

Verwahrung von Wertpapieren und Kryptowerten:

Grundsatzfragen und praxisrelevante Probleme an der Schnittstelle zwischen Aufsichts- und Privatrecht

Florian Ebner¹, Julian Isci¹, Bernhard Burtscher¹

¹Professur für Bank- und Finanzmarktrecht, Universität Liechtenstein



Bedeutung für den Finanzplatz

Die Verwahrung und Verwaltung von Vermögenswerten ist für **Anleger und Dienstleister** von grosser Bedeutung: Einerseits könnte eine Vielzahl von Finanzdienstleistungen ohne gleichzeitige Verwahrung der Vermögenswerte nicht erbracht werden. Andererseits ist oft ein grosser Teil des Vermögens der Anleger in verwahrten Finanzinstrumenten gebunden, sodass der Schutz der Kundenwerte besondere Relevanz hat. Mit der fortschreitenden Digitalisierung werden nun vermehrt auch DLT-Finanzinstrumente und andere Kryptowerte Gegenstand der Verwahrung. Die Bedeutung effektiver Regelungen in diesem Bereich wird etwa durch den Crash der Krypto-Börse FTX belegt, bei dem Kunden Zugriff auf Kryptowerte im Wert von mehr als USD 8 Mrd verloren.

Rechtlich bewegt sich die Verwahrung von Wertpapieren und Kryptowerten in einem komplexen Regelungsumfeld aus **europäischem Aufsichtsrecht und nationalem Privatrecht**. Im Rahmen des Forschungsprojekts wurden Grundsatzfragen und praxisrelevante Auslegungsprobleme untersucht.

Unterschiede: Traditionelle Finanzinstrumente und Kryptowerte

Die Verwahrung von Kryptowerten bringt im Vergleich zur Verwahrung traditioneller Finanzinstrumente **strukturelle Veränderungen** mit sich: Sofern überhaupt noch physische Urkunden vorhanden sind, werden traditionelle Wertpapiere heute idR bei Zentralverwahrern (CSDs) aufbewahrt und durch Depotbanken und Wertpapierfirmen lediglich buchmässig erfasst (**Fig. 1**). Bei der Verwahrung von Kryptowerten tritt dagegen das Element der Aufbewahrung wieder stärker in den Vordergrund, weil sie mithilfe sog «Private Keys» beherrscht werden können. Wegen der Fragmentierung der technischen Infrastruktur (unterschiedliche DLT-Systeme) und des Risikos von Cyberangriffen ist dafür allerdings mehr Know-How erforderlich, als bei der Aufbewahrung physischer Wertpapierurkunden. Gleichzeitig wird diese Aufgabe oft nicht durch spezialisierten Drittverwahrer, sondern durch die Dienstleister im Endkundenbereich übernommen. Der rechtliche Rahmen muss diesen Entwicklungen Rechnung tragen.

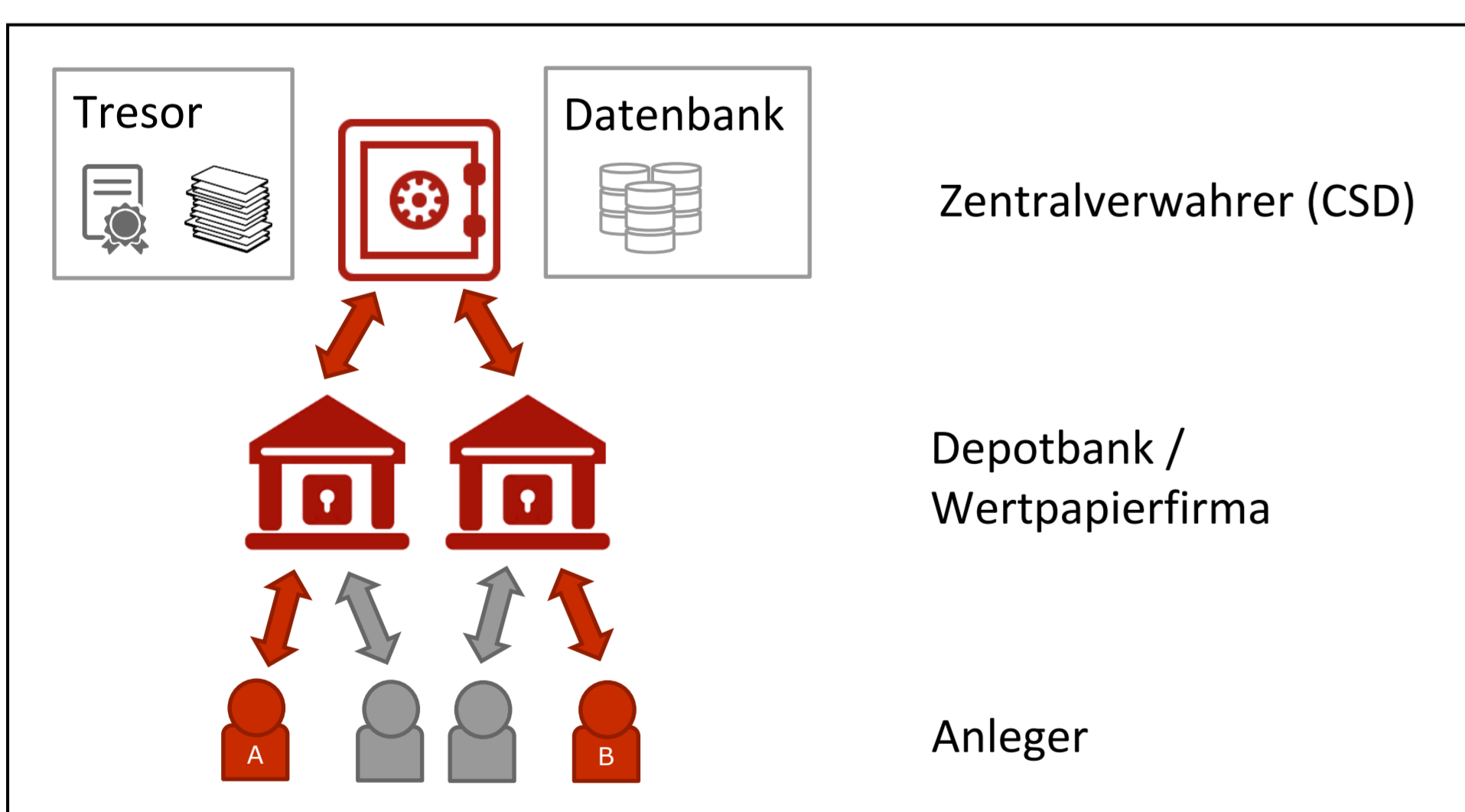


Fig.1 Verwahrung traditioneller Finanzinstrumente

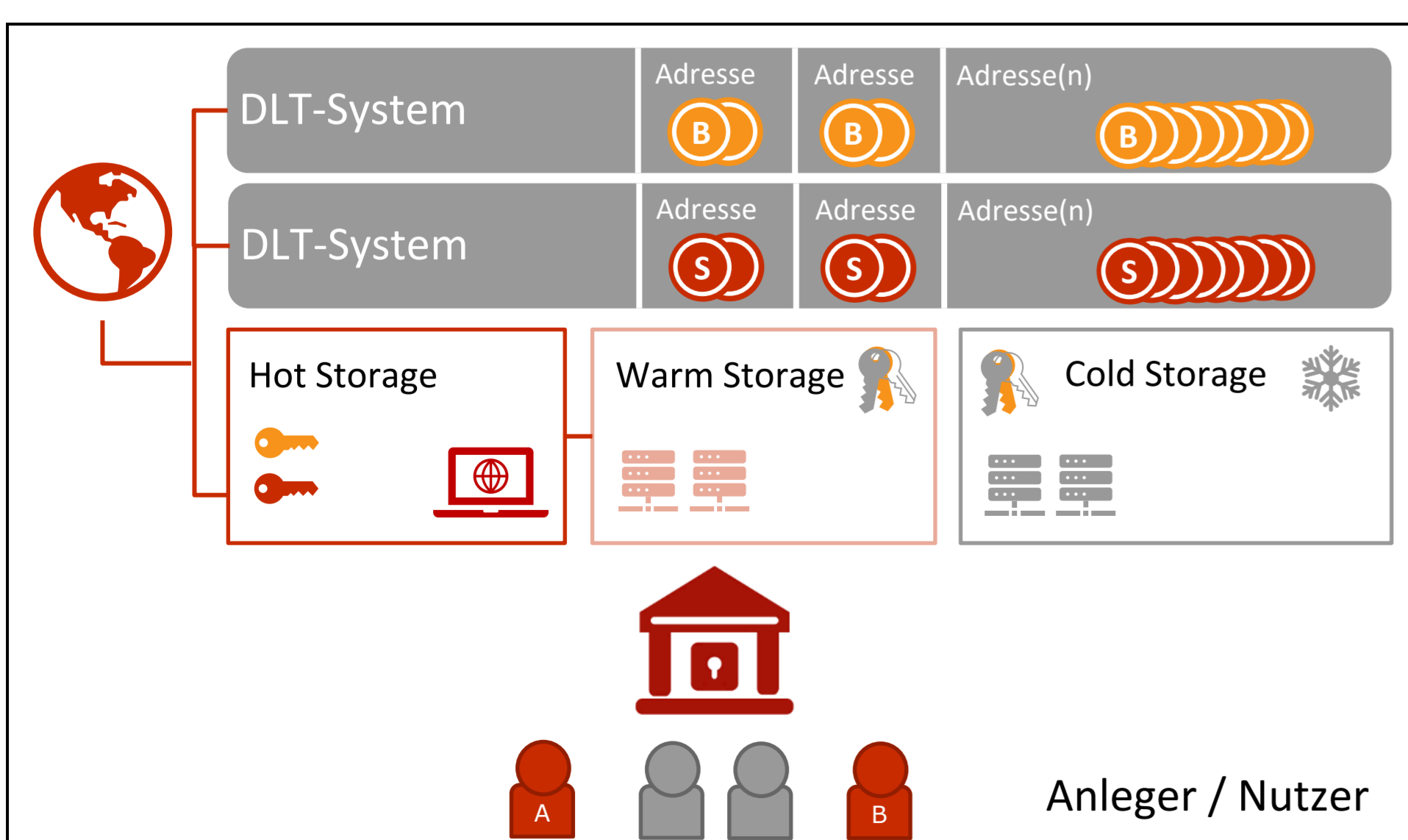


Fig.2 Verwahrung von Kryptowerten: Für Transaktionen auf externe Adressen ist eine Internetverbindung notwendig. Um das Risiko von Cyberangriffen zu reduzieren, werden «Private Keys» oft vollständig vom Internet getrennt gespeichert («Cold Storage») oder durch organisatorische Massnahmen abgeschirmt («Warm Storage»).

Rechtsrahmen für die Verwahrung

Aufsichtsrecht

Das Aufsichtsrecht kennt – vor allem zum Schutz der Kunden – strenge Vorgaben für die Verwahrung. Die Rechtsgrundlagen unterscheiden sich je nach Art des Vermögenswerts:

- **Finanzinstrumente:** Die Verwahrung von Finanzinstrumenten wird durch die MiFID II, die zugehörigen delegierten Verordnungen und die nationalen Umsetzungsrechtsakte (BankG, WPF, WPDG) reguliert. Das gilt auch für «Security Token», die Finanzinstrumenten nachgebildet sind. Durch die DLT-Pilotregelung werden die Vorgaben ua durch spezielle IT- und Cyberstrukturen und eine europarechtlich angeordnete Haftung für den Verlust von Kundenwerten ergänzt, um neuartigen Risiken zu begegnen.¹
- **Kryptowerte:** Token, die keine Finanzinstrumente sind, fallen idR in den Anwendungsbereich der «Markets in Crypto-Assets Regulation» (MiCAR). Nach Art 70, 75 MiCAR gelten strenge Vorgaben für die Verwahrung, die derzeit noch viele praxisrelevante Auslegungsfragen aufwerfen.
- **«Non-fungible Token»:** Nicht vertretbare Kryptowerte (zB digitale Kunstwerke) sind vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgenommen. Im Sinne des Kundenschutzes enthält das TVTG für Dienstleister mit Sitz in Liechtenstein jedoch eigene Anforderungen an «VT-Verwahrer» und die von ihnen erbrachten Dienstleistungen.

Privatrecht

Wichtige Aspekte der Verwahrung (zB der Schutz der Kundenwerte in der Insolvenz des Verwahrers) müssen durch das nationale Privatrecht geregelt werden. Da es in Liechtenstein – anders als in vielen Nachbarländern – kein eigenes Depotgesetz gibt, stellen sich einige Rechtsfragen an der Grenze zum Wertpapierrecht (PGR, TVTG). Wichtige Aspekte wie die Aussonderungsfähigkeit von Finanzinstrumenten (Art 207 BankG) und Kryptowerten (Art 25 TVTG) sind jedoch durch Sonderbestimmungen klar festgelegt.

Verwendung von Kunden-Kryptowerten auf eigene Rechnung²

Durch die Verwendung von Kundenwerten auf eigene Rechnung des Dienstleisters können verwahrte Vermögenswerte produktiv eingesetzt werden, wodurch eine zusätzliche Rendite realisiert wird. Die Verwendung für «Staking» oder «Lending» ist gerade bei Kryptowerten sehr beliebt. Während das traditionelle Finanzmarktaufsichtsrecht diesem wirtschaftlichen Bedürfnis Rechnung trägt und die Verwendung von Kunden-Wertpapieren mit ausdrücklicher Zustimmung des Kunden explizit anspricht (Art 16 Abs 8 MiFID II), bestehen nach Art 70 Abs 1 MiCAR erhebliche Zweifel. Demnach muss der Verwahrer allgemein verhindern, dass «die Kryptowerte von Kunden für eigene Rechnung verwendet werden».

Entgegen der Ansicht der ESMA³ besteht aber wenig Grund für ein generelles Verbot der Verwendung von Kunden-Kryptowerten auf eigene Rechnung. Ein enges Verständnis des Art 70 Abs 1 MiCAR würde zu Widersprüchen mit Art 16 Abs 8 MiFID II und Art 7 Abs 5 DLT-PR führen, die für «Security Token» einschlägig sind: Manche Kryptowerte wären mit Zustimmung des Kunden verwendbar («Security Token»), andere nicht. Dass Art 16 Abs 8 MiFID II und Art 7 Abs 5 DLT-PR die ausdrückliche Zustimmung des Kunden bei der Verwendung fordern, hat in erster Linie Beweiswurzeln. Das Fehlen einer entsprechenden Anordnung in der MiCAR legt lediglich nahe, dass die Regulierung dem nationalen Gesetzgeber überlassen werden sollte. Zudem verwirklicht sich bei der Verwendung auf eigene Rechnung mit Zustimmung des Kunden keines der Risiken, die Art 70 Abs 1 MiCAR verhindern soll: Weder werden die Kunden-Kryptowerte durch organisatorische Mängel dem Gläubigerzugriff ausgesetzt noch ohne Einverständnis des Kunden verwendet.

Vorträge und Publikationen

Vorträge (Auswahl)

- **Florian Ebner**, Verwahrung von Kryptowerten: Aufsichts- und privatrechtliche Rahmenbedingungen, Stabsstelle für Digitale Innovation, Liechtensteinische Landesverwaltung (17.6.2025)
- **Julian Isci**, Verwendung von Kunden-Kryptowerten auf eigene Rechnung, 4. Digital Assets Rechtstagung, Wirtschaftsuniversität Wien (18.11.2025)

Publikationen (Auswahl)

- **Florian Ebner**, Pilot-Regime-VO, in Miernicki (Hrsg), Kommentar zum österreichischen DepotG (erscheint 2026)
- **Julian Isci**, Die Verwendung von Kunden-Kryptowerten auf eigene Rechnung, BKR 2025, 348 (gemeinsam mit *J. Hirtenlehner*)
- **Julian Isci**, The Use of Customer Crypto-Assets for the Custodian's Own Account, CMLJ 2026 (Publikation angenommen, gemeinsam mit *J. Hirtenlehner*)



Fig. 3: Vortrag zur Verwahrung von Kryptowerten beim «Blockchain & Innovation Circle» der Stabsstelle für Digitale Innovation.



Fig. 4: Die Ergebnisse zur Verwendung von Kunden-Kryptowerten auf eigene Rechnung werden bei der 4. Digital Assets Rechtstagung an der WU Wien mit Teilnehmern aus Wissenschaft, Praxis und öffentlichen Institutionen diskutiert.

Zusammenfassung

Im Rahmen des Forschungsprojekts wurden Grundsatzfragen und praxisrelevante Einzelfragen der Verwahrung an der Schnittstelle zwischen Aufsichts- und Privatrecht untersucht. Dabei konnte unter anderem gezeigt werden, dass die Verwahrung von Kryptowerten gegenüber der Verwahrung traditioneller Wertpapiere strukturelle Veränderungen mit sich bringt, die durch den Rechtsrahmen berücksichtigt werden müssen. Die einschlägigen Vorgaben im europäischen Aufsichtsrecht (MiCAR, DLT-Pilotregelung) tragen neuartigen Risiken Rechnung, werfen dabei aber zahlreiche Auslegungsfragen auf, die Praxis und Wissenschaft beschäftigen. Wenngleich Liechtenstein zu den Vorreitern im Bereich der Finanzmarktgesetzgebung zählt, gibt es auch im Privatrecht noch offene Rechtsfragen, da es – anders als in den meisten Nachbarländern – bislang kein eigenes Depotgesetz gibt.

Kontakt

Dr. iur. Florian Ebner
florian.ebner@uni.li

Referenzen (Untertitel)

1. Siehe dazu *F. Ebner*, Pilot-Regime-VO, in Miernicki (Hrsg), Kommentar zum österreichischen DepotG (erscheint 2026)
2. Siehe dazu *J. Isci*, Die Verwendung von Kunden-Kryptowerten auf eigene Rechnung, BKR 2025, 348 (gemeinsam mit *J. Hirtenlehner*); *J. Isci*, The Use of Customer Crypto-Assets for the Custodian's Own Account, CMLJ 2026, angenommen zur Publikation (gemeinsam mit *J. Hirtenlehner*)
3. ESMA Q&A 2607, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/questions-answers>