

Schweizer Kryptoregulierung: Gesetzgeberischer Handlungsbedarf im Zivil- und Aufsichtsrecht

Die rechtliche Einordnung von Kryptowerten ist in der Schweiz noch nicht abgeschlossen. Damit die Schweiz für den Markt rund um Kryptowerte attraktiv bleibt, sind zum einen die zivilrechtlichen Voraussetzungen für deren rechtssichere Voll- oder Teilrechtsübertragung zu überarbeiten. Lücken bestehen im geltenden Recht insbesondere hinsichtlich der Übertragung von Kryptowährungen sowie bei der Besicherung von Stablecoins. Zum anderen muss der Gesetzgeber aufsichtsrechtliche Regeln für die Ausgabe von Stablecoins und für den Handel mit übrigen Kryptowerten bereitstellen. Auch hier hat das geltende Recht Nachholbedarf. Insbesondere fehlt es an einer passgenauen Emittentenregulierung für die Ausgabe von Stablecoins und an aufsichtsrechtlichen Vorschriften für Zahlungsdienstleister sowie für Händler und Verwahrer von Kryptowerten. Der vorliegende Beitrag identifiziert die Regelungslücken im Schweizer Recht und macht Vorschläge, wie diese de lege ferenda geschlossen werden können.

I. Einleitung	56
II. Terminologie	56
1. Kryptowerte	56
2. Stablecoins	56
3. Kryptowährungen	57
III. Zivilrecht	57
1. Rechtsnatur	57
2. Übertragung	59
3. Besicherung	60
IV. Aufsichtsrecht	61
1. Ausgangslage	61
2. Emission von Stablecoins	62
3. Handel mit Kryptowerten	64
V. Ergebnis	65

Zitiervorschlag:

MIRJAM EGGEN, Schweizer Kryptoregulierung:
Gesetzgeberischer Handlungsbedarf im Zivil- und
Aufsichtsrecht, sui generis 2025, S. 55

Mirjam Eggen, Prof. Dr., Rechtsanwältin, Ordentliche Professorin
für Privatrecht, Universität Bern (mirjam.eggen@unibe.ch).

DOI: <https://doi.org/10.21257/sg.276>

Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International Lizenz.

I. Einleitung

- 1 Kryptowerte haben in den letzten Jahren Eingang in die Finanzmärkte gefunden. Zunehmend werden sie durch etablierte Akteure wie Banken oder Vermögensverwalter eingesetzt. Die Einbindung dieser Instrumente in die regulierten Marktstrukturen erfordert jedoch Rechts- und Planungssicherheit. Diese Voraussetzung ist bei Kryptowerten unter dem geltenden Recht nicht vollständig gegeben. Entsprechend eindringlich sind auch die Forderungen der Kryptobranche nach einer massgeschneiderten Regulierung und Aufsicht.¹ Der vorliegende Beitrag weist auf die wichtigsten Lücken im schweizerischen Zivil- und Aufsichtsrecht hin, die zu füllen wären, um eine rechtssichere Umgebung für Kryptowerte zu schaffen. Im Zentrum stehen dabei aufgrund der praktischen Relevanz die rechtlichen Anforderungen für Stablecoins und Kryptowährungen.
- 2 Rechtssichere Übertragungs- und Besicherungsmechanismen bilden die erste und wichtigste Voraussetzung dafür, dass Kryptowerte durch die Märkte akzeptiert werden. Fehlen diese Grundlagen, bleiben Kryptowerte mit transaktionalen Risiken behaftet. Nach einer kurzen terminologischen Klarstellung (Rz. 3 ff.) legt der Beitrag deshalb einen Fokus auf die zivilrechtlichen Aspekte, die *de lege ferenda* für die Übertragung von Kryptowerten und deren Besicherung zu regeln sind (Rz. 10 ff.). Anschliessend werden ausgewählte aufsichtsrechtliche Themenbereiche dargestellt, die durch den Gesetzgeber für die Ausgabe von und den Handel mit Kryptowerten einer massgeschneiderten Regelung zugeführt werden sollen (Rz. 28 ff.). Ob diese Vorschriften in einem neuen, technologiespezifischen Erlass – wie MiCAR² – oder über Ergänzungen der bestehenden Finanzmarkterlasse einzuführen wären, kann vorliegend offenbleiben. Nicht behandelt wird zudem die Frage nach der rechtlichen Erfassung des grenzüberschreitenden Angebots von Kryptowerten und -dienstleistungen.

II. Terminologie

1. Kryptowerte

- 3 Der Begriff der Kryptowerte wird im geltenden schweizerischen Recht nicht verwendet. Bekannt aus dem Schuldbetreibungs- und Konkursrecht ist jedoch der Begriff der kryptobasierten Vermögenswerte. Gemäss Art. 242a

1 Swiss Blockchain Federation / Bitcoin Association Switzerland / Crypto Valley, Zwölf Punkte zur Stärkung der Innovation des Schweizer Finanzplatzes vom 5. Mai 2025, Empfehlung 2.

2 Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937 (MiCAR), ABL 150 vom 9. Juni 2023.

SchKG³ sind kryptobasierte Vermögenswerte «alle Vermögenswerte (...), bei denen die Verfügungsmacht ausschliesslich über ein kryptobasiertes Zugangsverfahren vermittelt wird». ⁴ Dasselbe Begriffsverständnis haben Art. 1a und Art. 16 BankG⁵. In beiden Erlassen wird der Begriff der kryptobasierten Vermögenswerte eingeführt, um deren Aus- bzw. Absonderung im Konkurs des Verwahrers sicherzustellen. In Art. 1a BankG wird damit zusätzlich die Definition einer Bank konkretisiert.

Der Gesetzgeber hat bisher darauf verzichtet, die materielle Rechtsstellung der Inhaber von kryptobasierten Vermögenswerten zivilrechtlich einzuordnen. Insbesondere fehlen einheitliche Regeln für die Geltendmachung und Übertragung dieser Vermögenswerte. Mit der Regelung von Art. 242a SchKG wird nur – aber immerhin – klargestellt, unter welchen Voraussetzungen kryptobasierte Vermögenswerte in der Insolvenz des Verwahrers aus dessen Vermögen ausgesondert werden können. Auch das Aufsichtsrecht verzichtet auf die einheitliche Erfassung von Tätigkeiten mit Kryptowerten. Emittenten und Dienstleister werden den bestehenden Regulierungsgewässern zugeordnet oder sind nicht reguliert.

Um dieser Rechtslage Rechnung zu tragen, wird im Folgenden nicht der Begriff der kryptobasierten Vermögenswerte, sondern – in Anlehnung an die Definition von Art. 3 MiCAR – der Begriff der Kryptowerte verwendet. Als Kryptowerte werden digital dargestellte Vermögenswerte bezeichnet, welche unter Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie (DLT-Technologie) oder vergleichbarer Technologien übertragen und gespeichert werden. Der Begriff ist somit etwas breiter als jener der kryptobasierten Vermögenswerte nach SchKG und BankG. Insbesondere stellt er nicht auf das Kriterium der Verfügungsmacht ab.

2. Stablecoins

Der Begriff der Stablecoins hat ebenfalls keinen Eingang in das geltende schweizerische Recht gefunden. In einem weiten Verständnis sind darunter digitale Werteinheiten zu verstehen, die sich an einen oder mehrere Referenzwerte, insbesondere staatliche Währungen, anbinden und versuchen, Preisschwankungen durch Stabilisierungsmechanismen zu verringern.⁶

3 Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG; SR 281.1).

4 Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 27. November 2019 (BBL 2020 233), S. 292; siehe auch STEFAN KRAMER / URS MEIER, Tokenisierung von Finanzinstrumenten, GesKR 2020, S. 72.

5 Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, BankG; SR 952.0).

6 ECB Crypto-Assets Task Force, Occasional Paper Series No 247, Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market

7 Vorliegend wird der Begriff enger gefasst. Als Stablecoins werden nur jene digitalen Werteinheiten bezeichnet, welche sich an eine amtliche Währung anbinden und als Zahlungsmittel durch einen zentralen Emittenten emittiert werden. Stablecoins in diesem Sinne begründen eine Forderung gegenüber dem Emittenten auf Rückzahlung in Bar- oder Buchgeld oder auf Überweisung des Betrags an einen Dritten. Sie zeichnen sich weiter dadurch aus, dass sie zwischen dem Absender und Empfänger übertragen werden. Anders als bei der Überweisung von traditionellem Buchgeld wie auch von *tokenized deposits* bleibt somit die ursprünglich geschaffene Forderung bestehen und entsteht nicht neu beim kontoführenden Institut des Zahlungsempfängers. Die Legitimation der neuen Inhaber der Stablecoins leitet sich damit aus dem Rechtsverhältnis zwischen dem Erstnehmer und dem Emittenten ab.⁷ Nicht entscheidend für die Einordnung ist dagegen, ob die Übertragung direkt zwischen den Parteien oder über einen Intermediär erfolgt.

3. Kryptowährungen

8 Als Kryptowährungen werden im Folgenden jene Kryptowerte bezeichnet, die wie Bitcoins durch keinen zentralen Emittenten ausgegeben werden und damit keinen Forderungscharakter aufweisen. Ihre Rechtsnatur unterscheidet sich somit grundlegend von jener der Stablecoins nach Rz. 6 f. Da sie dem Inhaber kein subjektives Recht vermitteln, besteht für sie im geltenden Recht insbesondere keine anerkannte Übertragungsordnung.⁸

9 In Anlehnung an das rechtliche Konzept von Eigentum an Sachen ist rechtsdogmatisch auch bei Kryptowährungen zwischen dem Vermögenswert als solchem sowie dessen Bezugsobjekt zu unterscheiden.⁹ Für die vorliegenden Ausführungen kann jedoch auf diese Differenzierung verzichtet werden: Der Begriff der Kryptowährungen ist deshalb breit zu verstehen und schliesst sowohl das Bezugsobjekt wie auch den Vermögenswert ein, der über die wirtschaftliche Zuordnung der Währungseinheiten zu einem Rechtssubjekt entsteht.

infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area, September 2020, S. 7; vgl. Bank for International Settlements (BIS), Annual Economic Report, Juni 2023, S. 118; MIRJAM EGGEN, Stablecoins, in: Belser/Pichonnaz/Stöckli (Hrsg.), Le droit sans frontières, Festschrift Werro, Bern 2022, S. 174; FSB, Regulation, Supervision and Oversight of «Global Stablecoin» Arrangements, Final Report and High-Level Recommendations vom 13. Oktober 2020, S. 9 f.; MARTIN HESS, Stablecoins, AJP 2023, S. 938.

7 So bereits MIRJAM EGGEN, Tokenisiertes Buchgeld: Programmierbar? Aber sicher!, AJP 2024, S. 298.

8 Siehe MIRJAM EGGEN, Was ist ein Token?, AJP 2018, S. 563; vertieft dazu DOMINIC WYSS, Digitale Übertragung von Vermögenswerten, Eine zivilrechtliche Betrachtung mit Überlegungen zu einer Erweiterung der Übertragungsordnung der Registerwertrechte, Diss. Bern 2024, Zürich/St. Gallen 2025, N 580 ff.

9 So WYSS (Fn. 8), N 169.

III. Zivilrecht

1. Rechtsnatur

a) Grundsatz

Die Rechtsnatur von Kryptowerten wird unter geltendem 10
Recht nicht gesondert geregelt. Kryptowerte folgen vielmehr jenen rechtlichen Grundlagen, welche auf den jeweiligen digitalen Vermögenswert anwendbar sind. Im Vordergrund steht im schweizerischen Recht eine Ausgestaltung von Kryptowerten als Registerwertrechte. Gemäss Botschaft können sämtliche Rechtspositionen, die sich als Wertpapiere verbiefen lassen, als Registerwertrechte ausgestaltet werden.¹⁰ Kryptowerte müssen jedoch nicht zwingend als Registerwertrechte geschaffen werden. So können grundsätzlich auch gewöhnliche Forderungen digital abgebildet und mit Hilfe der DLT-Technologie übertragen werden. Die rechtliche Erfassung von Kryptowerten, die im geltenden Recht keine Rechtsqualität aufweisen, ist ungeklärt.¹¹ Bei deren Geltendmachung und Übertragung besteht deshalb Rechtsunsicherheit.

b) Stablecoins

11
Stablecoins können in unterschiedlichen Rechtsformen ausgegeben werden. Naheliegender ist eine Ausgabe als Registerwertrechte. Dabei bestehen nach der hier vertretenen Auffassung im Wesentlichen zwei verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten: Einerseits können Stablecoins als Forderungen emittiert und übertragen werden.¹² Die registerwertrechtliche Forderung lautet auf Umtausch oder Überweisung des Betrages in Buchgeld. Andererseits können Stablecoins registerwertrechtlich auch einem Check nachgebildet werden.¹³ Diesfalls repräsentieren die Registerwertrechte keine Forderungen, sondern die Anweisung des Ausstellers an die Bezogene,¹⁴ dem jeweiligen Inhaber des Registerwertrechts den aufgeführten Betrag auszuführen.¹⁵ In dieser zweiten Ausgestaltung

10 Botschaft DLT (Fn. 4), S. 276. Einschränkend HANS KUHN, Schweizerisches Kreditsicherungsrecht, Bern 2023, N 1545, wonach Schuldbriefe nicht als Registerwertrechte ausgestaltet werden können.

11 WYSS (Fn. 8), N 164.

12 Botschaft DLT (Fn. 4), S. 277.

13 Eine direkte Anwendbarkeit der Regeln zu Registerwertrechten für Wechsel und Checks zu Recht ablehnend HANS KUHN, in: Roberto/Trüeb (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere, Bucheffektengesetz, 4. Aufl., Zürich 2024, Art. 990 OR N 7b sowie Art. 1110 OR N 10 (zit. CHK-BEARBEITER:IN). Die Möglichkeit einer Nachbildung über die Registrierungsvereinbarung ebenfalls bejahend CHK-KUHN, Art. 1100 OR N 10.

14 Als Bezogene von Checks dürfen unter geltendem Recht lediglich Banken eingesetzt werden (Art. 1102 OR). Ob in einer weiten Auslegung von Art. 1135 OR auch 1b-Lizenzträger unter den obligationenrechtlichen Bankenbegriff fallen, wurde soweit ersichtlich noch nicht beantwortet. Soll die checkrechtliche Ausgestaltung von Stablecoins in der Praxis auch für andere Emittenten als Banken in Frage kommen, wäre dieser Punkt bei der Einführung des neuen Bewilligungsgefässes zu regeln. Zur Emittentenregulierung siehe unten Rz. 29 ff.

15 MIRJAM EGGEN, Stablecoins, Elemente einer zivilrechtlichen Einordnung, in: Belser/Pichonnaz/Stöckli (Hrsg.), FS Werro, 2022, S. 183.

weichen Stablecoins somit insofern von der Definition nach Rz. 6 f. ab, als dass nicht die Forderung gegenüber der Emittentin selbst übertragen wird, sondern lediglich die Zahlungsanweisung. Den Inhabern der Stablecoins kommt deshalb aus dem Registerwertrecht grundsätzlich kein Anspruch auf Auszahlung oder Überweisung des verbrieften Betrags zu. Unter einer sinngemässen Anwendung von Art. 1104 OR¹⁶ könnte es insbesondere unzulässig sein, dass sich die Bezogene bereits im Rahmen des Registerwertrechts zu einer Zahlung an den jeweiligen Inhaber verpflichtet.¹⁷ Sofern die Emittentin der Stablecoins jedoch – ebenfalls in analoger Anwendung des Checkrechts – zugleich als Ausstellerin und Bezogene das Registerwertrecht auftreten darf, könnte das Annahmeverbot mit der registerwertrechtlichen Nachbildung eines sog. trassiert-eigenen Bankchecks¹⁸ weitgehend kompensiert werden.¹⁹

- 12 Inwieweit die erwähnten checkrechtlichen Grundlagen sinngemäss für Registerwertrechte übernommen werden können, wurde in der Rechtsprechung soweit ersichtlich noch nicht geklärt. Insbesondere wird durch den Gesetzeswortlaut bereits offengelassen, ob eine Anweisung überhaupt Gegenstand eines Registerwertrechts sein kann.²⁰ Es besteht somit bei dieser zweiten Gestaltungsoption jedenfalls in offenen Systemen ohne Vertragsbeziehung zwischen der Emittentin und sämtlichen Inhabern von Stablecoins eine erhöhte Rechtsunsicherheit. Da Stablecoins jedoch ohne weiteres als Forderungen in der Form von Registerwertrechten ausgegeben werden können, manifestiert sich aufgrund dieser Rechtsunsicherheit kein akuter Handlungsbedarf. Eine gesetzliche Anpassung wäre nur dann zu erwägen, wenn auch in anderen Jurisdiktionen die Ausgestaltung von Stablecoins in diese Richtung weisen sollte. Dafür fehlen zurzeit konkrete Anhaltspunkte.
- 13 Stablecoins müssen schliesslich nicht zwingend in das Rechtskleid der Registerwertrechte eingebracht werden. So kann eine Zahlungsanweisung an den Emittenten über

16 Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR; SR 220).

17 Zum checkrechtlichen Annahmeverbot nach Art. 1104 OR siehe CHK-KUHN, Art. 1104 OR N 1; ERNST A. WIDMER, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar, Wertpapierrecht, Basel 2012, Art. 1104 OR N 2 (zit. BSK-BEARBEITER:IN). Inwieweit ein solches Versprechen ausserhalb des Registerwertrechts an den jeweiligen Inhaber der Stablecoins abgegeben werden darf, ist von der konkreten Ausgestaltung abhängig. Zur grundsätzlichen Zulässigkeit siehe BGE 120 II 128 E. 2.b.bb.

18 Siehe BSK-HIPPELE, Art. 1119 OR N 8; zum Bankcheck ebenfalls BSK-WIDMER, Art. 1104 OR N 5, sowie BSK-HIPPELE, Art. 1143 OR N 3.

19 So auch CHK-KUHN, Art. 1104 OR N 3 m.H. auf Art. 1143 Abs. 1 Ziff. 2 i.V.m. Art. 993 Abs. 2 OR. Zur Haftung des Ausstellers siehe Art. 1128 OR.

20 Vgl. Botschaft DLT (Fn. 4), S. 276, wonach lediglich «Rechte» als Registerwertrechte ausgestaltet werden können.

mehrere Inhaber hinweg weitergegeben werden, ohne dass sie ein Registerwertrecht ist. Wird das Vorlegen von Stablecoins bei deren Einlösung zudem als Formvorschrift oder Bedingung zur Geltendmachung der Forderung konzipiert, verkörpern die Stablecoins weder die Forderung selbst noch eine diesbezügliche Anweisung. Auch diese Ausprägungen weichen somit von der Definition aus Rz. 6 f. ab. Dieser Umstand kann zu Rechtsunsicherheit über die Beständigkeit von Zahlungen in Stablecoins führen. Insbesondere kann die Weitergabe dieser Werteinheiten keiner bestehenden Übertragungsordnung zugewiesen werden.²¹ Ein gesetzgeberischer Handlungsbedarf entsteht daraus jedoch ebenfalls nicht: Stablecoins können unter geltendem Recht als Registerwertrechte ausgegeben werden. Dieses Gefäss wurde u.a. gerade dazu geschaffen, um die Emission von Stablecoins rechtssicher zu ermöglichen.²²

c) Kryptowährungen

Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ether vermitteln den Inhabern kein subjektives Recht und lassen sich deshalb nicht in die etablierte Rechtsdogmatik einordnen. In der Literatur wird verschiedentlich angeregt, dass an Gütern ohne Rechtsqualität aufgrund der Kontrollierbarkeit über die DLT-Technologie eine eigentumsähnliche Stellung begründet werden soll.²³ Eine Einordnung als *property* wird in *Common-Law*-Staaten bisweilen auch durch die Gerichte vorgenommen.²⁴ Im Vereinigten Königreich bestehen sogar Bestrebungen, die Eigentumsstellung an Kryptowährungen wie Bitcoin rechtlich zu verankern.²⁵

Für das schweizerische Recht ist eine solche Entwicklung zurzeit nicht wünschenswert. Das Eigentum hat in kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen eine Sonderstellung. Dem Eigentümer wird eine umfassende Verfügungsbefugnis über das Rechtsobjekt zugeschrieben, an welchem Eigentum besteht (Art. 641 Abs. 1 ZGB²⁶).²⁷ Diese

21 Siehe dazu unten, Rz. 21 f.

22 Botschaft DLT (Fn. 4), S. 277.

23 So statt vieler AURELIA PHILINE BIRNE, *Das Allgemeine Privatrecht der Blockchain-Token*, Diss. Marburg 2023, Tübingen 2023, S. 100 ff. Zum Meinungsstand im schweizerischen und deutschen Recht siehe WYSS (Fn. 8), N 180.

24 Siehe für Australien das Urteil des Supreme Court von Victoria *Re Blockchain Tech Pty Ltd* [2024] VSC 690, in welchem das Gericht festgehalten hat, dass die Inhaberschaft von Bitcoins *property* vermitteln könne. Für Hong Kong vgl. *Re Gatecoin Limited* [2023] HKCFI 914. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass das *Common-Law*-Konzept von *property* nicht mit dem Eigentumsbegriff des schweizerischen Rechts gleichgesetzt werden kann.

25 Vgl. United Kingdom Law Commission, *Digital Assets: Final Report of 27 June 2023*, Law Com No. 412, S. 49.

26 Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (ZGB; SR 210).

27 STEPHAN WOLF / WOLFGANG WIEGAND, in: Geiser/Wolf (Hrsg.), *Basler Kommentar, Zivilgesetzbuch II*, 7. Aufl., Basel 2023, Art. 641 N 1 (zit. BSK ZGB-BEARBEITER:IN). Zur Beziehung zwischen Rechtsobjekt und subjektivem Recht siehe WYSS (Fn. 8), N 53.

Befugnis kann über den Besitz an der Sache direkt ausgeübt werden. Zwar könnte auch den Inhabern von Kryptowährungen eine vergleichbare Rechtsstellung eingeräumt werden wie einem Eigentümer. Allerdings fehlt es an einem vergleichbaren Näheverhältnis, wie es der Besitz für Sachen darstellt. Auch wenn sich beispielsweise der Inhaber von Bitcoins über seinen kryptografischen Schlüssel ausweisen kann, kommt ihm keine Kontrolle i.e.S. zu. Vielmehr ist er für den Zugriff zu und die Verfügung über seine Bitcoins stets von der Mitwirkung Dritter abhängig, etwa für die Validierung einer Transaktion zur Übertragung des Token.

- 16 Auch Parallelen zum Immaterialgüterrecht schlagen fehl: Zwar hat sich der Gesetzgeber hinsichtlich dieser Rechte zu einer *erga-omnes*-Wirkung ohne Körperlichkeit der Rechtsobjekte bekannt.²⁸ Deren Begründung basiert jedoch auf inhaltlich klar konturierten Ansprüchen des jeweiligen Inhabers, während sich vorliegend der absolute Rechtscharakter nicht aus den Inhalten der Rechte, sondern rein aus deren faktischen Zuordnungsmöglichkeit herleiten würde. Die Einführung einer eigentümerähnlichen Stellung für die Inhaber von Kryptowährungen ist deshalb für das schweizerische Zivilrecht gegenwärtig abzulehnen.

2. Übertragung

a) Grundsatz

- 17 Die Rechtsform, in welcher Kryptowerte ausgegeben werden, bestimmt die Übertragungsordnung, die auf sie zur Anwendung kommt. Dieser Konnex wirkt sich so lange nicht auf deren Umlauffähigkeit aus, als die Teilnehmenden Transaktionen in Kryptowerten rechtssicher durchführen können. Ist dies nicht möglich, kann der betroffene Vermögenswert im Geschäftsverkehr nicht mehr eindeutig zugeordnet werden und dessen Handelbarkeit wird beeinträchtigt.

b) Stablecoins

- 18 Werden Stablecoins als Registerwertrechte ausgegeben, besteht Klarheit über ihre Rechtsnatur.²⁹ Ihre Übertragung folgt gemäss Art. 973f OR den Vorschriften der Registrierungsvereinbarung. Der Übertragungsmechanismus bestimmt sich somit nach der Vereinbarung zwischen der Emittentin und den Inhabern der Stablecoins.³⁰ Die Registrierungsvereinbarung hat dabei die konkreten Eigenschaften von Registerwertrechten zu berücksichtigen: Die Übertragung muss durch technische Verfahren

²⁸ WYSS (Fn. 8), N 133.

²⁹ Siehe oben Rz. 11 ff.

³⁰ CHK-KUHN, Art. 973d OR N 32; ROLF H. WEBER, in: Nobel/Müller (Hrsg.), Berner Kommentar, Obligationenrecht, Das Aktienrecht, Kommentar der ersten Stunde, Bern 2023, Art. 973d bis 973i N 46 (zit. BK OR-BEARBEITER:IN).

initiiert sein, von Dritten validiert werden und eine Anpassung des Wertrechtereisters bewirken.³¹ Der gutgläubige Erwerber von Stablecoins wird zudem geschützt, wenn er die Registerwertrechte von einem im Register ausgewiesenen, unberechtigten Gläubiger erworben hat.³² Schliesslich legt der Gesetzgeber mit Art. 973f Abs. 2 OR auch die Finalität von Transaktionen fest.

Trotz dieser klaren gesetzlichen Regelung erreichen 19 Transaktionen mit Stablecoins in der Form von Registerwertrechten nicht denselben Grad an Rechtssicherheit wie die Bezahlung mit Bargeld oder mit herkömmlichem Buchgeld. Die Unterschiede zeigen sich insbesondere bei der Frage nach der Inhaberschaft am Geld nach einer ungültigen Transaktion.

— Während Bargeld gestützt auf die langjährige bundesgerichtliche Rechtsprechung unwiderruflich ins Eigentum des Empfängers übergeht,³³ fehlt es bei einer Banküberweisung von Buchgeld bereits an einer Übertragung der Geldforderung vom Leistenden an den Leistungsempfänger.³⁴ Die Zahlung findet vielmehr mittels einer blossen Umbuchung statt. Die Rückabwicklung eines ungültigen Vertrages führt somit sowohl bei Bar- wie auch bei Buchgeld nie zu einer eigentlichen Rückgabe des bezahlten Geldes. Vielmehr erschöpft sie sich in der Pflicht des Zahlungsempfängers zur Zahlung der erhaltenen Summe an den ursprünglich Leistenden. Unsicherheiten über die rechtliche Befugnis an Bar- oder Buchgeld sind damit nahezu ausgeschlossen.

— Bei Stablecoins in der Form von Registerwertrechten wird das Risiko einer Rückübertragung durch den gesetzlich verankerten Gutglaubensschutz nach dem Erwerb des Geldes durch einen Dritten zwar ebenfalls erheblich minimiert. Zusätzlich wird zu Recht argumentiert, dass zur Befriedigung von bereicherungsrechtlichen Rückabwicklungsansprüchen bei Gattungsware eine Rückerstattung von Vermögenswerten derselben Art und Zahl ausreichend ist.³⁵

³¹ WYSS (Fn. 8), N 789; MIRJAM EGGEN, Die rechtliche Ausgestaltung von Retail CBDC, GesKR 2022, S. 154; RONALD KOGENS / OLIVER BLUM, Herausforderungen bei der Übertragung von als Registerwertrechte ausgegebenen nicht börsenkotierten vinkulierten Namenaktien, GesKR 2023, S. 375; abweichend YVES MAUCHLE, Die Registrierungsvereinbarung – insbesondere bei tokenisierten Forderungsrechten, SZW 2023, S. 686.

³² Zum Vorbehalt der Bösgläubigkeit oder groben Fahrlässigkeit siehe BK OR-WEBER, Art. 973d bis 973i N 50.

³³ BGE 47 II 267 E. 2. Siehe dazu auch BSK ZGB-RUSCH/SCHWANDER, Art. 727 N 6.

³⁴ Zur rechtlichen Einordnung von Zahlungen in Buchgeld PETER GAUCH / WALTER R. SCHLUEP / SUSAN EMMENEGGER, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 11. Aufl., Zürich et al. 2020, N 2313.

³⁵ GL.M. GIOVANNI DAZIO, Das System von Abstraktion und Kausalität bei der Übertragung von Wertrechten und Bucheffekten, Diss. Zürich 2023, Zürich 2024, N 1288 f. Zu bereicherungsrechtlichen

Schliesslich kommt bei einem ungültigen Verpflichtungsgeschäft auch nicht das Verfahren über die Kraftloserklärung von Registerwertrechten zur Anwendung.³⁶ Das Risiko, dass der frühere Inhaber von Stablecoins mit einer Klage auf Rückgabe *in natura* durchdringt oder die Stablecoins plötzlich für wertlos erklärt werden, erscheint deshalb bereits unter geltendem Recht als sehr gering. Mangels einschlägiger Gerichtspraxis kann es jedoch nicht vollständig ausgeschlossen werden.³⁷ Es bleibt überdies beim ungünstigen Ergebnis, dass der Registereintrag zumindest bis zur geltend gemachten Rückabwicklung der Transaktion nicht mit der rechtlichen Zuordnung der Stablecoins zum ursprünglich Leistenden in Einklang steht.

20 Für ein Zahlungsmittel ist jedes noch so geringfügige Risiko einer Rückerstattung oder eines Wertverlusts unbefriedigend. Sollen Stablecoins als Zahlungsmittel im Alltag in einem offenen System und über viele Teilnehmer hinweg eingesetzt werden, müsste der Übertragungsvorgang deshalb zivilrechtlich so ausgestaltet werden, dass eine Rückübertragung *in natura* von vorneherein ausgeschlossen ist.

c) Kryptowährungen

21 Kryptowährungen lassen sich nicht in das bestehende System von subjektiven Rechten einordnen. Für sie besteht somit auch keine rechtssichere Übertragungsordnung.³⁸ Diese Tatsache wird dann problematisch, wenn Kryptowährungen Eingang in den Geschäftsalltag finden. Zwar werden Kryptowährungen nach wie vor nur selten als Zahlungsmittel verwendet. Sie erreichen jedoch zunehmend auch in der traditionellen Finanzwelt Anerkennung, indem sie als Vermögensanlage oder zu Spekulationszwecken eingesetzt werden. Diesem Umstand wird in verschiedenen Rechtsordnungen Rechnung getragen, indem eine einheitliche Übertragungsordnung für Kryptowerte statuiert wird, die sich nicht auf ihre Rechtsnatur abstützt und damit auch auf Kryptowerte ohne Rechtsqualität anwendbar ist.³⁹

22 *De lege ferenda* wäre eine solche Entwicklung auch für die Schweiz zu begrüssen. So könnte das Gefäss der Register-

Rückabwicklungsansprüchen im Zusammenhang mit Art. 29 BEG (Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 [Bucheffektengesetz, BEG; SR 957.1]) siehe CHK-KUHN, Art. 29 BEG N 6f.; BSK-SEILER, Art. 29 BEG N 7.

36 Unter Abstützung auf die wertpapierrechtlichen Regeln zur Kraftloserklärung siehe bereits zutreffend DAZIO (Fn. 35), N 1268.

37 Siehe zum Ganzen DAZIO (Fn. 35), N 1283 ff.

38 Siehe oben Rz. 21f.

39 Für Liechtenstein siehe Art. 6 TVTG/LI (Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister [TVTG, LR 950.6]); für Frankreich siehe Art. 6 Ordonnance n°2024-936 du 15 octobre 2024 relative aux marchés de crypto-actifs.

wertrechte auf Vermögenswerte ausgedehnt werden, die keine Rechtsposition i.e.S. vermitteln. Übertragen würde über das Register lediglich der Vermögenswert in seiner bestehenden inhaltlichen Ausprägung. Kryptowährungen würden damit – anders als Stablecoins – ihren Inhabern nach wie vor kein subjektives Recht vermitteln. Zugleich könnte aber die Übertragung von Kryptowerten vereinheitlicht und rechtssicher ausgestaltet werden. Damit würde auch für Kryptowährungen sichtbar etabliert, dass ein Übertragungsvorgang stattgefunden hat und der Vermögenswert ab sofort dem Empfänger zugeordnet wird. Zusätzlich könnten mit einem einheitlichen Übertragungsregime Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen den verschiedenen Typen von Kryptowerten vermieden werden.

3. Besicherung

a) Grundsatz

Vermögenswerte können im Vollrecht an einen neuen Inhaber übertragen werden. Die vollständige oder teilweise Übertragung eines Vermögenswertes kann aber auch der Besicherung einer Rechtsposition dienen. Diesem Vorgang wird im vorliegenden Abschnitt nachgegangen. Im Zusammenhang mit Kryptowerten stehen dabei zwei Konstellationen im Vordergrund: Erstens können Kryptowerte selbst besichert sein. Damit soll u.a. gewährleistet werden, dass die Inhaber ihr Recht auf Rücktausch jederzeit geltend machen können.⁴⁰ Zweitens können Kryptowerte als Sicherheiten dienen. Dazu muss der Sicherungsnehmer fiduziarisch das Vollrecht oder ein beschränktes, auch gegenüber Dritten wirksames Recht an den Kryptowerten erwerben können. Beide Konstellationen werden durch das geltende Recht nur ungenügend unterstützt. Die folgenden Ausführungen zeigen die damit verbundenen Probleme für Stablecoins einerseits und für Kryptowährungen andererseits auf.

b) Stablecoins

Stablecoins können bei Bedarf als Sicherheiten eingesetzt werden. Jedenfalls bei ihrer Ausgestaltung als Registerwertrechte bestehen klare Regeln für deren fiduziarische Übertragung⁴¹ und für die Belastung mit beschränkten Rechten. Insbesondere hat der Gesetzgeber in Art. 973g OR festgehalten, nach welchen Regeln die Verpfändung von Registerwertrechten zu erfolgen hat.⁴²

Sollen Stablecoins selbst besichert werden, gestaltet sich die Situation komplexer. Denkbar ist zunächst die Erteilung einer Garantie durch einen Dritten, insbesondere

40 Siehe unten Rz. 32ff.

41 Zur Übertragung von Registerwertrechten siehe oben Rz. 18ff. Zur Sicherungsübereignung vgl. CHK-KUHN, Art. 973f OR N 5.

42 Art. 973g OR; CHK-KUHN, Art. 973g OR N 19.

durch eine Bank.⁴³ Der Wert der Stablecoins hängt diesfalls nicht mehr nur von der Solvenz der Emittentin ab, sondern kann sich auch auf die Zahlungsfähigkeit des Garanten abstützen. Der erforderliche schuldrechtliche Rahmen für diese Variante ist mit Art. 111 OR vorhanden und kann rechtssicher umgesetzt werden.⁴⁴

26 Zusätzlich wird aufsichtsrechtlich jedoch voraussichtlich für die Emission von Stablecoins durch Nicht-Banken verlangt werden,⁴⁵ dass Stablecoins mit liquiden Vermögenswerten in der fraglichen Währung unterlegt werden. Aus zivilrechtlicher Sicht dienen diese Vermögenswerte als Sicherheiten für die Inhaber der Stablecoins. Im Vordergrund stehen dabei neben Staatsanleihen Konten mit herkömmlichem Buchgeld bei einer Bank.⁴⁶ Die rechtlichen Grundlagen für eine solche Besicherung bestehen bereits heute. So können Buchgeldkonten bei einer Bank als Treuhandkonten ausgestaltet werden. Die Emittentin lässt das Konto dabei als Treuhänderin zu Gunsten der Inhaber der Stablecoins führen.⁴⁷ Allerdings ist dieser Schutz im geltenden Recht nicht in jedem Fall ausreichend. Entscheidend für die Konkursfestigkeit der Vereinbarung ist, ob die Emittentin die treuhänderisch gehaltenen Gelder stets getrennt von ihrem eigenen Vermögen verwahren lässt. Bestehen diesbezüglich Unsicherheiten, können die Gelder im Konkurs der Emittentin nicht ausgenommen werden.⁴⁸ Hinzu kommt, dass das Bundesgericht die Anwendung von Art. 401 Abs. 3 OR im Konkurs des Treuhänders dann verneint, wenn die fraglichen Rechte durch den Treugeber an den Treuhänder übertragen worden sind.⁴⁹ Je nach Auslegung ergeben sich für die Inhaber von Stablecoins daraus zusätzliche rechtliche Unsicherheiten. Wird die Unterlegung von Stablecoins durch währungsnahe Werte aufsichtsrechtlich verlangt,⁵⁰ müssen diese offenen Rechtsfragen zur Besicherung mittels Treuhandkonten *de lege ferenda* ebenfalls adressiert werden. Mangels einer schuldrechtlichen Regelung des Treuhandvertrages wären die entsprechenden Regeln in einem aufsichtsrechtlichen Erlass zu verankern.⁵¹

43 Zur Bankgarantie siehe Art. 5 Abs. 3 lit. f BankV (Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 30. April 2014 [Bankenverordnung, BankV; SR 952.02]).

44 Zum Begriff der Garantie siehe CHK-REETZ/GRABER, Art. 111 OR N 1.

45 Siehe unten Rz. 29 ff.

46 Siehe unten Rz. 29 ff.

47 Für das deutsche Recht siehe MATTHIAS TERLAU, Aktuelle Probleme der Kundengeldsicherung bei Zahlungs- und E-Geld-Instituten, BKR 2023, S. 20 f.

48 Ähnlich bereits BSK-OSER/WEBER, Art. 401 OR N 17. Zur Treuhandbindung im deutschen Recht siehe Urteil des Bundesgerichtshofs IX ZR 49/10 vom 10. Februar 2011 N 16.

49 Vgl. BGE 117 II 429 E. 3.b; BSK-OSER/WEBER, Art. 401 OR N 5.

50 Siehe unten Rz. 32 ff.

51 Zum deutschen Recht siehe § 18 i.V.m. § 17 Abs. 1 Uabs. 1.b ZAG/DE (Gesetz über die Beaufsichtigung von Zahlungsdiensten vom 17. Juli 2017 [Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz, ZAG]); Deutscher Bundestag,

c) Kryptowährungen

Kryptowährungen unterstehen keiner Übertragungsordnung des geltenden Rechts. Dies wirkt sich auf die Möglichkeit aus, Kryptowährungen als Sicherheiten zu verwenden. Möglich ist zum einen, Kryptowährungen durch die Übertragung der faktischen Verfügungsmacht als Sicherheiten einzusetzen. Dabei kann jedoch nicht differenziert werden zwischen einer Vollrechtsübertragung und einer blossen Teilberechtigung am Wert, wie dies für Forderungen oder Sachen mit einer Verpfändung möglich ist. Weiter fehlt es dem Sicherungsnehmer an einer rechtlich anerkannten Möglichkeit, um seinen Status gegen aussen zu kennzeichnen. Kryptowährungen können zum anderen auch als Sicherheiten verwendet werden, indem die Inhaber ihren Anspruch auf Herausgabe der Werte gegenüber dem verwahrenden Dritten an eine weitere Partei verpfänden. Dieser Weg entfällt jedoch dann, wenn der Sicherungsnehmer zugleich der Verwahrer der Werte ist. Anlässlich der vorgeschlagenen Einführung einer einheitlichen Übertragungsordnung für Kryptowerte könnte diese Lücke geschlossen werden. Die Übertragungsordnung müsste dafür auch eine gemeinsame Regelung für eine Teilübertragung – insbesondere für die Verpfändung von Kryptowerten – beinhalten.

IV. Aufsichtsrecht

1. Ausgangslage

Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Kryptowerten ist in der Schweiz bereits fortgeschritten. So unterscheidet die FINMA in ihrer Aufsichtspraxis zwischen Zahlungs-, Anlage- und Nutzungstoken.⁵² Weiter bestehen Vorschriften zur Bekämpfung der Geldwäscherei für virtuelle Vermögenswerte.⁵³ Die Emittenten von Stablecoins können zudem eine sog. 1b-Lizenz erwerben.⁵⁴ Was jedoch fehlt, ist eine umfassende aufsichtsrechtliche Regulierung für Kryptowerte wie die europäische MiCAR. Das geltende Aufsichtsrecht weist deshalb Lücken auf, die sich mit der zunehmenden Integration von Kryptowerten in die regulierte Finanzwelt und insbesondere mit dem Aufkommen von Stablecoins akzentuiert haben. Im Folgenden wird auf

Drucksache 20/14513, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zweites Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZuFinGII), S. 201; siehe zum Ganzen auch TOM BRAEGELMANN, Die Reform des § 17 ZAG, Der notwendige Abschied von der Treuhandkonto-Orthodoxie für Kundengelder, BKR 2025, S. 222 ff.

52 FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16. Februar 2018, S. 2 f.

53 Vgl. u.a. FINMA, Aufsichtsmitteilung 02/2019, Zahlungsverkehr auf der Blockchain vom 26. August 2019, S. 2; FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024, Stablecoins: Risiken und Anforderungen für Stablecoin-Herausgebende und garantienstellende Banken vom 26. Juli 2024, S. 4.

54 Art. 1b Abs. 1 BankG; vgl. dazu HESS (Fn. 6), S. 942 f.

zwei dieser aufsichtsrechtlichen Leerstellen hingewiesen: Erstens kennt das geltende schweizerische Recht keine besonderen prudenziellen Anforderungen an die Emittenten von Stablecoins. Mit Hinblick auf die Emission von Stablecoins muss der Gesetzgeber weiter entscheiden, ob die Inhaber dieser Vermögenswerte durch die Einlagensicherung geschützt sein sollen, ob eine Verzinsung der entgegengenommenen Gelder erlaubt sein soll und welche Anforderungen an die Unterlegung dieser neuen Zahlungsmittel zu stellen sind. Zweitens fehlen im geltenden Recht Anforderungen an den Handel mit Kryptowerten. Die Lücken des geltenden Rechts ergeben sich insbesondere aus dem Umstand, dass die aufsichtsrechtlichen Anforderungen *de lege lata* mit einem Fokus auf Dienstleistungen rund um Finanzinstrumente formuliert worden sind und deshalb die Tätigkeiten mit Kryptowerten nur unvollständig erfassen. Die nachfolgenden Ausführungen erläutern die beiden aufgeführten Themenbereiche sowie mögliche Stossrichtungen.

2. Emission von Stablecoins

a) Emittentenregulierung

29 Das schweizerische Finanzmarktrecht verfolgt die Ziele des Kunden- und Funktionsschutzes.⁵⁵ Die Regulierung setzt dabei u. a. an den Anbietern von Finanzprodukten an. Das geltende Recht kennt kein besonderes Bewilligungsgefäss für die Emission von Kryptowerten. Ob die Emittenten von Kryptowerten einer Bewilligungspflicht unterstehen, beurteilt sich daher nach den herkömmlichen Bewilligungskategorien. Im Vordergrund steht zurzeit die Frage, ob die Emittenten von Stablecoins eine Bewilligung als Bank benötigen.⁵⁶

30 Banken übernehmen auf den Finanzmärkten eine wichtige Transformationsfunktion, insbesondere durch die Kreditvergabe. Zusätzlich versorgen sie die Realwirtschaft über die Ausgabe von Buchgeld mit Liquidität. Die Tätigkeit der Emittenten von Stablecoins ist dagegen weniger komplex: Die eingenommenen Gelder werden nicht für die Kreditvergabe verwendet, sondern dienen der Wertstabilität der ausgegebenen Vermögenswerte. Das Vertrauen in den Teilnehmer wird dadurch zumindest partiell durch das Vertrauen in den Vermögenswert ersetzt. Vor diesem Hintergrund sind die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Banken für die Emittenten von Stablecoins nicht durchwegs geeignet. Wie bereits in der

55 Art. 4 FINMAG (Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 [Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG; SR 956.1]); CHRISTOPH WINZELER, in: Watter/Bahar (Hrsg.), Basler Kommentar Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Art. 5 FINMAG N 11 f.

56 HESS (Fn. 6), S. 941. Zu den Ausnahmen siehe auch MIRJAM EGGEN / CHRISTIAN SILLABER, Schweizer Regulierung von Stablecoins im Vergleich zur MiCAR, RdZ 2025, S. 77.

EU unter der MiCAR,⁵⁷ in der geplanten UK-Regulierung für Kryptowerte⁵⁸ sowie im Entwurf des US-Genius Act für Stablecoins⁵⁹ ist deshalb auch im schweizerischen Recht ein eigenes Bewilligungsgefäss für die Emittenten von Stablecoins vorzusehen. Die tieferen Anforderungen an die Organisation und finanzielle Ausstattung der regulierten Einheiten sind mit Vorgaben an die Anlage der erhaltenen Gelder zu kompensieren.

Banken, welche Stablecoins emittieren wollen, sollen jedoch wie in der MiCAR keine zusätzliche Bewilligung für die Emission benötigen.⁶⁰ Im Sinne der Bewilligungskaskade umfasst die Bankbewilligung grundsätzlich auch die Emission von Stablecoins. Mit dem Geschäft verbundenen Risiken kann über die bestehenden Anforderungen an Banken ausreichend Rechnung getragen werden.

b) Wertstabilisierung

Anforderungen an die Emittenten von Stablecoins, die sich auf die Aktivseite ihrer Bilanz beziehen, verfolgen das Ziel, die Wertstabilität der Vermögenswerte während ihrer Lebensdauer zu verbessern⁶¹ und die jederzeitige Rücktauschbarkeit in Buchgeld der referenzierten Währung zu gewährleisten.⁶² Zusätzlich soll die Wertstabilität der Stablecoins auch in einer Insolvenz des Emittenten gewährleistet sein.⁶³ Das Erfordernis der Wertstabilisierung soll somit die Inhaber der Token vor Verlusten schützen, die sich nicht aus dem Referenzwert selbst, sondern aus der Instabilität oder Zahlungsunfähigkeit des Emittenten ergeben könnten. Das Vertrauen in den emittierenden Marktteilnehmer wird dabei partiell durch den gehaltenen Vermögenswert substituiert.

Regulierungen zu Kryptowerten wie die europäische MiCAR statuieren deshalb Anforderungen an den Pool von Vermögenswerten, welcher der Besicherung von Stablecoins dienen soll.⁶⁴ Das schweizerische Recht hat für Träger einer 1b-Lizenz starke Einschränkungen hinsichtlich der Anlage der entgegengenommenen Publikumseinlagen festgelegt. Insbesondere dürfen die Gelder weder verzinst noch angelegt werden. Eine strikte Trennung zwischen den eingebrachten Kundengeldern bzw. dem

57 Art. 16 Abs. 1 und Art. 48 Abs. 1 Unterabs. a MiCAR.

58 Art. 9M Financial Services and Markets Act/UK (The Financial Services and Markets Act 2000 [Regulated Activities and Miscellaneous Provisions] [Cryptoassets] Order 2025 [Entwurf vom April 2025]).

59 Sec. 3 und Sec. 4 GENIUS Act/US (Genius Act of the United States of 2025, 119th Congress [2025-2026] [Fassung vom 16. Juni 2025]).

60 Art. 48 Abs. 1 Unterabs. a MiCAR.

61 Siehe ErWG (70) MiCAR; Financial Conduct Authority (FCA), Stablecoin Issuance and Cryptoasset Custody, Consultation Paper CP 25/14, Mai 2025, N 3.7.

62 Siehe FCA (Fn. 61), N 3.7.

63 Siehe ErWG (54) MiCAR.

64 Art. 38 und Art. 54 MiCAR; zum sog. *backing pool* siehe FCA (Fn. 61), N 3.10; zu den *backing reserves* siehe Sec. 4(a)(1)(A) GENIUS Act/US.

daraus erworbenen Pool an Vermögenswerten und den eigenen Vermögenswerten der Lizenzträger ist jedoch nicht vorgeschrieben. Das geltende schweizerische Recht verzichtet somit auf produktbezogene Regeln zur Besicherung von Stablecoins. Im künftigen Recht ist diese Lücke zu schliessen. Der Gesetzgeber muss sich entscheiden, inwiefern er die Emittentenregulierung durch produktbezogene Anforderungen an die Wertstabilisierung ersetzen will. Zu regeln ist insbesondere, welche Vermögenswerte als Sicherheiten für die ausgegebenen Kryptowerte dienen sollen und in welcher Art und Weise die Besicherung zu erfolgen hat. Zivilrechtliche Unsicherheiten sind über aufsichtsrechtliche Massnahmen zu kompensieren.⁶⁵

34 Werden Regeln für die Besicherung von Stablecoins statuiert, ist zugleich das Verhältnis zwischen emittenten- und produktbezogener Regulierung zu klären. Im Fokus steht dabei die Frage, ob auch Banken als Emittenten von Stablecoins die Vorschriften zur Produktbesicherung einhalten müssen. Auf den ersten Blick ist die Frage zu bejahen: Die Inhaber von Stablecoins sollen bei einer Schiefelage des Emittenten vor daraus resultierenden Verlusten geschützt werden. Dies soll auch für den Fall gelten, dass die Emission der Stablecoins durch Banken erfolgt.

35 Bei näherer Überlegung entstehen jedoch Fragen hinsichtlich dieser Argumentation: Für die Besicherung von Stablecoins werden regelmässig Buchgeldkonten bei Banken eingesetzt. Es ist deshalb nur bedingt richtig, dass die Produktsicherheit steigt, wenn die Sicherheiten bei einem Dritten – konkret bei einer Drittbank – gehalten werden. Zusätzlich stellen die produktbezogenen Besicherungsregeln für Stablecoins eine Kompensation für das dichte Regulierungsumfeld von Buchgeld dar. Erfolgt die Ausgabe von Stablecoins durch eine Bank, ist fraglich, ob die Begründung für die strengen Besicherungsregeln nach wie vor einschlägig ist. In den ausländischen Rechtsordnungen wird dieses Thema denn auch uneinheitlich behandelt: Während in der EU auf einen Besicherungsmechanismus auf Produktstufe verzichtet wird, wenn Stablecoins durch Banken ausgegeben werden,⁶⁶ differenzieren die Entwürfe einer Stablecoin-Regulierung aus dem Vereinigten Königreich und den USA diesbezüglich nicht zwischen Banken und Nicht-Banken als Emittenten

65 Siehe oben Rz. 22 ff.

66 DOMINIK SKAURADZUN / CLARA WREDE, Der Rücktauschplan nach Art. 55 Abs. 1 i.V.m. Art. 47 MiCAR bei Emittenten von E-Geld-Token, WM 2024, S. 674 f.; ebenso, jedoch ohne Begründung, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 2023, S. 23; gl.M., wenn auch eine gewisse Rechtsunsicherheit feststellend, Deutsche Kreditwirtschaft, Stellungnahme zur regulatorischen Behandlung von E-Geld-Token unter den Legislativvorschlägen der Europäischen Kommission vom 28. Juni 2023 zur Überarbeitung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie vom 20. März 2025, S. 6. Vgl. ferner auch ErwG (71) MiCAR, welcher für signifikante E-Geld-Token ausdrücklich festhält, dass «die Bestimmungen der Richtlinie 2009/110/EG nicht für Kreditinstitute bei der Ausgabe von E-Geld gelten».

der Zahlungsmittel.⁶⁷ Welche Lösung für die Schweiz zielführend ist, lässt sich ohne Kenntnisse des neuen regulatorischen Rahmens für Kryptowerte nicht beurteilen. Das Erfordernis einer produktbezogenen Besicherung für Banken hängt nicht zuletzt auch vom Umstand ab, ob Stablecoins nach einer Transaktion wieder in Buchgeld umgetauscht oder über eine ganze Kette von Inhabern weitergegeben werden.⁶⁸

Unabhängig von der vorab diskutierten Frage abzulehnen ist die Aufnahme von Stablecoins unter den Schutz der Einlagensicherung. Würden etwa die Inhaber von Stablecoins demselben Schutz unterstellt wie die Gläubiger von herkömmlichem Buchgeld, könnten Stablecoins ihre Funktion als Zahlungsmittel um jene eines Wertspeichers erweitern. Dies wiederum könnte im Krisenfall zu einer abrupten, nicht erwünschten Umschichtung von Buchgeld in Stablecoins führen.

c) Verzinsung

Das geltende Recht verbietet den Trägern einer 1b-Lizenz die Verzinsung der Publikumseinlagen.⁶⁹ Ein Zinsverbot besteht in der EU auch für die Emittenten von wertreferenzierten Token sowie von E-Geld-Token.⁷⁰ Auch die Regulierungsentwürfe des Vereinigten Königreichs und der USA statuieren ein Zinsverbot für Stablecoins.⁷¹ Mit dieser Massnahme sollen Stablecoins ausreichend von Publikumseinlagen bei Banken abgegrenzt werden. Ihnen soll insbesondere eine Zahlungs-, nicht aber eine Wertaufbewahrungsfunktion zukommen.⁷²

Solange sich Stablecoins noch nicht fest als Zahlungsmittel etabliert haben, ist diese Limitierung auch für die Schweiz sinnvoll. Die künftige Verbreitung dieser neuen Zahlungsmittel und deren Auswirkungen auf die Verwendung von Buchgeld lassen sich zurzeit nicht abschätzen. Weiter ist zu berücksichtigen, dass sich Unsicherheiten über die Stabilität eines grossen Emittenten unvermittelt und erheblich auf den Wert der Vermögenseinheiten auswirken können: Anders als herkömmliches Buchgeld

67 Siehe allerdings Sec. 16 GENIUS Act/US, wonach Banken Kundengelder in digitalen Vermögenswerten abbilden dürfen. Gemäss OLIVER WYMAN (kynexis by J.P. Morgan), Deposit Tokens, A foundation for stable digital money, Juni 2025, können Banken nicht nur klassische Konten tokenisieren, sondern auch neue Forderungen ausgeben, welche bilateral zwischen den Kunden übertragen werden können (sog. *native deposit tokens*). Diese Token werden über die Gesamtbilanz der Bank besichert und benötigen ebenfalls kein konkursfestes Reservevermögen.

68 Zur fehlenden *singleness of money* bei *bearer instruments* siehe BIS, Annual Economic Report, Juni 2023, S. 92; RODNEY GARRAT / HYUN SONG SHIN, Stablecoins versus tokenised deposits, BIS Bulletin No 73 vom 11. April 2023, S. 2.

69 Art. 1b Abs. 1 lit. b BankG.

70 Art. 40 und Art. 50 MiCAR.

71 Sec. 2(23) GENIUS Act/US; FCA (Fn. 61), N16.2.13.

72 ErwG (68) MiCAR.

verlieren Stablecoins an Zahlungskraft, sobald das Vertrauen in den jeweiligen Emittenten schwindet.⁷³ Eine Gleichstellung mit Buchgeld hinsichtlich der Verzinsung erscheint auch deshalb nicht angebracht.

- 39 Wird das Begriffsverständnis von Stablecoins weiter gefasst als im vorliegenden Beitrag, ist von einem umfassenden Zinsverbot jedoch abzusehen. Werden Stablecoins nicht als Zahlungsmittel eingesetzt, sondern primär zu Anlage- oder Spekulationszwecken erworben, sind sie materiell als Finanzinstrumente einzuordnen und müssen im Wesentlichen den auf Finanzinstrumente anwendbaren Regeln unterstehen. Für diese Konstellationen dürfte auch das Zinsverbot nicht greifen.

3. Handel mit Kryptowerten

a) Dienstleisterregulierung

- 40 Kryptowerte können regelmässig *peer to peer* gehandelt werden. Während die Eigenschaft ursprünglich ein Kernmerkmal dieser Vermögenswerte darstellte, findet der Handel mit Kryptowerten zunehmend unter Einbezug von professionellen Dienstleistern statt. Die Professionalisierung der Kryptomärkte und deren Annäherung an die traditionellen Finanzmärkte trägt dazu bei, dass Handelsplattformen, Zahlungsdienstleistern, Verwahrern und Verwaltern von Kryptowerten eine wichtige Rolle bei der Verbreitung von und dem Handel mit Kryptowerten zukommt. Dieser Umstand ist regulatorisch zu berücksichtigen. Insbesondere darf die Bewilligungspflicht und Beaufsichtigung von Dienstleistern für Kryptowerte nicht allein deshalb fehlen, weil bestimmte Kryptowerte wie etwa Kryptowährungen nicht als Finanzinstrumente oder Effekten gemäss Art. 3 lit. a bzw. lit. b FIDLEG⁷⁴ eingeordnet werden.⁷⁵ Daneben kann die Dienstleistungserbringung im Zusammenhang mit Kryptowerten im Verhältnis zu herkömmlichen Vermögenswerten zusätzliche Risiken mit sich bringen, die regulatorisch ebenfalls zu adressieren sind. Verwalter, Verwahrer und Händler von Kryptowerten sind deshalb in einer separaten regulatorischen Bewilligungskategorie zu erfassen. Dabei ist die Abgrenzung zu den bestehenden Bewilligungskategorien zu berücksichtigen. Denkbar ist beispielsweise, dass bewilligte Vermögensverwalter nach Art. 24 FINIG⁷⁶ keine zusätzliche Bewilligung benötigen, wenn sie Kryptowerte verwalten. Im Gegenzug unterstehen sie jedoch hinsichtlich dieser Tätigkeit sämtlichen aufsichtsrecht-

⁷³ GARRAT/SHIN (Fn. 68), S. 2.

⁷⁴ Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG; SR 950.1).

⁷⁵ Vgl. beispielsweise Art. 17 Abs. 1 FINIG i.V.m. Art. 3 lit. c Ziff. 1-4 FIDLEG, wonach Vermögensverwalter nur dann einer Bewilligungspflicht unterstehen, wenn sie die Verwaltung von Finanzinstrumenten betreiben.

⁷⁶ Bundesgesetz über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (Finanzinstitutsgesetz, FINIG; SR 954.1).

lichen Regeln, die für die Verwaltung von Kryptowerten statuiert werden.

Ein besonderer Bedarf besteht im schweizerischen Recht für die Regulierung von Zahlungsdienstleistern. Im geltenden Recht fehlen bereits für die Anbieter von herkömmlichen Zahlungsdiensten passgenaue aufsichtsrechtliche Anforderungen. Mit dem Aufkommen von neuen Zahlungsformen wie Stablecoins wird die Trennung zwischen der Entgegennahme und Verwaltung sowie der blossen Übermittlung von Geld zusätzlich akzentuiert. Die Einführung eines entsprechenden Bewilligungsgefässes ist somit eine unabdingbare Voraussetzung, um diese Entwicklung zu unterstützen.

b) Marktüberwachung

Die Übertragung von Kryptowerten findet bilateral oder auf Handelsplattformen statt. Für diese Marktplätze gilt dasselbe wie für die traditionellen Finanzmärkte: Transparenz über die Akteure und die gehandelten Instrumente führt zu einer verbesserten Funktionsfähigkeit und zu erhöhtem Kundenschutz. Für Kryptowerte müssen deshalb vergleichbare Marktüberwachungsvorschriften gelten wie für Transaktionen in herkömmlichem Buchgeld bzw. für Finanzinstrumente. Im Vordergrund stehen die bereits heute auf Kryptowerte anwendbaren Vorschriften zur Geldwäschereiprävention⁷⁷ sowie die Regeln zur Prävention von Insidergeschäften und Marktmissbrauch.⁷⁸ Bei einer regulatorischen Übernahme dieser Anforderungen für Kryptowerte ist darauf zu achten, dass die Vermögenswerte vergleichbaren Standards unterstehen wie Transaktionen auf den traditionellen Finanzmärkten. Sollte beispielsweise die anonyme Weitergabe von Stablecoins – anders als bei Buchgeld – in einem gewissen Umfang für zulässig erklärt werden, ist sicherzustellen, dass ein Bewilligungsträger Verantwortung für den legalen Wiedereintritt dieser Gelder in den herkömmlichen Geldkreislauf übernimmt. Das Risiko von Geldwäscherei ist bei digitalen, anonymen Transaktionen signifikant erhöht. Es ist entweder durch den Emittenten oder vorzugsweise durch jene regulierte Einheit zu bewirtschaften, welche die Gelder wieder in den regulären Buch- oder Bargeldkreislauf einführt.

Ebenfalls zu gewährleisten ist eine ausreichende Transparenz über die Eigenschaften der ausgegebenen Kryptowerte. Ob dies im Rahmen eines sog. Whitepapers oder eines traditionellen Prospekts geschieht, ist nicht entscheidend. Dies umso mehr, als die Schweiz keine präventive behördliche Prospektkontrolle kennt, wie dies in der EU der Fall ist.

⁷⁷ Vgl. dazu oben, Fn. 53.

⁷⁸ Siehe zum geltenden Recht Art. 142f. FinfraG (Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 [Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG; SR 958.1]).

V. Ergebnis

44 Die zivilrechtliche Rechtsnatur von Kryptowerten lässt sich mit der bestehenden rechtlichen Einordnung von Vermögenswerten ausreichend beschreiben. Kryptowerte, die durch das geltende Recht nicht erfasst werden, weisen zwar nicht die Eigenschaften von subjektiven Rechten auf. Dieser Umstand allein vermag jedoch die Einführung einer neuen Rechtskategorie nicht zu rechtfertigen. Nicht zielführend erscheint insbesondere die Errichtung einer eigentumsähnlichen Stellung für die Inhaber von Kryptowährungen. Dem Bedarf nach Rechtssicherheit ist vielmehr mit der Schaffung eines einheitlichen Übertragungsregimes für Kryptowerte nachzukommen. Erreicht werden könnte dies etwa mit einer Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Registerwertrechte auf Kryptowerte wie Bitcoin, die keine subjektiven Rechte vermitteln. Regulatorisch zu verbessern wäre auch die Konkursfestigkeit von Treuhandkonten, welche als Sicherheiten für Stablecoins herangezogen werden. Sollen Stablecoins im Alltag als Zahlungsmittel eingesetzt werden, sind schliesslich Unsicherheiten über deren rechtliche Zuordnung bei ungünstigen Rechtsgeschäften zu beseitigen.

Das Aufsichtsrecht ist im Hinblick auf Kryptowerte ebenfalls lückenhaft: Erstens fehlt es an einem Bewilligungsgefäss für die Emittenten von Stablecoins. Im Rahmen einer solchen Regulierung wäre aufsichtsrechtlich zu statuieren, wie die Wertstabilisierung von Stablecoins sichergestellt werden kann. Für Nicht-Banken ist zu fordern, dass Stablecoins mit liquiden Referenzwerten unterlegt werden müssen. Produktbezogene Regulierungen müssen zudem so ausgestaltet sein, dass eine Abgrenzung zum Bankbuchgeld nach wie vor möglich ist: Stablecoins dienen primär als Zahlungsmittel, nicht jedoch als Wertspeicher. Für sie ist deshalb ein aufsichtsrechtliches Zinsverbot einzuführen. Zu verzichten ist weiter auf die Unterstellung von Stablecoins unter den Schutz der Einlagensicherung. Für den Handel mit Kryptowerten müssen schliesslich vergleichbare Standards gelten wie für herkömmliche Finanzinstrumente und Zahlungen. Bei der Formulierung der anwendbaren Regeln kann auf die Besonderheiten von Kryptowerten Rücksicht genommen werden. Zugleich ist sicherzustellen, dass die aufsichtsrechtlichen Spielregeln für alle Marktteilnehmer dasselbe Niveau aufweisen. Nur unter dieser Voraussetzung werden Kryptowerte nachhaltig zu mehr Innovation und Effizienz auf den Finanzmärkten beitragen.

Abstract

La classification juridique des crypto-valeurs n'est pas encore pleinement établie en Suisse. Afin que le pays reste attractif pour le marché des crypto-actifs, deux axes d'intervention sont nécessaires. D'une part, il convient de réviser les conditions du droit civil relatives au transfert juridiquement sécurisé – intégral ou partiel – de ces actifs. Le droit en vigueur présente en effet certaines lacunes, notamment en ce qui concerne le transfert de cryptomonnaies et la constitution de garanties sur les stablecoins. D'autre part, le législateur doit mettre en place un cadre prudentiel approprié pour l'émission de stablecoins ainsi que pour le négoce d'autres crypto-actifs. Là encore, le droit actuel accuse un certain retard. Une réglementation adaptée des émetteurs de stablecoins fait notamment défaut, ainsi que des dispositions prudentielles applicables aux prestataires de services de paiement, aux négociants et aux dépositaires de crypto-actifs. Le présent article identifie ces lacunes réglementaires dans le droit suisse et formule des propositions de lege ferenda pour y remédier.