

Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen von Stablecoins in der Schweiz

Vor einigen Jahren hat die Herausgabe von Stablecoins in der Schweiz floriert. Lücken im geltenden Recht und Unsicherheiten, welche die Handhabung des Regulators betreffen, haben die Euphorie jedoch gebremst. Im klassischen Geldschöpfungssystem sind private Banknoten und Zahlungsmittel eher selten. Durch die Herausgabe von Stablecoins von Nichtbanken kann somit ein neues Geldsystem entstehen. Sowohl die USA, als auch die Europäische Union haben mit Gesetzesinitiativen klare Rahmenbedingungen geschaffen, welche einen kompetitiven Vorteil gegenüber der Schweiz darstellen können. Die bankenrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Herausgabe von Stablecoins und die daraus resultierenden Fragen der Wirtschaftlichkeit und Profitabilität müssen in der Schweiz adressiert werden. Dieser Beitrag identifiziert die wirtschaftlichen Möglichkeiten für die Emittenten von Schweizer Stablecoins und zeigt die Limitationen auf Basis der derzeitigen Rechts- und Regulierungslage auf.

I. Einleitung	108
II. Rahmenbedingungen in der Schweiz	108
III. Wirtschaftlichkeit	112
IV. Weitere Einflussfaktoren	116
V. Fazit	117

Zitiervorschlag:

MARCEL THOMS, Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen von Stablecoins in der Schweiz, sui generis 2025, S. 107

Marcel Thoms, Leiter CAS FH in Strategischer Unternehmensführung, Dozent, Kalaídos Fachhochschule (marcel.thoms@kalaideos-fh.ch). Der Autor bedankt sich herzlich bei Prof. Dr. Mirjam Eggen für ihre wertvolle Unterstützung.

DOI: <https://doi.org/10.21257/sg.281>

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

I. Einleitung

1 Stablecoins können als Kryptowährungen bezeichnet werden, welche durch unterschiedliche physische Werte, Buchwerte oder anderweitige Mechanismen besichert werden. Dies geschieht, um eine höhere Stabilität und damit geringere Volatilität zu erreichen als dies bei klassischen Kryptowerten der Fall ist.¹ Durch das Stabilitätsziel wurde auch der Begriff des Stablecoins geprägt.² Stablecoins unterliegen ansonsten den gleichen Regelungen bzw. Gegebenheiten wie die klassischen Kryptowerte Bitcoin oder Ether. Sie entstehen auf einer Distributed-Ledger-Technologie (DLT), beispielsweise einer Blockchain, und werden zum Austausch von Gütern und Dienstleistungen oder auch als Anlageform genutzt. Damit sollen Stablecoins die Vorteile von Kryptowerten mit der relativen Stabilität einer Fiatgeld-Währung³ wie dem US-Dollar (USD) oder dem Schweizer Franken (CHF) verbinden. Während der beiden Krisen der Kryptowerte im März 2020 und im Mai 2021 blieben Stablecoins stabil bzw. gewannen sogar an Wert⁴. Der nach Geldumlauf grösste Stablecoin ist Tether (USDT), welcher eins zu eins an den US-Dollar gekoppelt ist. Dies bedeutet, dass der Emittent für jeden Tether-Token im Umlauf einen USD in Reserve hält. Somit ist der Tether-Stablecoin zu 100 % durch die Währungsreserven gedeckt.⁵ Das herausgebende Unternehmen investiert diese Reserven wiederum in Anleihen, Repogeschäfte, Geldmarktinstrumente oder sonstige Geldanlagen.⁶ Zudem engagieren sich auch US-amerikanische Grossbanken wie J.P. Morgan im Markt, welche mit dem JPM Coin bereits 2019 einen eigenen Stablecoin lanciert haben.⁷ Mit der Ausgabe von Stablecoins durch private Herausgeber wandelt sich im gewissen Masse auch das heute bekannte zweistufige Geldsystem.⁸ In diesem klassischen System sind private Banknoten

und Zahlungsmittel eher selten.⁹ Durch die Herausgabe von Kryptowerten im Allgemeinen und Stablecoins im Besonderen von Nichtbanken kann somit ein neues Geldsystem entstehen.

Stablecoins sind für die Inhaber nicht risikofrei, sondern 2 unterliegen ähnlichen Risiken wie Fiatgeld. Dazu gehören Entwertungs-, System- oder Währungsrisiken.¹⁰ Diese sollen in diesem Artikel nicht weiter vertieft werden. Die Konzentration liegt in erster Linie auf den Wirtschaftlichkeitsfragen für die Emittenten von Stablecoins in der Schweiz. Aus bankenrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Betrachtung ist die Herausgabe und das Halten von Stablecoins durch (Finanz-)Institute zu unterscheiden. In den nachfolgenden Abschnitten wird der Fokus auf den Anforderungen der Schweizer Regulatoren an die Herausgabe von Stablecoins gelegt (Rz. 3 ff.) und die daraus resultierenden Fragen der Wirtschaftlichkeit und Profitabilität näher betrachtet (Rz. 26 ff.). Zudem werden flankierende Aspekte zur Wertstabilität beleuchtet (Rz. 56 ff.). Auf besonders zu beachtende Regelungen für das Halten von Stablecoins wird zudem eingegangen.

II. Rahmenbedingungen in der Schweiz

1. Stablecoins als Finanzwert

In der Schweiz hat die Herausgabe von Stablecoins flo- 3 riert. Mit dem Digital CHF (DCHF) der Sygnum Bank, dem CryptoFranc (XCHF) der Bitcoin Suisse AG und dem Frankencoin gab es mehrere Stablecoins mit Bindung zum Schweizer Franken. Ebenso plant die Swiss Stablecoin AG die Ausgabe eines Stablecoins (CHFD).¹¹ Ein digitaler Schweizer Franken, der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) selbst emittiert werden würde, also ein sogenannter Retail-CBDC,¹² ist momentan nicht geplant.¹³ Somit bliebe die Trennung zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken im Geldschöpfungssystem erhalten, da Stablecoins von privaten Institutionen ausgegeben

1 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, FINMA-Aufsichtsmitteilung 06/2024 vom 26. Juli 2024, S. 3.

2 Im deutschsprachigen Umfeld wurde in der Vergangenheit auch der Terminus «Stable Coin» genutzt. Unterdessen wird auch in deutschsprachiger Literatur mehrheitlich die Schreibweise des englischen Begriffs «Stablecoin» übernommen.

3 Fiatgeld ist eine Währung, welche von einer Regierung ausgegeben wird, die nicht durch knappe Ressourcen (bspw. Gold oder Silber) gedeckt ist. Es wird durch die Regierung, die es ausgegeben hat, gedeckt. Der Begriff kommt aus dem Lateinischen, fiat kann mit «es soll sein» oder «es soll geschehen» übersetzt werden; siehe RAINER ALT / STEFAN HUCH, Fintech-Lexikon: Begriffe für die digitalisierte Finanzwelt, Wiesbaden 2022, S. 67.

4 GORDON Y. LIAO / JOHN CARAMICHAEL, Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking, International Finance Discussion Papers 2022, S. 1 ff.

5 ALEXANDER LIPTON / AETIENNE SARDON / FABIAN SCHÄR / CHRISTIAN SCHÜPBACH, From Tether to Libra: Stablecoins, Digital Currency and the Future of Money, arXiv 2020.

6 Website von Tether, Transparency.

7 MARY-ANN RUSSON, JP Morgan Creates First US Bank-Backed Crypto-Currency, bbc.com vom 14. Februar 2019.

8 THOMAS J. JORDAN, Wie Geld durch die Zentralbank und das Bankensystem geschaffen wird, Referat vom 16. Januar 2018.

9 JENS REICH, Seigniorage: über die Einnahmen aus der Geldschöpfung, Wiesbaden 2024, S. 3.

10 BARRY EICHENGREEN / MY T. NGUYEN / GANESH VISWANATH-NATRAJ, Stablecoin Devaluation Risk, SSRN Electronic Journal 2023, S. 8 und S. 18 ff.; CRISTINA POLIZU / ANOOP GARG / MIGUEL DE LA MATA, Stablecoins: A Deep Dive into Valuation and Depegging, 2023, S. 5 f.

11 Sygnum Bank vom 23. März 2020 (Sygnum Bank Launches Digital CHF Token); Website der Bitcoin Suisse AG, CryptoFranc (XCHF) – Der Schweizer Franken Stablecoin; Zühlke AG vom 28. Juni 2024 (Swiss Stablecoin AG & Zühlke: Gemeinsam zu einem breit zugänglichen digitalen Franken); Website von Frankencoin, What's that, Frankencoin?.

12 CBDC (Central Bank Digital Currency) bezeichnet digitales Geld, welches direkt von der Zentralbank, bspw. der SNB ausgegeben wird; dieses steht damit indirekt in Konkurrenz zu privaten Stablecoin-Herausgebern.

13 ANTON BECK, Schritt für Schritt in Richtung Optimismus, handelszeitung.ch vom 17. Dezember 2024.

werden können.¹⁴ Im Jahr 2024 wurde der CryptoFranc bereits wieder eingestellt und im Jahr 2025 ebenfalls der Centi Franc (CCHF).¹⁵ Dies deutet die Herausforderungen der Stablecoin-Herausgabe in der Schweiz an.

- 4 Ein grosser Vorteil, welcher durch die Schaffung von Kryptowerten für die Schweizer Banken, dem Schweizer Finanzplatz und dessen Kunden erwachsen kann, wären tokenisierte Finanzmärkte und -produkte.¹⁶
- 5 Beispielsweise könnten damit Aktien in digitale Tokens umgewandelt und somit praktisch in Echtzeit zu sehr tiefen Kosten gehandelt und übertragen werden. Transaktionskosten würden sich für die Geschäftsbanken und die Kunden deutlich reduzieren.¹⁷ Dies stellt nur einen Anwendungsfall dar, welcher aufzeigen soll, dass Stablecoins auch aus Bankensicht ein interessanter Weg sein können, um kompetitiv zu bleiben. Auf der anderen Seite können Stablecoins, wenn diese breite Nutzung erfahren, das Kreditgeschäft der Banken stören, sollten die Banken nicht mehr in diese Geldflüsse involviert sein.¹⁸
- 6 Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) hat mit ihrer Mitteilung im Juli 2024 eine weitere detaillierte Klarstellung zum Umgang mit Stablecoins in der Schweiz publiziert.¹⁹ Vor allem hervorzuheben ist dabei, dass die Emission von Stablecoins meist als das Entstehen von bankenrechtlichen Einlagen oder kollektiven Kapitalanlagen eingestuft wird.²⁰ In solchen Fällen unterliegen Stablecoins, respektive deren Emittenten, dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG).²¹ Dies muss jedoch nicht immer der Fall sein, denn es kommt auf die konkrete Ausgestaltung an (siehe Tabelle 1). Es verdeutlicht aber die Besonderheit der Handhabung in der Schweiz, worauf in den folgenden Abschnitten noch genauer eingegangen wird.

14 STEVEN L. SCHWARCZ, *Regulating Digital Currencies: Towards an Analytical Framework*, SSRN Electronic Journal 2021, S. 126f.

15 Schweizerisches Handelsamtsblatt SHAB, *Einstellung des Stablecoins CryptoFranc (XCHF)* vom 28. Februar 2025; Centi.Ltd, *Centi Franc Discontinuation Notice* vom 31. Juli 2025.

16 LIAO/CARAMICHAEL (Fn. 4), S. 1ff.

17 LIDIA KURT / DOMENIC KURT, *Digitale Assets & Tokenisierung: Grundlagen umfassend verstehen*, Wiesbaden 2022, S. 1; LIAO/CARAMICHAEL (Fn. 4), S. 1ff.

18 KATRIN ASSENMACHER, *Monetary Policy Implications of Digital Currencies*, SUERF Policy Note 165/2020, S. 1ff.; LIAO/CARAMICHAEL (Fn. 4), S. 1ff.; ANASTASIA ANDRACHYK, *Die Auswirkungen von digitalem Privatgeld und digitalem Zentralbankgeld auf das Bankensystem*, Wiesbaden 2025, S. 70f.

19 FINMA, *Aufsichtsmitteilung* (Fn. 1).

20 MIRJAM EGGEN, *Schweizer Kryptoregulierung: Eine Darstellung der Lücken im geltenden Recht, sui generis 2025*; FINMA, *Aufsichtsmitteilung* (Fn. 1), S. 3.

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

Die FINMA betrachtet Stablecoins zudem als Zahlungsmittel, wodurch selbige auch dem Geldwäschereigesetz unterstellt sind.²² Diese zusätzlichen Reglementierungen sollen in diesem Artikel nicht weiter vertieft werden, auch wenn diese bei den regulatorischen Kosten berücksichtigt werden müssen. EGGEN hat detailliert die momentane Einordnung von Kryptowerten und Stablecoins in das Schweizer Recht beleuchtet.²³

1. Anforderungen an Emittenten

Gemäss den Vorgaben der FINMA benötigen Stablecoin-Herausgeber entweder eine bankenrechtliche Bewilligung oder müssen als Nichtbank über eine Ausfallgarantie von einer Schweizer Bank verfügen.²⁴ Sowohl Banken als auch Nichtbanken, welche durch die Herausgabe zu einem Finanzintermediär werden, können Stablecoins emittieren.

Wenn Stablecoins an Währungen gebunden werden, qualifizieren sich diese gemäss der FINMA als bankenrechtliche Einlagen.²⁵ Als Unterscheidungsmerkmal wird dabei die Verwaltung oder Verwahrung der angebondenen Vermögenswerte betrachtet:²⁶

1. Auf Rechnung und Risiko der Stablecoin-Inhaber (Hinweis auf Kollektivanlage) oder
2. auf Rechnung und Risiko des Stablecoin-Emittenten (Hinweis auf bankenrechtliche Einlage).

Es ist anzunehmen, dass ein Stablecoin-Emittent die zweite Variante umsetzt. Nur durch die Übernahme der Reserven auf eigene Rechnung können mit Anlage der Reserve Gewinne für den Herausgeber erzielt werden.

Aus den geschilderten Anforderungen an die Emittenten ergeben sich diverse Anforderungen und Verpflichtungen gegenüber den Stablecoin-Käufern (also deren Inhabern). Denn die Ausfallgarantie hat mindestens die Summe aller Publikumseinlagen inkl. allfälliger Zinsen der Kunden zu decken. Die Stablecoin-Inhaber unterstehen jedoch nicht dem bankenrechtlichen Einlagenschutz gemäss Art. 37a BankG. Sollte der Stablecoin-Herausgeber (als Nichtbank) zahlungsunfähig werden, haben die Stablecoin-Inhaber einen direkten Anspruch gegenüber der garantiegebenden Bank. Sollte auch diese Bank zahlungsunfähig werden, erlischt somit jedweder Anspruch, da der kollektive Einlagenschutz nicht greift, im Gegensatz zu herkömmlichen Bankeinlagen.

22 FINMA, *Aufsichtsmitteilung* (Fn. 1), S. 3.

23 EGGEN (Fn. 20).

24 FINMA, *Aufsichtsmitteilung* (Fn. 1), S. 6.

25 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, *Ergänzung der Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs)* vom 11. September 2019, S. 2.

26 FINMA, *Ergänzung der Wegleitung* (Fn. 25), S. 3.

Stablecoin-Emittenten			
(I) Banken	(II) Nichtbanken		
	Finanzintermediär mit bankrechtlicher Ausfallgarantie	Finanzintermediär mit Fintech-Lizenz (1b)	Kollektive Kapitalanlage (KAG)

Abbildung 1: Stablecoin-Herausgeber nach FINMA-Wegleitung

- 12 Neben der Ausgabe von Stablecoins durch die aufgeführten Emittenten in Abbildung 1 wäre gemäss Schweizer Privatrecht eventuell auch eine Realisation als sachenrechtlicher Anspruch möglich. Dadurch würden per se weder das Bankengesetz noch das Kollektivanlagengesetz (KAG²⁷) zur Anwendung kommen. Da sich die FINMA jedoch die Ausgabe eines jeden Stablecoins zur Genehmigung vorbehält, bleibt diese Möglichkeit der Realisation durchaus fraglich.
- 13 Sollte ein Emittent unter der 1b-Lizenz («Fintech») agieren – also eine Nichtbank – gelten die von den Stablecoin-Käufern eingebrachten Gelder als nicht privilegierte Einlagen. Bei einer Rückforderung durch den Stablecoin-Inhaber finden Regelungen über die sofortige Auszahlung keine Anwendung.²⁸
- 14 Ein wichtiger Aspekt für Schweizer Stablecoin-Herausgeber ist MiCAR (Markets in Crypto-Assets Regulation). Diese EU-Verordnung schafft einen EU-weiten Rechtsrahmen für Kryptowerte und damit zusammenhängende Dienstleistungen. Schweizer Stablecoin-Herausgeber müssen die Vorgaben von MiCAR einhalten, sollten sie Stablecoins auch an Kunden mit Sitz in der EU anbieten.²⁹

2. Besicherung von Stablecoins

- 15 In der Einleitung wurden die Besicherungsoptionen von Stablecoins bereits kurz angesprochen. Diese werden im folgenden Abschnitt im Hinblick auf die schweizerischen Regelungen konkretisiert.
- 16 Die FINMA unterscheidet vier Arten der Besicherung von Stablecoins. Die Anbindung an
 1. Währungen,
 2. Rohstoffe,
 3. Immobilien oder
 4. Effekten.

²⁷ Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz, KAG; SR 951.31).

²⁸ Art. 1b BankG.

²⁹ Mehr zu MiCAR siehe MIRJAM EGGEN / CHRISTIAN SILLABER, *Schweizer Regulierung von Stablecoins im Vergleich zu MiCAR*, *Recht der Zahlungsdienste* 2025, S. 76 ff.; oder auch SIMONE TOBLER, *MiCAR – Höhenflug oder unsanfte Landung für Schweizer Krypto-Anbieter?*, *EuZ* 2023.

Anderweitige Stabilisierungsmechanismen schliesst die FINMA zwar nicht aus, bezeichnet diese aber als unseriös, inklusive der Androhung von zukünftigen Enforcement-Verfahren. Gemäss der momentanen schweizerischen Rechts- und Regulierungslage kann ein Stablecoin nicht mit algorithmisch-basierten Besicherungen angeboten werden.³⁰ Die Anbindung an eine Währung ist naheliegend, indem ein Stablecoin mit einem CHF besichert ist. Damit liegt auch ein Einlösungsanspruch des Stablecoin-Inhabers gegenüber dem Stablecoin-Emittenten vor. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die Liquidität der unterliegenden Anlageinstrumente des Stablecoin-Emittenten bedeutungsvoll. Dabei ist eine Besicherung mit Fiatgeld klar und nachvollziehbar. Hingegen erzeugen die Besicherungen der Stablecoin-Emission mit Rohstoffen, Immobilien oder Effekten weitere Herausforderungen. So muss festgestellt werden, ob bei der Besicherung mit Rohstoffen ein Eigentumsrecht an den Rohstoffen oder lediglich ein schuldrechtlicher Anspruch erworben wird. Bei der Besicherung eines Stablecoins mit Immobilien findet in der Regel bei der Rückgabe eines solchen Stablecoins durch dessen Inhaber auch keine Immobilienübergabe statt. Somit kommt nur ein wertmässiger Einlösungsanspruch in Frage. Diese Variante kann für Finanzinstitute – insbesondere Banken mit einem umfangreichen Immobilienportfolio – eine interessante Besicherungsvariante darstellen. Des Weiteren können in der Schweiz Stablecoins an einzelne Effekte oder an einen Korb von Effekten (bspw. Wertpapiere) angebunden werden. Dadurch erlangt der Stablecoin-Inhaber einen schuldrechtlichen Lieferanspruch gegenüber dem Herausgeber.³¹

Aus diesen Regelungen ergeben sich wichtige Rahmenbedingungen für die Emittenten und die mögliche Wirtschaftlichkeit von Schweizer Stablecoins. Mit der Unterlegung von finanziellen Werten stehen Stablecoins in direkter Konkurrenz zu anderen Formen des Bankgeschäfts und der Mittelverwendung. Sollte der Emittent der Stablecoins keine Bank sein, muss dieser zumindest den Banken die Opportunitätskosten zurückerstatten. Denn anstatt einem Emittent eine bankrechtliche Ausfallgarantie zur Verfügung zustellen – und einer dadurch verursachten Bindung von Eigenmitteln – könnte die Bank einer anderen Geschäftstätigkeit nachgehen, um Margen zu erzielen. Somit steht das Stablecoin-Geschäft mit diesen in Konkurrenz.

³⁰ Algorithmische Stablecoins sollen Wertstabilität durch einen Algorithmus erhalten. Diese Stablecoins werden nicht mit physischen Werten besichert, sondern der Algorithmus soll dynamisch auf Marktereignisse und Preisschwankungen reagieren; siehe BASTIAN STOLZENBERG, *Stablecoins: Fast so hart wie bare Münze*, *Disclose Das Onlinemagazin* von PwC 2022.

³¹ FINMA, *Ergänzung der Wegleitung* (Fn. 25), S. 2 ff.

19 Entscheidend für die Wirtschaftlichkeit ist die Entscheidung des Stablecoin-Herausgebers, die entgegengenommenen Vermögenswerte zu verwahren oder zu verwalten.

Besicherung	Indikative aufsichtsrechtliche Einordnung
Fiatgeld-/ Krypto-Währung (mit fixem Einlösungsanspruch)	Bankenrechtliche Einlage (BankG)
Korb von Fiatgeld-/ Krypto-Währungen	Auf Rechnung Emittent: Bankenrechtliche Einlage (BankG) Auf Rechnung Stablecoin-Inhaber: Kollektive Kapitalanlage (KAG)
Rohstoff	Bankedelmetall: Bankenrechtliche Einlage (BankG) Rohstoff: Handhabung wie Effekte ausser bei Derivat
Rohstoff mit Eigentumsposition	Keine prudentielle Erfassung
Korb von Rohstoffen	Kollektive Kapitalanlage (KAG)
Immobilien (mit wertentwicklungsabhängigem Einlösungsanspruch)	Kollektive Kapitalanlage (KAG)
Bestimmte Effekte	Keine prudentielle Erfassung bei Selbstemission
Korb von Effekten	Kollektive Kapitalanlage (KAG)

Tabelle 1: Besicherung von Stablecoins und deren indikative aufsichtsrechtliche Einordnung (Ausnahmen oder Spezialfälle vorbehalten)³²

20 Bei den nachfolgenden Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen liegt der Fokus auf der Handhabung, dass der Emittent die entgegengenommenen Gelder verwaltet (und nicht nur verwahrt).³³

3. Eigenmittelanforderungen an Stablecoins

21 Bei den Eigenmittelanforderungen an Stablecoins muss neben der Herausgabe auch das Halten von Stablecoins gesondert betrachtet werden. Hierbei bestehen wesentliche Unterschiede in der Behandlung durch den Regulator im Vergleich zu konventionellen Buchgeldern.

a) Halten von Stablecoins

22 Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) ist bekannt für die Eigenmittelvereinbarungen Basel I bis Basel III. Der BCBS hat im Dezember 2022 einen neuen Standard zur aufsichtsrechtlichen Behandlung von Kryptowerten, zu denen auch Stablecoins zählen, verabschiedet. Dieser sieht vor, Kryptowerte mit einem Risikogewicht von bis zu 1'250 % zu belegen, wenn sie als Aktivposten von einer Bank gehalten werden.³⁴ Ebenso wird empfohlen dass nur 1 % des harten Kernkapitals einer Bank mit

Krypto-Risiken durch Aktivposten belegt werden (absolute Obergrenze 2 %).³⁵ Sollten diese Regeln in der Schweiz umgesetzt werden, müssten Banken demnach für einen Schweizer Franken eines Kryptowertes bis zu zwei Schweizer Franken Eigenmittel bereithalten (dies kann sich durch das Erreichen der Obergrenze nochmals erhöhen).³⁶ Entsprechend der bisherigen FINMA-Praxis wird Kryptowerten ein Risikogewicht von 800 % zugewiesen.³⁷ Die Eigenmittelverordnung (ERV) gibt an Eigenmittel in Höhe von 8 % der nach Risiko gewichteten Positionen vorzuhalten.³⁸ Daraus ergeben sich die Eigenmittelanforderungen wie in Abbildung 2 dargestellt. Der BCBS hat seither seine Vorstellungen nochmals präzisiert, welche vor allem für Stablecoins feiner abgestimmte Regelungen enthalten. Wenn Stablecoins die strengen Klassifizierungsanforderungen des BCBS erfüllen, sind für die Eigenmittelunterlegung die Risiken der unterliegenden Vermögenswerte anzuwenden.³⁹ Dies ist insofern von Vorteil, da die Reserven von Stablecoins häufig in hochliquiden Aktiva gehalten werden, wodurch sich deutlich geringere Risikogewichte ergeben als die oben genannten 800 %. Eine Unternehmensaktie wird bspw. mit 100 % gewichtet, diese wäre dementsprechend pro Franken mit nur 8 Rappen an Mindesteigenmitteln zu unterlegen (anstatt der 64 Rappen der momentanen Praxis). Grundsätzlich kann dem noch ein Zuschlag für Infrastrukturrisiken hinzugefügt werden.

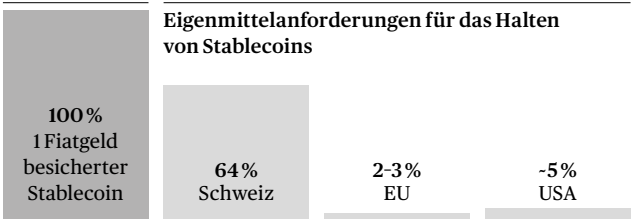


Abbildung 2: Eigenmittelanforderungen für das Halten von Stablecoins⁴⁰

35 Basel Committee on Banking Supervision BCBS, Prudential Treatment of Cryptoasset Exposures, Basel 2022, S. 7 und S. 21.
36 Swiss Blockchain Federation, Übernahme des Basler Krypto-Standards durch die Schweiz, Bern 2024, S. 2f.
37 Swiss Blockchain Federation (Fn. 36), S. 9.
38 Art. 42 ERV (Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung der Banken und Wertpapierhäuser [Eigenmittelverordnung, ERV; SR 952.03]).
39 Basel Committee on Banking Supervision BCBS, Cryptoasset Standard Amendments, Basel 2024.
40 Die Anforderungen in den USA sind ausformuliert und liegen an der Besicherung der Stablecoins; durch den verabschiedeten GENIUS Act müssen Stablecoins mit hochliquiden Reserven besichert sein, wodurch sich geringe Eigenmittelanforderungen für eine Bank ergeben; siehe Deloitte, SAB 121 and Done: SEC Issues SAB 122 to Rescind Guidance on Safeguarding Crypto Assets, Heads Up 2025; die Anforderungen in der EU sind abhängig von der Deckung und Stabilität des Stablecoins, dies kann zu einem Risikogewicht von 0 % führen; siehe EU-Verordnung 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) vom 31. Mai 2023; die Schweiz folgt momentan den Vorgaben des BCBS; siehe MARTIN HESS, Stablecoins, AJP 2023, S. 938 ff.

32 FINMA, Ergänzung der Wegleitung (Fn. 25), S. 7.
33 FINMA, Ergänzung der Wegleitung (Fn. 25), S. 7; FINMA Aufsichtsmitteilung (Fn. 1), S. 3.
34 OLIVER VÖLKEL, Crypto goes Basel: Der neue BCBS-Standard für Kryptoassets, ÖBA 2023, S. 500.

23 Im Prozess der klassischen Giralgeldschöpfung sind die Banken in der Schweiz heute ebenso verpflichtet, ihre Geschäftstätigkeit mit Eigenkapital abzusichern. Allgemein kann dies mit dem ungewichteten Eigenkapital (Leverage Ratio) abgebildet werden. Beispielsweise hält die UBS 5.8 % Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme (und weiteren ausserbilanziellen Geschäften) vor.⁴¹ Zudem hält die UBS 14.3 % risikogewichtete Eigenmittel (CET1 Ratio).⁴² Dies zeigt die Diskrepanz der gegenwärtigen Anforderungen gegenüber dem Halten von Stablecoins in der Schweiz, bei denen eine mehr als 4-fach erhöhte Eigenmittelanforderung besteht.

b) Emission von Stablecoins

24 Betreffend die Unterlegung mit Eigenmitteln gibt es für die Emission von Stablecoins momentan für Banken keine gesonderten Regelungen in der Schweiz. Dies ist im Hinblick auf die Gleichbehandlung von Publikumseinlagen nachvollziehbar. Die Schweizer Franken, die ein Herausgeber für die Ausgabe der Stablecoins vom Stablecoin-Käufer/-Inhaber erhält, sollten vom Emittenten in grösstenteils hochliquiden Aktiva angelegt werden. Dies sollte auf die risikogewichteten Eigenmittel keinen Einfluss oder sogar positive Auswirkungen haben. Hochliquide Aktiva oder im Allgemeinen als sicher betrachtete Anlagen (bspw. Bundesanleihen) haben ein sehr geringes Risikogewicht und damit einen positiven – weil reduzierenden – Einfluss auf die Eigenmittelanforderungen. Bei Nichtbanken gibt es Regelungen für die Unterlegung mit einer bankenrechtlichen Ausfallgarantie.⁴³

25 Weitere Zusammenhänge und die Auswirkungen auf die Bilanz einer Bank durch eine Stablecoin-Herausgabe werden unter Rz. 27 ff. aufgezeigt.

III. Wirtschaftlichkeit

26 Ein zentraler Aspekt sind die Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen für Stablecoins in der Schweiz. In den nachfolgenden Abschnitten sollen jedoch nur Banking-spezifische Aspekte betrachtet werden (welche für alle Emittenten, also auch auf die Nichtbanken anwendbar sind). Für die Lancierung einer Blockchain sind Infrastrukturkosten für die Stablecoin-Herausgeber ebenso ein Faktor, welcher im Folgenden jedoch nicht betrachtet wird.

41 UBS Group AG, Annual Report 2024, Zürich 2025, S. 142; die UBS ist hierbei nur exemplarisch erwähnt, für andere Schweizer Banken verhält es sich ähnlich, siehe MARCEL THOMS, Schweizer Bankenmonitor 2022: Sonderausgabe Kapital und Liquidität, Zürich 2023, S. 4 und S. 9.

42 UBS Annual Report 2024 (Fn. 41), S. 141.

43 Siehe Rz. 8 ff.

1. Kapitalaspekte

Grundsätzlich stehen die Geschäftsarten einer Bank in einem internen Wettbewerb. Als gewinnorientiertes Unternehmen soll das Eigenkapital mit dem Geschäft unterlegt werden, mit dem die höchsten Gewinne erzielt werden. Dies im Rahmen der Risikogewichtung, welche sich nach Geschäftsart unterscheidet. Nicht zuletzt hat dies immer wieder zu Spannungen in den international agierenden Universalbanken geführt, zwischen kapitalintensivem Investment Banking und risikoärmerer Vermögensverwaltung. Die Herausgabe von Stablecoins kann für Banken zunächst attraktiv wirken. Die UBS erzielte 2024 eine Rendite auf das harte Kernkapital von 8.7 % (engl. Return on Common Equity Tier 1).⁴⁴ Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass mit der möglichst effektiven Unterlegung der unterschiedlich risikogewichteten Geschäftstätigkeiten eine entsprechende Rendite erzielt wurde.

In Tabelle 2 ist die Veränderung einer Bank-Bilanz durch die Emission von Stablecoins simplifiziert dargestellt. In dieser exemplarischen Herausgabe von 100 Stablecoins (eins zu eins besichert mit Schweizer Franken Fiatgeld) nur an eigene Kunden – welche diese mit ihren Einlagen (also bereits vorhandenem Buchgeld) erwerben – verlängert sich die Bilanz nicht. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden (aus Einlagen) nehmen in dem Beispiel von 500 auf 400 ab. Die Verbindlichkeiten aus der Stablecoin-Emission nehmen von 0 auf 100 zu. Ebenso ändert sich im ersten Moment die Komposition der Aktivposten nicht. Dabei muss die Bank beachten, dass die Stablecoin-Reserve in möglichst liquiden Aktivposten gehalten werden muss (bspw. Einlagen bei der Zentralbank). Diese Aktivposten können anschliessend die Höhe des Eigenkapitals, je nach Risikogewicht, beeinflussen.

Die SNB hat jüngst den Zinssatz des Leitzinses von 0.25 % auf 0.0 % gesenkt. Dieser Zinssatz gilt auch für die Einlagefazilität, d.h. die Schweizer Banken können Kundeneinlagen (wie Teile der Stablecoin-Reserve) über Nacht bei der SNB anlegen und erhalten dafür keine Zinsen. Dies verdeutlicht zunächst die limitierten Einnahmequellen, wenn die Reserve bei der SNB geparkt werden würde.

In diesem Kontext muss auch auf ein möglicherweise aufwendiges Monitoring der Besicherung von Stablecoins mit Effekten hingewiesen werden.⁴⁵ Kursschwankungen der Effekten müssen überwacht werden, mit entsprechenden Kosten, die damit verbunden ist.

44 Mit dem Return on Common Equity Tier 1 (RoCET1) wird das harte Kernkapital einer Bank dem Gewinn gegenübergestellt; siehe UBS Annual Report 2024 (Fn. 41), S. 71.

45 HESS (Fn. 40), S. 938 ff.

Aktivposten		Passivposten	
Flüssige Mittel und Forderungen gegenüber Banken	300	Verbindlichkeiten gegenüber Banken	100
Forderungen gegenüber Kunden (Kreditvergabe)	300	Verbindlichkeiten gegenüber Kunden (Einlagen)	500
Investments	300	Verbindlichkeiten aus Stablecoin-Emission	0
Anlagevermögen	100	Verbindlichkeiten aus Investments	200
		Langfristige Verbindlichkeiten	100
		Eigenkapital	100
Summe Aktivposten	1000	Summe Passivposten	1000

Tabelle 2: Beispielhafte Bankbilanz bei einer Stablecoin-Herausgabe

- 31 BERENTSEN und SCHÄR haben bereits 2019 festgestellt, dass die grösste Herausforderung für einen Stablecoin-Herausgeber die Profitabilität sein wird.⁴⁶ Vor allem weil die Stabilität voraussetzt, dass ein Stablecoin zu 100 % des Wertes durch eine liquide Reserve der gehaltenen Vermögenswerte abgesichert wird.⁴⁷ Wiederum zeigt Tether als Herausgeber des USDT mit einem Jahresgewinn von 13 Milliarden US-Dollar im Jahr 2024, dass Stablecoins ein interessantes Geschäftsmodell darstellen können.⁴⁸ Dabei waren die Aktivposten (also wie die Stablecoin-Reserve investiert wurde) der Tether-Stablecoins per 31. Dezember 2024 mit 5 % Eigenmitteln unterlegt.⁴⁹
- 32 In gewisser Hinsicht kann der Emittent einen Stablecoin wie ein aktiv zu verwaltendes Mandat betrachten. Die Stablecoin-Inhaber überlassen dem Emittenten das Fiat-/Buchgeld, um dafür Stablecoins zu erhalten. Zur Gewinnerwirtschaftung kann der Emittent das erhaltene Kapital nutzen, so wie die Bank ansonsten Einlagen der Kunden erhält, um daraus Gewinne zu erwirtschaften. Daraus ergibt sich die Verwaltung der entgegengenommenen Gelder (und nicht nur deren Verwahrung).
- 33 Gemäss den Vorschlägen des BCBS unterstehen diese entgegengenommenen Gelder jedoch klaren Einschränkungen zum Wiederinvestment:⁵⁰
1. die Währungsreserven sollten hauptsächlich aus Vermögenswerten mit kurzfristigen Laufzeiten und hoher Bonität bestehen; und
 2. die Anlageformen haben eine nachgewiesene relative Stabilität, selbst unter angespannten Marktbedingungen (bspw. geringe Volatilität der gehandelten Preise und Spreads).

46 ALEKSANDER BERENTSEN / FABIAN SCHÄR, *Stablecoins: The Quest for a Low-Volatility Cryptocurrency*, in: Fatás (Hrsg.), *The Economics of Fintech and Digital Currencies*, London 2019, S. 68.

47 BERENTSEN/SCHÄR (Fn. 46), S. 68.

48 Website von Tether, *Transparency*.

49 BDO Italia, *Independent Auditors' Report on the Consolidated Financials Figures and Reserves Report*, Mailand 2025, S. 1.

50 BCBS, *Cryptoasset Standard Amendments* (Fn. 39), S. 4.

Für die Emittenten ist zudem der bereits beschriebene Einlösungsanspruch zu beachten.⁵¹ Was gilt, wenn die Bank die Gelder von einer Nichtbank erhält, welche den Stablecoin ausgibt, wird in Rz. 49 ff. näher betrachtet.

Unweigerlich kommen bei diesen Einnahmemöglichkeiten durch eine Bank, welche einen Stablecoin emittiert, Anforderungen an die kritische Masse. Eine Stablecoin-Ausgabe sollte auf effiziente Art und Weise skalieren und mit steigender Ausgabemenge immer ertragreicher werden.

2. Regulatorische Aspekte

Durch die Vorgaben in der Schweiz muss bei jedem Inhaberwechsel des Stablecoins die Gegenpartei identifiziert werden.⁵² Damit entstehen bei jedem Weitergabeprozess eines Stablecoins (bspw. Kauf von Waren, tokenisierte Objekte, simpler Transfer/«Überweisung») Kosten zur Identifikation des Stablecoin-Inhabers. International werden diese «Know Your Customer» (KYC)-Prozesse nur beim On- und Off-Ramp zu Fiatgeld durchgeführt. D.h. nur wenn ein Stablecoin in Fiatgeld umgewandelt wird oder Fiatgeld in einen Stablecoin, wird es notwendig, den Stablecoin-Inhaber zu identifizieren.

Dies ist insofern bedeutungsvoll, da Banken weltweit zwischen 2015 und 2019 rund 22 Milliarden Schweizer Franken an Strafzahlungen und damit verbundene Anwaltsgebühren für KYC- und Geldwäscherei-Verstösse zahlen mussten.⁵³ Diese Kosten verdeutlichen die Wichtigkeit dieser Prozesse.

Die KYC-Prozesse der Banken behandeln jedoch nicht nur die reine Kundenidentifikation, welche als simple Dienstleistung bspw. von der Schweizerischen Post angeboten wird.⁵⁴ Es müssen zudem die Herkunft des Geldes und die wirtschaftlich Berechtigten korrekt identifiziert werden. Die tatsächlichen Prozesskosten für jeden KYC-Vorgang können sehr stark nach Finanzinstitut variieren, sind diese Kosten doch erheblich vom Grad der Automatisierung und Digitalisierung abhängig. In Deutschland liegen die Kosten durchschnittlich bei über EUR 2'500 pro Kunde⁵⁵ und dürften für die Schweizer Banken nicht darunter liegen.

51 Siehe Rz. 15 ff.; als auch FINMA, *Ergänzung der Wegleitung* (Fn. 25), S. 2.

52 FINMA, *Aufsichtsmitteilung* (Fn. 1), S. 4.

53 Medienmitteilung von PricewaterhouseCoopers vom 4. Januar 2022 (KYC bietet hohes Einsparpotenzial für Banken).

54 Website der Schweizerischen Post, *Gesetzeskonforme Identitätsprüfung mit ID-Check*. Personenidentifikation an der Haustür oder in der Filiale.

55 ANGELIKA BREINICH-SCHILLY, *KYC-Prozesse der Banken sind zu teuer*, *springerprofessional.de* vom 21. November 2023.

39 Daneben bietet die Herausgabe von Stablecoins aber auch Chancen, die Kosten für KYC-Prozesse zu reduzieren. Das dezentrale Design einer Blockchain ermöglicht eben auch die Dezentralisierung der KYC-Prozesse und kann zu erheblichen Kosteneinsparungen führen.⁵⁶ Zudem wäre eine einmalige Identifikation auf der Blockchain unabhängig vom Emittenten (bspw. unabhängig vom jeweiligen Bankinstitut) möglich, wodurch diese Kosten nur noch einmal für den Kunden anfallen, anstatt einmal pro Bank-Kunde-Kombination. Ein branchenweites Kundenregister kann somit mehrfachen Aufwand und Kosten reduzieren.⁵⁷ Somit kommt dem KYC-Prozess eine besondere Rolle zu. Wird die Blockchain neben der Lancierung eines Stablecoins für weitergehende Aufgaben wie dem KYC-Prozess genutzt, können für das gesamte Institut Kosteneinsparungen auch in anderen Bereichen entstehen. Durch interne Verrechnungspreise können somit dem Stablecoin-Geschäft Einnahmen zufließen, um die Profitabilität zu verbessern.

3. Ausgabeaspekte

40 In der Geschichte beschreibt der Begriff Seigniorage die Einnahmen des Staates aus der Prägung und Ausgabe von Münzen.⁵⁸ Diese Einnahmen fließen auch heute noch der SNB für das physisch in Umlauf gebrachte Geld zu. Das elektronische Buchgeld wird jedoch von den privaten Geschäftsbanken in Umlauf gebracht. Der Notenbank fließt daraus keine Seigniorage zu, sondern sie verbleibt als Gewinn aus der Geldschöpfung bei den Geschäftsbanken.⁵⁹ Dieser Gewinn kann beispielsweise durch die Zinsmarge erzielt werden.

41 Durch die Ausgabe von Stablecoins ergeben sich Fragestellungen zur Generierung einer «Seigniorage» oder Gewinnen aus der Ausgabe für die Stablecoin-Herausgeber. Prinzipiell nimmt der Stablecoin-Herausgeber einen Schweizer Franken entgegen und gibt dafür einen Stablecoin heraus. Im Gegensatz zur klassischen Giralgeldschöpfung, bei der Zinseinnahmen bereits durch die Weitergabe von Buchgeldern entstehen können, bleibt die Ausgabe eines Stablecoins wertneutral ohne einen Zinshebel. Es können jedoch die klassischen Geschäftsmodelle als Orientierung für die Stablecoin-Herausgabe herangezogen werden. Beispielsweise werden bei der Ausgabe von Krediten oder Hypotheken diverse Bearbeitungsgebühren

56 NADINE KATHRIN OSTERN / JOHANNES RIEDEL, Know-Your-Customer (KYC) Requirements for Initial Coin Offerings: Toward Designing a Compliant-by-Design KYC-System Based on Blockchain Technology, *Business & Information Systems Engineering* 2021, S. 551ff.

57 HANS ULRICH BUHL / ANDRÉ SCHWEIZER / NILS URBACH, Blockchain-Technologie als Schlüssel für die Zukunft, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 2017, S. 596 ff.

58 REICH (Fn. 9), S. 1.

59 Verein Monetäre Modernisierung (MoMo), Erläuterungen zum Geldschöpfungsgewinn (Seigniorage) bei Münzen, *Wettungen* 2016, S. 1.

erhoben. Die Stablecoin-Herausgabe könnte um eine solche Erwerbsgebühr bzw. Ausgabegebühr ergänzt werden. Für die Zahlung von CHF 1.05 würde CHF 1 Stablecoin ausgegeben werden. Damit überlässt der Stablecoin-Käufer dem Herausgeber nur CHF 1 zur Hinterlegung des Stablecoins und tritt CHF 0.05 als Gebühr ab.

Die gleiche Gebühr könnte wiederum bei der Zurückwandlung von Stablecoins in Schweizer Franken erhoben werden. Zwar besteht ein Einlösungsanspruch, welcher auch von der FINMA verdeutlicht wurde, jedoch gibt es bisher keine Einschränkung, das Einlösen eines Stablecoins mit einer Gebühr zu belegen. Dieser Vorgang kann mit einer Wechselstube verglichen werden, die Arbitrage durch den Tausch von unterschiedlichen Währungen erwirtschaftet. In dem Fall eines Stablecoins kann Arbitrage mit einer Auszahlungsgebühr realisiert werden. Mit diesem Modell werden jedoch nur Gebühren beim On- bzw. Off-ramp zum Fiatgeld generiert.

Des Weiteren wäre auch denkbar, eine Flatfee einzuführen. Ohne den Kauf eines Stablecoins erlangt der potenzielle bzw. zukünftige Stablecoin-Inhaber Zugang zur Blockchain bzw. ein Wallet, welches den jeweiligen Stablecoin halten kann. Dieser Zugang wird nur gegen die Zahlung einer einmaligen Gebühr (Flatfee) gewährt. Beim tatsächlichen Kauf eines Stablecoins würden wiederum keine separaten Gebühren anfallen. Der Vorteil eines solchen Modells wäre die kontinuierliche Gebührenerhebung bei allen Marktteilnehmenden. Gemäss dem oben beschriebenen Modell werden keine Gebühren erhoben, wenn Marktteilnehmer A an Marktteilnehmer B Stablecoins überträgt. Dies wäre mit einer Flatfee gegeben. Selbst wenn Marktteilnehmer B niemals bei der Herausgabe der Stablecoins vom Stablecoin-Herausgeber erwirbt, muss dieser trotzdem die Flatfee zahlen, um Zugang zum Halten der Stablecoins zu erlangen.

Neben den Kapitalaspekten scheinen die Ausgabeaspekte einer der grössten Hebel darzustellen, um die Wirtschaftlichkeit eines Stablecoins sicherzustellen. Art. 49 der MiCA-Verordnung⁶⁰ (EU) sieht die Ausgabe von Stablecoins zum Nennwert vor, ebenso darf der Rücktausch nicht gebührenpflichtig sein. Daraus kann sich ein Gebührenverbot bei der Ausgabe und dem Rücktausch ableiten, dies muss bei der Erhebung solcher Gebühren kritisch berücksichtigt werden.

4. Transaktionsaspekte

Bei klassischen Kryptowährungen wie BitCoin fallen meist variable Gebühren an, welche an «Miner» ausbezahlt werden, da sie die Rechenleistung und Ressourcen

60 Art. 49 EU-Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR).

für den Betrieb der Blockchain zur Verfügung stellen. Bei BitCoin oder Ethereum fallen durchschnittlich USD 1.5 Transaktionsgebühren an. Beim Transfer von Tokens innerhalb der Tether-Blockchain fällt ebenfalls eine variable Transaktionsgebühr an. Diese wird entsprechend auch für Stablecoins angewendet.

- 46 Auch für den Betrieb des Buchgeldsystems fallen zahlreiche Gebühren an. Entweder als Transaktionsgebühren für jeden Geldtransfer oder als Paketgebühren mit einer periodisch zu entrichtenden Flatfee.⁶¹ Für sofortige Überweisungen, bei denen garantiert wird, dass die Gegenpartei den transferierten Betrag innerhalb weniger Sekunden erhält, werden Zusatzgebühren erhoben. Zusätzlich zu den Paketgebühren für diverse Bankdienstleistungen erhebt bspw. die UBS hierfür separat CHF 5 Gebühr für jede Transaktion.⁶²
- 47 Transaktionsgebühren lassen sich somit für jede Transaktion, also nicht nur für einen Transfer erheben. Ebenso können diese Gebühren für den Kauf von tokenisierten Finanzwerten (bspw. tokenisierte Aktien) erhoben werden. Häufig sind diese Gebühren variabel ausgestaltet und deren Höhe u.a. abhängig von der Auslastung der Blockchain.⁶³
- 48 Der Vorteil der Blockchain und deren Technologie besteht unter anderem in der schnellen Abwicklung ohne (Finanz-)Intermediär. Selbst mit der Erhebung einer Transaktionsgebühr auf der Blockchain sind Transaktionen günstiger und schneller abzuwickeln als im klassischen Bankensystem. Unabhängig von den Möglichkeiten, die Vermögenswerte auf der Blockchain bieten, bleibt jedoch die Herausforderung, wie sich direkte Geldtransfers mit einem Stablecoin bspw. von Systemen wie TWINT differenzieren können. Die Ausgestaltung von Transaktionsgebühren kann potenziell sehr preissensitiv sein und gegebenenfalls nur limitiert umgesetzt werden.

5. Emittentenaspekte

- 49 Die gegenwärtige Gesetzeslage in der Schweiz sieht, im Gegensatz zur EU, keine dedizierten Verordnungen bzw. Gesetze für die Handhabung von Kryptowerten vor. Daher gibt es nur einige Unterschiede bzw. Besonderheiten je nach Typ des Emittenten. Grundsätzlich unterliegen sowohl Banken als auch Nichtbanken in der Schweiz den gleichen Regeln, wenn sie Stablecoins emittieren möchten.

61 Website der UBS AG, Banking-Paket für Einzelpersonen.

62 Website der UBS AG, Instant-Zahlungen mit UBS Schweiz: 24/7 verfügbar.

63 MICHAELA HÖNIG, ICO und Kryptowährungen: neue digitale Formen der Kapitalbeschaffung, Wiesbaden 2020, S. 34.

In Abbildung 1 wurden die Emittenten nach Schweizer Regulierungslage dargestellt. Diese lassen sich in Banken, Nichtbanken mit bankrechtlicher Garantie, Nichtbanken mit 1b-Lizenz und kollektive Kapitaleinlagen⁶⁴ einteilen.

a) Banken

Die Banken haben den Vorteil, die gesamte vorhandene Geschäftstätigkeit mit Stablecoins ergänzen zu können. Dabei spielen sowohl die Quersubventionierung von Tätigkeiten, als auch Cross-Selling-Opportunitäten eine Rolle. Auch wenn im ersten Hinblick Stablecoins für eine Bank begrenzte Gewinnspannen ermöglichen, so sind sie gegebenenfalls attraktiver als anderweitige Niedrigmargen-Geschäfte (bspw. Kredite an Grosskunden mit nur 20 Basispunkten Marge). Die Eigenmittel, welche durch die Geschäftstätigkeit gebunden werden, sind in solch einem Betrachtungswinkel gegebenenfalls opportunistischer durch eine Stablecoin-Herausgabe zu nutzen.

Für das Halten von Stablecoins (als Investment) sehen sich Banken jedoch mit dem Risiko der BCBS-Vorschläge konfrontiert.⁶⁵ Diese möglichen starken Auswirkungen aufgrund der stringenten Eigenmittelanforderungen und mögliche Obergrenzen, wie vom BCBS definiert, lassen das Halten von Stablecoin als unattraktiv erscheinen. Dies betrifft jedoch nur das Halten der Stablecoins, nicht die Herausgabe.

b) Nichtbanken

Nichtbanken müssen einen weiteren Kostenposten, der ihre Wirtschaftlichkeit schmälert, mit einbeziehen. Sie müssen eine Ausfallgarantie einer Bank erhalten, welche diese nicht kostenfrei zur Verfügung stellen wird. Die Kosten für diese Garantie werden für die Nichtbank entsprechend gewinnschmälernd wirken. Die Nichtbank wird ebenso die Reserven, welche sie durch die Stablecoin-Herausgabe erhalten, bei einer Bank in Finanzinstrumente anlegen. Zwar ist eine reine Verwahrung der entgegengenommenen Vermögenswerte denkbar und auch vom Regulator zugelassen. Hierbei stellt sich jedoch die Frage nach der Wirtschaftlichkeit dieser Art von Geschäftsmodell. Die Arten von Finanzinstrumenten, in welche die Reserven von einer Nichtbank investiert werden sollen, sind wiederum bewilligungspflichtig.⁶⁶

64 Die Realisation als kollektive Kapitalanlage wird hier nicht gesondert behandelt.

65 Siehe Rz. 21ff.

66 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Wegleitung für Gesuche betreffend Bewilligung als Person nach Art. 1b Bankengesetz (Fintech-Bewilligung) vom 24. April 2025.

54 Denkbar wäre auch eine Realisation mittels einer Art Treuhandkonto oder dem System der externen Vermögensverwalter.⁶⁷ Dabei fungieren die Stablecoin-Herausgeber (Nichtbank) als Verwalter der Reserven, welche ihnen die Stablecoin-Inhaber zur Verfügung stellen. Die Bank stellt dabei die Infrastruktur und die Eigenmittel für die Geschäftstätigkeit zur Verfügung, mit entsprechender Entlohnung. Dieses System birgt den Vorteil, dass die klassischen Geschäftsbanken indirekt am Erfolg mit Stablecoins profitieren können, ohne selbst als Emittent auftreten zu müssen. Zudem erschafft es für die Nichtbanken als Emittent Gewinnschöpfungsperspektiven, ohne der sehr strengen und umfangreichen Bankenregulierung zu unterliegen. Die Möglichkeiten, die dieses kombinierte Geschäftsmodell von Bank und Nichtbank bietet, sollten weiter untersucht werden.

c) Nichtbanken mit 1b-Lizenz

55 Institutionen, welche unter einer 1b-Lizenz der FINMA («Fintech») operieren, haben in gewissen Bereichen erleichterte Regelungen im Vergleich zu vollregulierten Geschäftsbanken. Diese Institute dürfen Publikumseinlagen in der Höhe von maximal 100 Millionen Schweizer Franken oder kryptobasierte Vermögenswerte entgegennehmen. Dabei dürfen die Publikumseinlagen oder Vermögenswerte weder angelegt noch verzinst werden, sondern sind zu verwahren. Die Publikumseinlagen können als Sichteinlage bei einer Bank oder als qualitativ hochwertige, liquide Aktiva gehalten werden.⁶⁸ Dies erzeugt entsprechende Limitationen für die Generierung von Einnahmen für den Emittenten. Dies macht den Markt für Stablecoins für innovative Finanzdienstleister potenziell unattraktiv.

IV. Weitere Einflussfaktoren

1. Inflation

56 Da ein Stablecoin zwar oftmals eine Fiatgeld-Währung nachahmt, aber komplett digital vorgehalten wird, lassen sich Werterhaltungsmechanismen leichter implementieren. So haben EMMETT et al. mit der Bezeichnung Flatcoin ein Design vorgeschlagen, um neben dem Kurs auch die Kaufkraft eines Stablecoin stabil zu halten.⁶⁹ Daraus ergeben sich für die Herausgeber jedoch weitere Herausforderungen und Fragestellungen wie:

67 Externe Vermögensverwalter sind für die Ausübung ihrer gewerbsmässigen Tätigkeit, nach dem Bundesgesetz über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (Finanzinstitutsgesetz, FINIG; SR 954.1) bewilligungspflichtig.

68 Art. 14f BankV (Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 30. April 2014 [Bankenverordnung, BankV; SR 952.02]).

69 JEFF EMMETT / DANILO LESSA BERNARDINELLI / JAMSHEED SHORISH, Flatcoins: Inflation-Adjusted Stablecoins. An Exploration of the Control-Theoretic Design Challenge, 2023.

- die Beschaffung der zusätzlichen Besicherung bzw. Eigenmitteldeckung,
- die Wertschöpfungsverteilung bzw. -zurückbehalt und
- die Übernahme der Risiken der Währungs- und Stabilitätspolitik der SNB.

Interessanterweise kann solch ein Merkmal die Attraktivität für Schweizer Stablecoins im Ausland erhöhen. Der Schweizer Franken wird bereits als sicherer Hafen für Währungsanlagen betrachtet aufgrund der Stabilität des Frankens.⁷⁰ Ein Stablecoin, der an den Schweizer Franken gekoppelt ist, mit stabil bleibender Kaufkraft, ist vor allem für Personen interessant, die in instabilen Währungs- bzw. Wirtschaftsverhältnissen leben, wie bspw. in Argentinien.⁷¹ Wie eingangs erwähnt, unterliegen die Stablecoins einer möglichen Entwertung. Für USDT wurde eine durchschnittliche jährliche Entwertung von 0.6 % (60 Basispunkte) errechnet, mit einem Höchstwert von 2 % (200 Basispunkte).⁷² Wenn die letzten Jahre der Wertentwicklung des Schweizer Frankens betrachtet werden, kann dieser Aspekt in der Praxis gegebenenfalls vorerst vernachlässigt werden.⁷³

In Ländern mit niedriger Inflation, wie in der Schweiz, wäre ein Inflationsausgleich einfacher zu realisieren. Es stellt sich jedoch die Frage, welche Institutionen, die am Geldschöpfungsprozess beteiligt sind, dafür die Verantwortung tragen sollten.⁷⁴

2. Verzinsung

Die Verzinsung verhält sich für Stablecoin-Herausgeber nicht unähnlich zum Inflationsausgleich mit den gleichen Herausforderungen. Denn ein Zins wird üblicherweise in der gleichen Geldform ausgezahlt / gebucht wie in der Anlageform. Somit würde sich auch durch eine Verzinsung die Menge der herausgegebenen Stablecoins erhöhen.

Neben der höheren Eigenmitteldeckung generieren die Zinsen für den Herausgeber auch Kosten. Schliesslich muss dieses anfallende Entgelt für den Herausgeber in die Kostenkalkulation mit einfließen. Ebenso ist es fraglich, inwiefern ein Stablecoin-Inhaber am Investment-Erfolg des Stablecoin-Herausgebers partizipieren soll. Entscheidend

70 MARTIN SCHLEGEL, Maintaining Price Stability in a Small Open Economy with a Safe-Haven Currency, Referat vom 22. November 2024, S. 3.

71 MAURICIO GARITA, Stablecoins and Inflation in Latin America: The Case of Argentina, SSRN Electronic Journal 2023, S. 10.

72 EICHENGREEN/NGUYEN/VISWANATH-NATRAJ (Fn. 10), S. 19 und S. 26.

73 In den letzten zehn Jahren lag die jährliche Teuerung in der Schweiz meist unter 1 %, nur 2022 und 2023 lag die jährliche Teuerung in der Schweiz zwischen 2 % und 3 %; siehe auch Website des Bundesamts für Statistik, Konsumentenpreise.

74 Siehe dazu Rz. 59 ff. unten.

dabei sind die Anwendungsgebiete des Stablecoins. Die Alleinstellungsmerkmale und Vorteile des Stablecoins sollten in anderen Bereichen wie On-chain-Transaktionen und -Fähigkeiten aufgebaut werden.

- 61 Sollten die Stablecoin-Inhaber keinen Zinssatz erhalten, findet mit dem Halten des Stablecoins eine höhere Geldentwertung statt als mit Buchgeld. Für Fintech ist die Verzinsung gemäss BankG sogar untersagt.⁷⁵ Auch der nach Volumen erfolgreichste internationale Stablecoin USDT gibt keine Zinsen aus. Es ist einzig möglich, dass Stablecoin-Inhaber über Drittanbieter ihre eigenen Stablecoins verleihen, um somit einen Zinsertrag zu erzielen.
- 62 Die neue MiCA-Verordnung zur Regulierung von Kryptowerten der EU schliesst sogar explizit aus, dass die Einlagen, die der Stablecoin-Inhaber dem Emittenten überlässt, verzinst werden.⁷⁶ In der Schweiz gibt es bisher keine eindeutige Regulierung hierzu.
- 63 Abschliessend ist anzumerken, ob die Verzinsung oder der Inflationsausgleich überhaupt in der Verantwortung der Stablecoin-Herausgeber liegen sollte. Für Fiat- oder Buchgeld, welches von der Zentralbank oder von den Geschäftsbanken ausgegeben bzw. kreiert wird, gibt es ebenfalls keinen Inflationsausgleich. Bei anderen Kryptowerten könnte dieses Thema durch deren Volatilität und Sonderstatus weiterverfolgt werden. Ein Schweizer Stablecoin wäre jedoch direkt an den Schweizer Franken gekoppelt. Somit ist dessen Zweck die Repräsentanz eines Schweizer Franken auf DLT/Blockchain. Dadurch sollten grundsätzlich die gleichen fiskalischen Regeln Anwendung finden. Aufgrund der hohen regulatorischen Anforderungen in der Schweiz werden vielmehr umgekehrte Fragestellungen aufgeworfen. Beispielsweise ob die Einführung einer jährlich zu entrichtenden Gebühr (kann auch als «Negativzins» implementiert oder wahrgenommen werden) für die Stablecoin-Inhaber notwendig wäre, um ein erfolgreiches Geschäftsmodell für die Emittenten abzubilden.

V. Fazit

- 64 Die Herausgabe von Stablecoins ist mit einigen Herausforderungen verbunden. Genauso wie im klassischen Bankgeschäft fallen eine Vielzahl von Kostenposten an, welche durch Einnahmen kompensiert werden müssen, um eine Herausgabe profitabel gestalten zu können.

⁷⁵ Art. 1b Abs. 1 lit. b BankG.

⁷⁶ Art. 50 EU-Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA); APOLLÓNIA MARTÍNEZ NADAL, Stablecoins in the MiCA Regulation, in: Sempere (Hrsg.), Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market. Legal Framework for New Digital Assets, Identities and Data Spaces, S. 177 ff.

Ein entscheidender Faktor für die Wirtschaftlichkeit von Stablecoin-Emissionen sind die Kapitalanforderungen zur Unterlegung mit Eigenmitteln. Je strenger diese sind, desto weniger wettbewerbsfähig sind Schweizer Emittenten. Die Kapitalanforderungen bestimmen zudem den Freiheitsgrad bei der Verwaltung der Reserven zur Arbitragegenerierung. Die regulatorischen Kosten können höher ausfallen als im klassischen Bankgeschäft. Wenn der Stablecoin-Herausgeber sich die Vorteile von DLT/Blockchain zunutze macht, können die Kosten jedoch gesenkt werden und es ist anzunehmen, dass diese sogar geringer ausfallen können.⁷⁷ Bei der Ausgabe und den Transaktionen mit Stablecoins stehen den Emittenten eine grosse Gebührenvielfalt und entsprechende Gestaltungsmöglichkeiten zur Verfügung, welche entscheidend zur Wirtschaftlichkeit beitragen können.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass im gegenwärtigen regulatorischen Umfeld der Schweiz ein Teil der Reserven des Stablecoins ohne Zinseinnahmen bei der SNB hinterlegt werden kann. Somit muss die durchschnittliche Rendite der verbleibenden Anlage der Reserve in andere Vermögenswerte umso höher sein. Diese müssen trotzdem liquide genug sein, um dem gesetzlichen Einlösungsanspruch der Stablecoin-Inhaber gerecht zu werden. Hier kann nochmals Tether mit dem USDT als Vergleich herangezogen werden: Mit 137 Milliarden Tether im Umlauf wurden im Jahr 2024 USD 13 Milliarden Gewinn erzielt. Dieser Gewinn wurde inklusive anderer Tokens erzielt (Ausgabe in deutlich geringer Stückzahl). Daher kann von ungefähr 9 % Rendite je USDT ausgegangen werden. Jeder Stablecoin, der von einer Schweizer Institution ausgegeben wird und ähnliche Margendimensionen erreicht, wäre damit deutlich profitabler als die gesamte Geschäftstätigkeit der Banken in der Schweiz.⁷⁸

Dies verdeutlicht den wichtigen Skaleneffekt für die Herausgabe in der Schweiz: Je besser die Lösung und darunterliegende Infrastruktur skaliert, desto profitabler kann ein Stablecoin sein. Sollte die SNB jedoch wieder zu dem Instrument der Negativzinsen greifen, werden Stablecoin-Herausgeber vor weitere Herausforderungen gestellt. Solche Negativzinsen müssten gegebenenfalls deutlich schneller auf die Stablecoin-Inhaber umgewälzt werden, als dies bei den Bankeinlagen der Fall war. Bereits 2023

⁷⁷ ABDULLAH AL MAMUN / SHEIKH RIAD HASAN / MD SALAHUDDIN BHUIYAN / M SHAMIM KAISER / MOHAMMAD ABO YOUSUF, Secure and Transparent KYC for Banking System. Using IPFS and Blockchain Technology, 2020 IEEE Region 10 Symposium (TENSYP), Piscataway 2020, S. 348 ff.

⁷⁸ Der durchschnittliche Gewinn aller Schweizer Banken lag von 2015 bis 2022 bei CHF 12,2 Milliarden pro Jahr. Somit haben alle Schweizer Banken zusammen genommen nur etwas mehr Gewinn erzielt als Tether nur mit der Ausgabe von Stablecoins; siehe Website der Schweizerischen Nationalbank, Gewinn / Verlust (Periodenerfolg) für den Zeitraum von 2015 bis 2022.

hat HESS davor gewarnt, dass ohne Anpassungen in der Schweizer Regulierung eine Gefahr von CHF-Stablecoins aus dem Ausland droht.⁷⁹

- 68 Der Begriff Stablecoin suggeriert zwar Sicherheit, jedoch ist auch diese Art von Kryptowert nur bedingt stabil. Stablecoins sind möglichen Turbulenzen der Finanzmärkte unterworfen. Damit tragen sie auch eine Volatilität in sich, insbesondere bezogen auf die zugrunde liegende Besicherung. Ein Schweizer Stablecoin ist einer möglichen Instabilität des Schweizer Frankens und dessen Abhängigkeit

79 HESS (Fn. 40), S. 938 ff.

von der (weltweiten) Wirtschaftslage ausgesetzt.⁸⁰ Externe Effekte wie die Konkurse der Silicon Valley Bank, Signature Bank und Silvergate Bank haben im März 2023 dazu geführt, dass der USD Coin (USDC) vom US-Dollar entkoppelt wurde und 13 % an Wert verloren hat.⁸¹ Trotzdem verbinden Stablecoins den Zugang zu den Kryptomärkten mit einer gewissen Stabilität und ermöglichen neue Einnahmequellen für die Schweizer Finanzintermediäre im Allgemeinen und die Banken im Besonderen.

80 FINMA, Ergänzung der Wegleitung (Fn. 25), S. 5.

81 POLIZU/GARG/DE LA MATA (Fn. 10), S. 4.

Abstract

L'émission de stablecoins a récemment connu un essor fulgurant en Suisse. Les lacunes du droit en vigueur et les incertitudes quant à l'attitude des autorités de régulation ont toutefois freiné cet élan. Dans le système monétaire classique, les billets de banque et autres moyens de paiement privés sont plutôt rares. L'émission de stablecoins par des établissements non bancaires pourrait donc donner naissance à un nouveau système monétaire. Les États-Unis et l'Union européenne ont créé, par des initiatives législatives, un cadre réglementaire clair qui peut constituer un avantage concurrentiel par rapport à la Suisse. Les exigences en matière de droit bancaire et de surveillance applicables à l'émission de stablecoins ainsi que les questions de rentabilité et de viabilité qui en découlent doivent être abordées en Suisse. Cette contribution identifie les opportunités économiques pour les émetteurs de stablecoins suisses et met en évidence les limites liées à la situation juridique et réglementaire actuelle.