handelspolitik); Prof. Dr. Helen Keller, Universität Zürich (EMRK); Prof. Dr. Dr. h.c. Manfred Löwisch, Universität Freiburg i. Br. (Arbeits- und Sozialrecht); Prof. Dr. Francesco Maiani, Universität Lausanne (Strafjustiz und öffentliche Verwaltung); Prof. Dr. René Matteotti, Universität Zürich (Steuerrecht); Prof. Dr. Frank Meyer, Universität Zürich (int. Strafprozessrecht); Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff, Universität Heidelberg (Binnenmarkt und Industriepolitik); Prof. Dr. Matthias Oesch, Universität Zürich (Institutionelles, Rechtsstaatlichkeit); Prof. Dr. Roger Rudolph, Universität Zürich (Arbeits- und Privatrecht); Prof. Dr. jur. Dres. h.c. Jürgen Schwarze, Universität Freiburg i. Br. (Allgemeine, institutionelle und finanzielle Fragen); Prof. Dr. Florent Thouvenin, Universität Zürich (Datenschutz); Prof. (em.) Dr. Rolf H. Weber, Universität Zürich (Digitale Transformation); Prof. (em.) Dr. Roger Zäch, Universität Zürich (Konsumentenschutz)

Redaktion

Dr. Tobias Baumgartner, LL.M., Rechtsanwalt (Leitung)

MLaw Sophie Tschalèr

Dr. Wesselina Uebe, Rechtsanwältin

Urheberrechte

Alle Beiträge in diesem Open Access-Journal werden unter den Creative Commons-Lizenzen CC BY-NC-ND veröffentlicht.

Cover-Foto: Karolina Grabowska, [Pexels](#)

Erscheinungsweise

EuZ – Zeitschrift für Europarecht erscheint zehnmal jährlich online. Die Leitartikel werden zu Beginn des Folgejahres zusätzlich in Form eines Jahrbuchs als eBook sowie im Wege des print on demand veröffentlicht.

Zitierweise

EuZ, Ausgabe 1/2022, A 13.

ISSN 1423-6931

Kontakt

EIZ Publishing c/o Europa Institut an der Universität Zürich

Dr. Tobias Baumgartner, LL.M., Rechtsanwalt

Hirschengraben 56

8001 Zürich

Schweiz

eiz@eiz.uzh.ch

Version 1.00-20220411

DOI

Simone Tobler, MiCAR – Höhenflug oder unsanfte Landung für Schweizer Krypto-Anbieter?, <https://doi.org/10.36862/eiz-euz018>