



**76. Forum Finanzmarktregulierung,
25.11.2025**

**Neukonzeption des liechtensteinischen
Finanzmarktrechts:
Grundfragen
des neuen Bank- und Börserechts**

Prof. Dr. Bernhard Burtscher

Dr. Florian Ebner

Professur für Bank- und Finanzmarktrecht
Liechtenstein Business Law School
Universität Liechtenstein

Hintergrund

- Rezeption (CH)
 - BankG 1961 (ca. 40 Bestimmungen)
 - BankG 1992 (Totalrevision)
- Eigene Wege
 - Bankbegriff
- Anpassung an EWR
 - 1998 (Grundlage), 2006/2007 (CRD I, MiFID)
 - 2014 (CRD IV, CRR), 2019 (CRD V, CRR II; MiFID II)

«Neukonzeption»

The screenshot shows the FMA (Finanzmarktaufsicht Liechtenstein) website. The navigation bar includes 'Finanzdienstleister', 'Aufsicht & Regulierung', 'Standort', 'Medien & Öffentlichkeit', and 'Die FMA'. The main content area features a breadcrumb trail: 'Zurück zur Übersicht' > 'Aufsicht & Regulierung' > 'Regulierungsprojekte' > 'Neukonzeption des Finanzmarktrechts'. A sidebar on the left lists 'Regulierungsprojekte' with sub-items: 'Reform des Europäischen Systems der Finanzaufsicht (ESFS-Review/Reform)', 'EU-AML Paket', and 'Neukonzeption des Finanzmarktrechts'. The main heading is 'Neukonzeption des Finanzmarktrechts'.

The screenshot shows an article from the Liechtensteiner Vaterland newspaper. The title is 'Aufräumen auf Wunsch des Finanzmarkts'. The text states: 'Die Regierung schlägt eine Neukonzeption des Aufsichtsrechts für Banken und Wertpapierfirmen vor, auf Wunsch der Finanzmarktverbände und der Uni Liechtenstein. Dabei stehen weniger inhaltliche Änderungen als eine übersichtlichere Gesetzesarchitektur im Fokus.' The article is dated 10. Juli 2024, 23:53 Uhr. The author is Daniela Fritz. There are social media sharing icons for email, Facebook, X, and Print.



© Screenshot: Landeskanal



LIECHTENSTEIN Dringend nötige Reform des Finanzwesens wird umgesetzt

Der Liechtensteiner Landtag behandelt heute, Freitag, die Neukonzeption des Aufsichtsrechts für Banken und Wertpapierfirmen.

Reformschwerpunkte

- «Entflechtung» Bank- und Wertpapieraufsichtsrecht
- «Totalrevision» BankG
- «Neuschöpfung» BörseG
- «Aufräumaktion» vs materielle Änderungen

1

Bankrecht

Reformprogramm

- formell
 - Ordnung, System, Struktur
 - Art 1 Abs 2: Gläubiger- und Anlegerschutz, Funktionsfähigkeit, Stabilität des Finanzsystems
- strukturell
 - «vollständige Europäisierung des liechtensteinischen Bankenaufsichtsrechts» (BuA 26, 37)
 - Bruch mit Rezeptionsgrundlage: Folgen für die Auslegung?
- materiell
 - CRD & EBA-Leitlinien («gold plating»?)
 - Schwerpunkte: Bankgeschäfte / Organisation und Governance / Sanktionen

1.1

Bankgeschäfte

Einlagengeschäft

- Bankgeschäfte sind
 - ... die Annahme von Einlagen und anderen rückzahlbaren Geldern (Art 6 Abs 1 lit a)
 - EBA/GL/2021/12 Rz 49 ff: «Rückzahlungsverpflichtung»
- Ausnahmen für ...
 - ~~– ... Verpflichtungen gegenüber Anteilseignern der Bank oder Wertpapierfirma und mit ihnen wirtschaftlich oder familiär verbundenen Personen (Art 3 Abs 5 lit g Z 5 BankG aF)~~
 - Family Offices? (*Schopper/Raschner*, LJZ 2024, 92)
 - ~~– ... Leistungen bei der Emission von Anleiheobligationen oder anderen vereinheitlichten und massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen (Art 3 Abs 5 lit b BankG aF)~~
 - Unternehmensanleihen? (BuA Nr. 74/2004, 77 f, 86 f)

Zurück zum Start?

- Bankgeschäfte sind
 - ... die Annahme von Einlagen und anderen rückzahlbaren Geldern (Art 6 Abs 1 lit a)
 - EBA/GL/2021/12 Rz 49 ff: «Rückzahlungsverpflichtung»
- Ausnahmen für ...
 - ... Verpflichtungen gegenüber Anteilseignern der Bank oder Wertpapierfirma und mit ihnen wirtschaftlich oder familiär verbundenen Personen
 - ... Leistungen bei der Emission von Anleiheobligationen oder anderen vereinheitlichten und massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen

Überblick (Art 6)

- 1) Bankgeschäfte sind:
 - a) die Annahme von Einlagen und anderen rückzahlbaren Geldern (Einlagengeschäft);
 - b) die Ausleihung von Geldern an einen unbestimmten Kreis von Kreditnehmern (Kreditgeschäft);
 - c) die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für andere (Depotgeschäft);
 - d) die Übernahme von Bürgschaften, Garantien und sonstigen Haftungen für andere, sofern die übernommene Verpflichtung auf Geldleistungen lautet (Garantiegeschäft);
 - e) die Ausgabe, Verwaltung und der Einzug von Wechseln, Schecks oder Reiseschecks (**Scheck- und Wechselgeschäft**);
 - f) der Ankauf von Wechseln und Schecks (**Diskontgeschäft**);
 - g) der Handel auf eigene oder fremde Rechnung mit Devisen, Schecks oder Wechseln (Devisen- und Valutengeschäft);
 - h) der laufende Ankauf von Forderungen auf der Grundlage von Rahmenverträgen mit oder ohne Rückgriff (**Factoring**);
 - i) die Emission von gedeckten Schuldverschreibungen nach dem Gesetz über Europäische gedeckte Schuldverschreibungen;
 - k) die Durchführung von bankmässigen Ausserbilanzgeschäften.

1.2

Governance

Grundlagen

- Rechtsform (Art 19)
 - AG oder SE
- Statuten und Reglemente (Art 23)
 - Genehmigungspflicht FMA für «jede Änderung» des Geschäftsreglements (Art 23/4)
 - keine Genehmigungspflicht für Änderungen anderer Reglemente (BuA Nr. 137/2024, 25)
- Organisation (Art 21)
 - VR (mind. 3) + GL (mind. 2 und neu mind. 200%)
 - Bezug zu Liechtenstein (Art 19 Abs 2)

«Cooling-off»

- Bestellungsverbot
 - für Mitglieder der GL ... zum Vorsitzenden oder stellvertretenden Vorsitzenden des VR
 - binnen 1 Jahr ab Ausscheiden aus der GL ... innerhalb derselben Bank
- Rechtsfolge bei Verstoss
 - Art 65 Abs 3: «... so gilt er als nicht gewählt.»
 - Wahl zum «einfachen» VR-Mitglied wirksam?

«Fit and Proper»

- Adressaten (Art 63 Abs 1 und 2)
 - VR, GL, Leiter interne Revision, Inhaber von Schlüsselfunktionen (in allen Banken)
- «Gewährsprüfung» ex ante (Art 64 Abs 1)
 - Banken von erheblicher Bedeutung: alle Gewährsträger
 - alle anderen Banken: VR, GL, Leiter interne Revision ≠ sonstige Schlüsselkräfte
- Laufende interne Prüfung (Art 63 Abs 7a und 7b VNB LNR 2025-892)
 - regelmässig und im Anlassfall zu prüfen

«Fit and Proper»



Andreas Bierwirth © trend / Lukas Ilgner

HOME → BUSINESS → UNTERNEHMER:INNEN

Nach nur acht Monaten verlässt der frühere Magenta CEO Andreas Bierwirth die Erste Group, bei der er nach dem Fit & Proper-Test Vorstand für das Privatkunden-Geschäft werden hätte sollen. Der Manager will nun Unternehmer werden.

Abo FMA gab Bewilligung nicht

«Leichter Compliance-Verstoss»: Darum kann Andreas Gerber den LLB-Job nicht antreten

Der frühere Firmenkundenchef der Credit Suisse stolperte über eine nicht absolvierte Online-Schulung. Die FMA stellte deshalb fest, dass seine «persönliche Integrität» nicht gegeben sei.

15. Juli 2024, 08:10 Uhr [↻](#) 07. August 2024, 03:37 Uhr



Redaktion

[🔊 Artikel anhören](#)



1.3

Sanktionen

Öffentliches Recht

- gerichtliche Strafen (Art 245): «*Entkriminalisierung*» (BuA 300; vgl *Frick/Reiff*, LJZ 2024, 144 ff)
- Verwaltungsstrafen (Art 246): Erhöhung des Strafrahmens (BuA 303)
- Verwaltungsstrafen und Verfassung (VfGH G 408/2016-31 ua)

1.4

Schluss

Fazit

- gelungene Reform
 - Ordnung, Struktur, Systematisierung
- materielle Änderungen
 - Bankgeschäfte, Organisation und Governance, Sanktionen
- offene Fragen
 - Gerichts- und Aufsichtspraxis?



2

Börserecht

2.1

Hintergrund & Überblick

Europäisches Recht

- Handelsplätze
 - Geregelter Markt (GM)
 - Multilaterale Handelssysteme (MTF)
 - Organisierte Handelssysteme (OTF)
 - Multilaterale DLT-Handelssysteme (DLT-MTF)
 - DLT Handels- und Abwicklungssysteme (DLT-TSS)
- } Pilotregelung für DLT-Marktinfrastrukturen
VO (EU) 2022/858
- Bilateraler Handel
 - Systematische Internalisierer (SI)

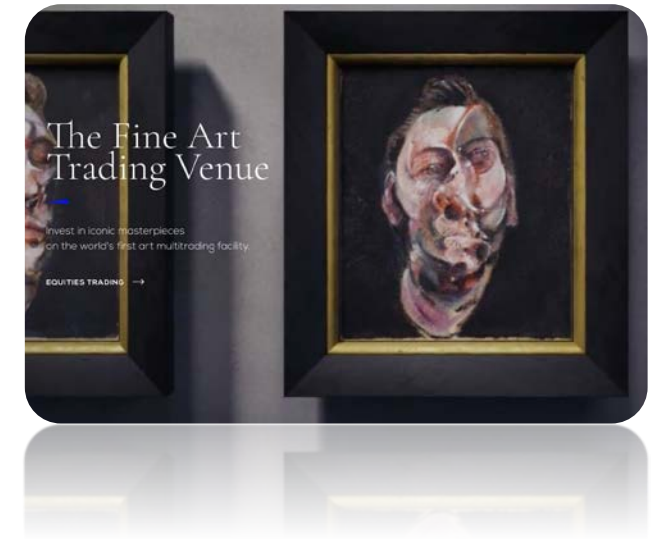
Liechtenstein

Wirtschaftlich

- Derzeit **ein** zugelassener Handelsplatz (MTF):
ARTEX Global Markets AG
- Aktien der LLB, VP Bank an der **SIX Swiss Exchange**
- Anleihen an verschiedenen **Börsen im EWR** (ua Frankfurt)

Rechtlich

- Bislang ungenügende Rechtsgrundlage für geregelten Markt
 - Fehlende Umsetzung der Börsenzulassungs-RL (trotz Übernahme in EWR)
 - Bestimmungen über Börseorganisation nicht ausreichend detailliert



Quelle: <https://artxgm.com/>

Regelungsinhalt

Umfassender Rechtsrahmen für Handel an der Börse, alternative Handelsplätze und angrenzende Dienstleistungen

- Handelsplätze
 - Geregelter Markt
 - Multilaterales Handelssystem (MTF)
 - Organisiertes Handelssystem (OTF)
 - Algorithmischer Handel / direkter elektronischer Zugang
 - Systematische Internalisierer
 - Post-Trading
 - Datenbereitstellungsdienste
 - Genehmigtes Veröffentlichungssystem (APA)
 - Genehmigter Meldemechanismus (ARM)
- } Neue Börserecht
- } Grossteils Überführung aus BankG /BankV alt
- } Schnittstellen zu EWR-VO
- } Temporäre «Koordinationsbestimmung» bis zur Übernahme ESFS-Review in EWR

2.2

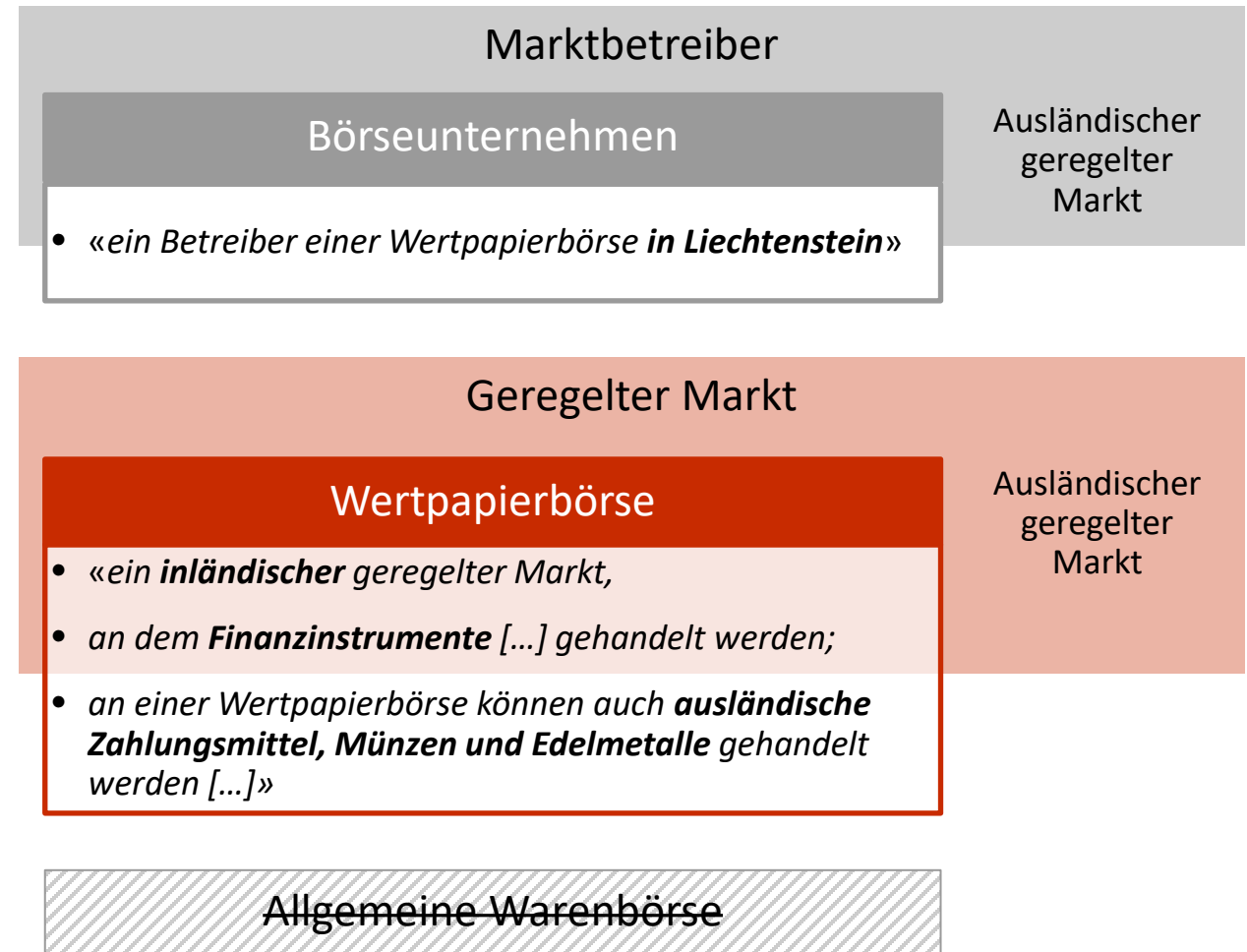
Neues Börserecht (Geregelter Markt)

Möglichkeiten zur Ausgestaltung der Börseverfassung

- Öffentlich-rechtliche oder privatrechtliche Börseorganisation?
 - Historische Beispiele:
 - **Öffentlich-rechtlich:** Einrichtung Wiener Börse durch Maria Theresia 1771 («staatliche Zwangsbörse»)
 - **Privatrechtlich:** Entwicklung kantonaler Börsen in der Schweiz (private Vereinigungen)
 - Heute: **Zweckentsprechende Börseverfassung**
 - Börse als staatliche Aufgabe?
 - Körperschaft/Anstalt des öffentlichen Rechts – beliehenes Unternehmen – Initiative der Privatwirtschaft?
 - Hoheitliche Mittel – privatrechtliche Instrumente – Kombination?
- MiFID II überlässt wesentliche Strukturfragen dem nationalen Gesetzgeber
- Rezeption des österreichischen **BörseG 2018**, aber teilweise Abweichungen

Börse und Börseträger

- Privatrechtlicher organisierter Börseträger
 - AG oder SE
 - Konzessionssystem (Berücksichtigung MiFID II)
- Wertpapierbörse als Markt
 - Keine Rechtsfähigkeit
- Bewertung



Rechtsverhältnis zu Emittenten und Handelsteilnehmern

Rezeptionsvorlage BörseG 2018

- Börseunternehmen als privatrechtlich organisierter, aber «**beliehener Rechtsträger**»
- Emittent
 - Zulassung von Finanzinstrumenten begründet **öffentlich-rechtliches Rechtsverhältnis** mit Emittenten
 - Parallel: Privatrechtliches Rechtsverhältnis (insb Marktsegmentierung)
- Handelsteilnehmer
 - **Privatrechtliches Rechtsverhältnis**
 - Bei Vorliegen der Voraussetzungen: **Kontrahierungszwang** (§ 28 Abs 2, § 35 Abs 1 BörseG 2018)
- **Praktische Auswirkungen** (Rechtsschutz, Beendigung des Rechtsverhältnisses)

Rechtsverhältnis zu Emittenten und Handelsteilnehmern

Handelsplatz- und Börsegesetz

- Privatrechtliches Modell
 - Allgemeine Geschäftsbedingungen, von FMA zu genehmigen (Art 17, Art 16 Abs 3)
 - Integrierte Reglemente (Zulassungs-, Handels- und Überwachungs-, Beschwerdereglement)
- Emittent
 - **Privatrechtliches Rechtsverhältnis** (aber gesetzliche Vorgaben für «Listing» und «Delisting»)
 - Nur «faktischer», aber **kein «absoluter» Kontrahierungszwang?** (BuA 72/2024, S 24 vs S 62)
- Handelsteilnehmer
 - **Privatrechtliches Rechtsverhältnis**
 - Bei Erfüllung Voraussetzungen: **Kontrahierungszwang** (Art 36 Abs 1) – Ausnahme: Drittstaaten
- **Rechtsschutz** ≠ Verwaltungsweg

Rechtsverhältnis zu Emittenten und Handelsteilnehmern

Konkretisierung durch Verordnung

Art 8 Abs 3 lit a Z 2 HPBV

«[...] gegebenenfalls die Befugnis, die Zulassung trotz Erfüllung der formalen gesetzlichen und reglementarischen Voraussetzungen zu verweigern, wenn nach Überzeugung der Zulassungsstelle nach Art. 10 Abs. 1 Bst. a **überwiegende Interessen des Anlegerschutzes oder des Börseunternehmens** gegen eine Zulassung sprechen»

Art 10 Abs 2 HPBV

«Die **Zulassungs- und die Überwachungsstelle** müssen von der Geschäftsführung des Börseunternehmens sowie mehrheitlich von den Teilnehmern und Emittenten **personell und organisatorisch unabhängig** sein. [...] In der Zulassungsstelle müssen **Börsemitglieder bzw. -teilnehmer, Emittenten sowie Anleger angemessen vertreten** sein.»

Anforderungen für die Zulassung («Listing»)

- **Bisher:** Doppelte Regelung im EWR-Recht
 - «Zulassung zum Handel am geregelten Markt» («*admission to trading*») iSd MiFID II
 - Prinzipienbasierte Anforderungen, sollen «fairen, ordnungsgemässen und effizienten Handel» sicherstellen
 - «Amtliche Notierung» («*official listing*») iSd Börsenzulassungs-RL
 - Sollte ursprünglich besonders hohe Qualität der gelisteten Titel signalisieren
- **Künftig:** EU Listing Act RL (EU) 2024/2811
 - Aufhebung Börsenzulassungs-RL Ende 2026 – Überführung wesentlicher Anforderungen in Art 51a MiFID II
 - Erleichterter Marktzugang (zB für KMU)
- **Liechtenstein:**
 - Vorabumsetzung in HPBG
 - Mindeststreuung: 10% **oder** 2,5% über mindestens 50 Aktionäre – «*Einladung, auch für enge Titel*»

Widerruf der Zulassung («Delisting»)

- Durch das Börseunternehmen (Art 31)
- Auf Antrag des Emittenten (Art 32 f)
 - Keine Harmonisierung im EWR
 - Orientierung an BörseG 2018 – Einschränkung der Privatautonomie!
 - **Allgemeine Voraussetzungen:** IdR Notierungsdauer > 3 Jahre, keine Gefährdung des Anlegerschutzes
 - **Aktien und andere Beteiligungspapiere:**
 - Antrag nur mit **Zustimmung von $\frac{3}{4}$ der Eigentümer** (GV-Beschluss oder Aktionärsverlangen)
 - Wahrung des Anlegerschutzes durch **Übernahmeangebot**
oder
Zweitnotiz in EWR/Drittland (Gleichwertigkeitsprüfung)
 - Unvollständige Rezeption (Delisting-Angebot im ÜbG; Regelungen für «kaltes Delisting»)

2.2

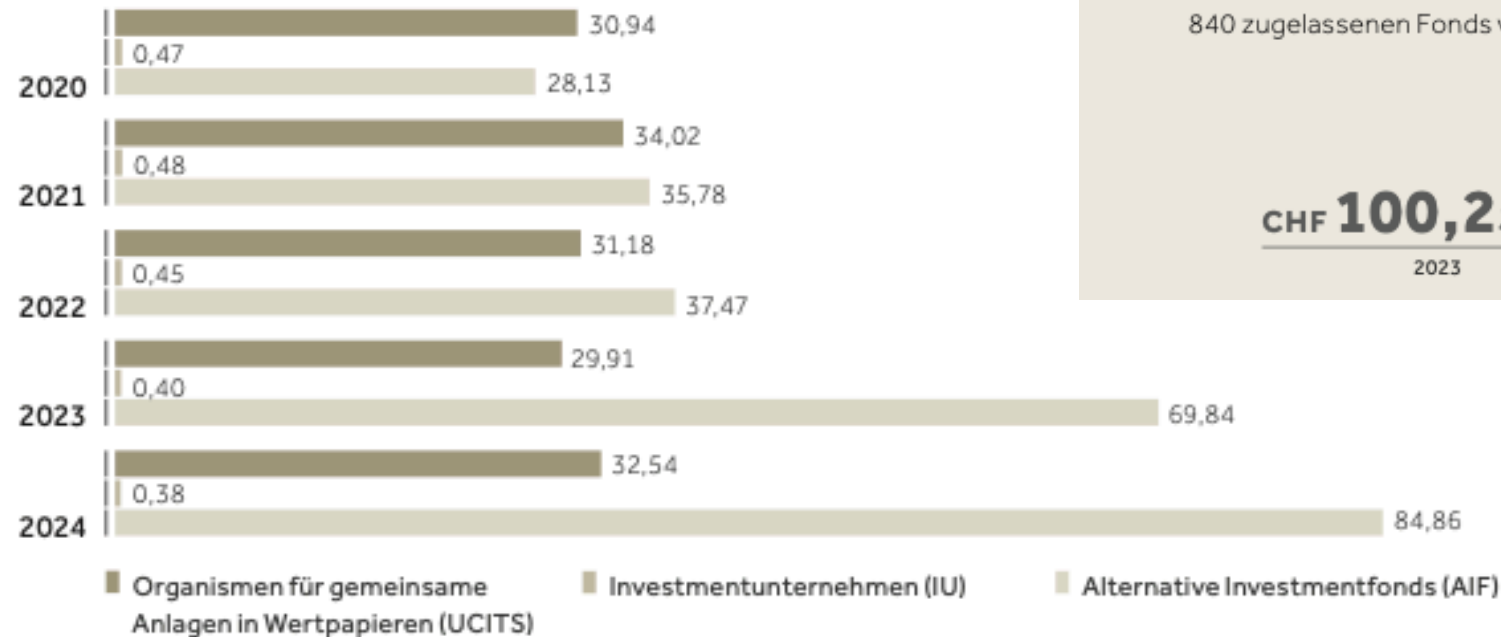
Entwicklungsmöglichkeiten und Chancen

Traditionelle Marktinfrastrukturen

- Einrichtung einer Wertpapierbörse in Liechtenstein?
 - Keine Beleihung eines bestimmten Unternehmens – **Initiative aus Privatwirtschaft nötig**
 - Ausreichend attraktives Geschäftsmodell?
- Alternative Handelsplätze
 - Bereits ein Betreiber eines MTF in Liechtenstein – Erweiterung des Geschäftsmodells?
- Mögliche Ausrichtung
 - Finanzierungsbedarf von Staat und Realwirtschaft?
 - Veranlagung von verwaltetem Vermögen
 - Secondary Listings (vgl «*Global Market*» der Wiener Börse)¹
 - «Fondsbörse»?

¹ <https://www.wienerbourse.at/news/wiener-boerse-news/schweizer-aktien-global-market/>

FMA-Bericht: Finanzplatz Liechtenstein 2025



Grafik 13

Entwicklung des Fondsvolumens (in Mrd. CHF)

FONDSVOLUMEN GESTIEGEN

Liechtenstein bietet attraktive Rahmenbedingungen für Fonds. Das Volumen der in den 840 zugelassenen Fonds verwalteten Vermögen stieg auch 2024 stark an

Fondsvolumen

CHF 100,25 Mrd. 2023 **CHF 117,8 Mrd.** 2024

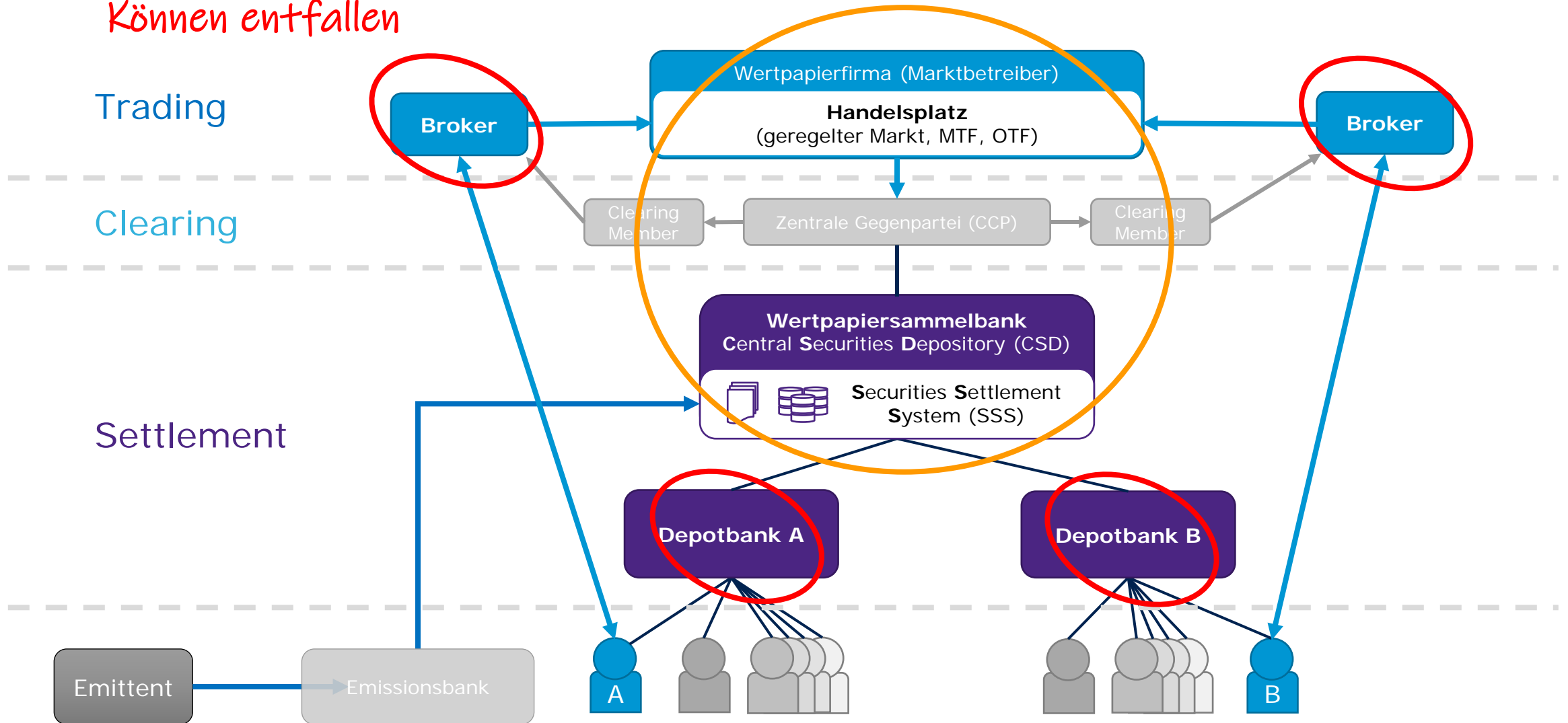
Quelle: <https://www.fma-li.li/de/news/zahlen-zum-finanzplatz-praesentiert-1435>

Mögliche Chance: DLT-Marktinfrastrukturen

- Pilotregelung für DLT-Marktinfrastrukturen – VO (EU) 2022/858
 - Mittlerweile auch in EWR übernommen
 - Erlaubt insb direkte Anbindung von Endanlegern, Kombination von Trading und Settlement

Kombinierte Leistungserbringung durch eine FMI (DLT TSS) möglich

Können entfallen



Mögliche Chance: DLT-Marktinfrastrukturen

- Pilotregelung für DLT-Marktinfrastrukturen - VO (EU) 2022/858
 - Mittlerweile auch in EWR übernommen
 - Erlaubt ua direkte Anbindung von Endanlegern, Kombination von Trading und Settlement
 - Ein Dienstleister kann gesamte Wertschöpfungskette abdecken
 - Beispiel: **21X AG** (<https://21x.eu>)
- Internationales Geschäftsmodell – **Standortfrage**
- Liechtenstein
 - HPBG: Klare Regelung für MTF, Orientierung nahe am Wortlaut der MiFID II
 - TVTG: Privatrechtliche Grundlage für Handel mit Token

Fazit

- Gelungene und übersichtliche Rechtsgrundlage
- Grundfragen
 - Orientierung am österreichischen BörseG 2018
 - Abweichungen in wesentlichen Bereichen – Orientierung am Schweizer Modell («Selbstregulierung»)
 - Rezeption oder eigenständiges Börserecht?
- Entwicklungsmöglichkeiten
 - Gesetzgeberische Hausaufgaben (zum grössten Teil) erledigt
 - Aufgabe: Entwicklung des liechtensteinischen Börseplatzes



Vielen Dank

www.uni.li



Prof. Dr. Bernhard Burtscher

Dr. Florian Ebner

Professur für Bank- und Finanzmarktrecht
Liechtenstein Business Law School
Universität Liechtenstein