Digitale Hinterlegungsscheine und tokenisierte Effektendepots

Yves Mauchle*

Inhalt

I. Ausgangslage: Zunehmendes Interesse 370

II. Digitale Hinterlegungsscheine 373
1. Konzept 373
2. Privatrechtliche Struktur 374
a) Bare Trust nach englischem Recht 375
aa) Grundsätze 375
bb) Anerkennung 376
cc) Bilanzielle Behandlung 377
b) Treuhand nach Schweizer Recht 377
aa) Grundsätze 377
bb) Voraussetzungen 378
cc) Absonderung 380
dd) Bilanzielle Behandlung 382
ee) Einordnung und Fazit 383
3. Regulatorische Perspektiven 383

III. Tokenisierte Depot- und Mandatsbeziehungen 384
1. Tokenisiertes Effektendepot 385
a) Prinzip 385
b) Tokenisierte Bucheffekte 385
c) Registerwertrecht 386
d) Tokenisierter vertraglicher Anspruch 386
2. Tokenisierte Vermögensverwaltungsmandate 387
a) Prinzip 387
b) Registerwertrecht 388
c) Rein vertragliche Ausgestaltung 388
3. Absonderung 388
4. Regulatorische Perspektiven 389

IV. Digitale Finanzmarktinfrastrukturen in der Schweiz 390
1. SDX 390
2. BX Digital 391
3. Weitere 391

* Yves Mauchle, Dr. iur., M.A. HSG in Accounting & Finance, Rechtsanwalt, Partner bei Baker McKenzie Switzerland AG.

V. Ausblick: Adaptives gesetzliches Rahmenwerk und pragmatische Bewilligungspraxis als kritische Erfolgsfaktoren für die Schweiz 392

Literaturverzeichnis 394

I. Ausgangslage: Zunehmendes Interesse

Aktuell besteht reges Interesse am Markt an tokenisierten Finanzinstrumenten. Kürzlich betraten mehrere Ersteller von Tokens, die eine bestehende Effekte repräsentieren, die Bühne des digitalen Kapitalmarkts. Oftmals wird durch solche Tokens ein Beteiligungstitel[1] repräsentiert, der bereits an einem konventionellen Handelsplatz zum Handel zugelassen ist. Diese Tokens können dann auf digitalen Effekten-Plattformen gehandelt[2] werden.[3] Zudem sind diverse Projekte im Gange, die auf die digitale Verwahrung und Ausgabe von Hinterlegungsscheinen abzielen. Solche GDRs bzw. GDNs[4] repräsentieren entsprechend der etablierten Marktpraxis eine oder mehrere Effekten und können mittels Ausübung des Gestaltungsrechts des Halters in diese als Basiswert zugrunde liegenden Effekten gewandelt werden. Mit digitalen GDRs soll insbesondere der Handel mit «Pre-IPO»-Titeln ins Auge gefasst werden, also Aktien, die noch nicht an einer Börse kotiert sind.[5] Nicht zuletzt sind auch Finanzinstitutionen daran interessiert, ihre Bilanzpositionen aufgrund der prudenziellen Eigenmittelanforderungen mittels Tokenisierung von Produkten zu reduzieren.

Dabei stösst insbesondere das Institut des Registerwertrechts nach Art. 973d ff. OR nicht nur in der Schweiz, sondern auch bei international täti-

1 Insbesondere Aktien oder Exchange Traded Funds (ETFs).

2 Regelmässig mit rechtlichen und technischen Zugangs- und Übertragungsbeschränkungen, welche die kapitalmarkttypischen «Selling and Transfer Restrictions» umsetzen und somit die Emission und den Handel der Titel in Einklang mit der jeweils am Sitz der Investoren geltenden Kapitalmarktregulierung ermöglichen sollen.

3 Etwa xStocks (<https://xstocks.fi>), wo traditionelle Aktientitel und ETFs auf einer öffentlichen Blockchain-Infrastruktur abgebildet und auf diversen Plattformen, z.B. Kraken (<https://www.kraken.com/xstocks>), für «on-chain investing» zugänglich gemacht werden. Die Ausgaben der digital repräsentierten Aktien werden dabei durch Anbieter wie Ondo Finance Inc. (<https://docs.ondo.finance/>) oder Backed Assets (JE) Limited (<https://assets.backed.fi/legal-documentation>) dokumentiert.

4 Global Depositary Receipts (GDRs) für Beteiligungstitel und Global Depositary Notes (GDNs) für Forderungstitel.

5 Siehe etwa Citigroup Inc., «Citi Launches Market-First Tokenized Depositary Receipts to Connect Private Companies and Investors», Medienmitteilung, 11. Juni 2026, <https://www.citigroup.com/global/news/press-release/2026/citi-market-first-tokenized-depositary-receipts-connect-private-companies-investors/>. Alle zitierten URLs wurden zuletzt am 22.6.2026 abgerufen.

gen Grossbanken und neuen Marktakteuren auf Interesse. Finanzinstitutionen und Effekten-Plattformbetreiber sehen den Vorteil des Registerwertrechts als «Rechtskleid» tokenisierter Effekten vor allem darin, dass das OR ein klares und positiv geregeltes Rahmenwerk für die Rechtsübertragung bietet. Dieses ist auf die Bedürfnisse des Effektenverkehrs zugeschnitten. Viele andere bei Investoren beliebte Rechtsordnungen verfügen demgegenüber nicht über ein vergleichbares kodifiziertes Regelwerk.

Das Registerwertrecht kann zunächst dafür eingesetzt werden, eine Effekte unmittelbar zu repräsentieren. Dabei ist die Effekte selbst durch das Registerwertrecht bzw. Token repräsentiert und ist nach den Regeln der Registrierungsvereinbarung[6] übertragbar. Mithin ist das Registerwertrecht die Form der Effekte. Die Begebung von Mitgliedschafts- und Forderungsrechten als Registerwertrecht kann konstitutiv oder modifizierend erfolgen.[7] Für beide Varianten stellt das Recht spezifische Anforderungen: Art. 622 Abs. 1 OR verlangt eine statutarische Grundlage für die Ausgabe von Aktien[8] als Registerwertrechte. Die Statuten können entweder eine hinreichend konkrete Registrierungsvereinbarung direkt beinhalten oder den Verwaltungsrat zur Tokenisierung der Aktien ermächtigen.[9] Bei der modifizierenden Tokenisierung ist darüber hinaus eine Anpassung der bestehenden Ausgabebedingungen bzw. Statuten erforderlich, um deren Kohärenz mit der neuen Übertragungsordnung zu gewährleisten.

Die direkte Tokenisierung von Effekten mittels des Registerwertrechts wurde einerseits im Schrifttum[10] und andererseits durch die Standards der Capital

---

6 Dazu MAUCHLE, SZW 2023, 689 ff.

7 Bei der konstitutiven Begebung entsteht das Recht uno actu mit seiner Registrierung: Die Effekten werden von Anfang an ausschliesslich als Registerwertrechte ausgegeben, sodass eine Verbriefung in physischer oder in einfacher Wertrechtsform nach Art. 973c OR von vornherein unterbleibt. Bei der modifizierenden Begebung hingegen wird ein vorbestehendes Mitgliedschafts- oder Forderungsrecht – sei es in Form eines physischen Titels oder eines einfachen Wertrechts – nachträglich in die Form des Registerwertrechts überführt. Die Form und die Geltendmachung des Rechts werden damit angepasst, ohne dass der Inhalt des Rechts selbst berührt wird. Modifiziert wird ausschliesslich die Übertragungs- und Legitimationsordnung. Zur Terminologie MAUCHLE, SZW 2023, 686 f., analog zum herkömmlichen Wertpapierrecht: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Rz. 269.

8 Partizipationsscheine unterstehen nach Art. 656a Abs. 2 OR denselben Anforderungen.

9 VON DER CRONE/BAUMGARTNER, SZW 2020, 354; GABERTHÜEL/GRIVEL, SZW 2022, 257.

10 Siehe etwa zu den allgemeinen technischen und rechtlichen Grundlagen: JUTZI/ABBÜHL, insb. § 3 und 4; zur Funktionsweise verteilter Register (DLT) und dem Wesen von Tokens: DERUNGS, 7 ff.; EGGEN, AJP 2019, 558 ff.; KUHN, Digitale Aktiven, 55 ff.; MACCABE, Rz. 37 ff.; MAUCHLE, SZW 2017, 822 ff.; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN, SJZ 2018, 337 ff.; WEBER, DLT-Handelsplattformen, 5 ff.; WYSS, Rz. 234 ff.; zur kapitalmarktrechtlichen Einordnung und Ausgestaltung von digitalen Finanzinstrumenten bzw. Effekten-Tokens: BANDI-LANG/MAUCHLE/SPOERLÉ, GesKR 2021, 238; IFFLAND/LÄSER, GesKR 2018, 315 ff.; KRAMER/MEIER,

Markets and Technology Association (CMTA)[11] bereits ausführlich abgedeckt. Vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen werden in diesem Beitrag Emissions- und Handelsmodelle beleuchtet, die etwa in Bucheffektenform vorbestehende Effekten indirekt tokenisieren. Das Token repräsentiert in diesem Fall einen Anspruch gegen eine Hinterlegungsstelle irgendwelcher Art auf die Früchte oder Herausgabe eines oder mehrerer Basiswerte. In Kapitel II dieses Beitrags werden digitale Hinterlegungsscheine beleuchtet, die sich an konventionellen GDRs und GDNs orientieren. Dabei wird die privatrechtliche Struktur nach englischem und schweizerischem Recht diskutiert. Kapitel III befasst sich mit anderen Konzepten von DLT-basierten «Effekten-Trackern» und Depotbeziehungen, inklusive verwalteter Portfolios. Schliesslich wird in Kapitel IV kurz auf digitale Finanzmarktinfrastrukturen in der Schweiz und deren Wichtigkeit für die Entwicklung eines tokenisierten Effekten-Ökosystems eingegangen. Am Ende des Beitrags steht ein kurzer rechtspolitischer Ausblick. Nicht eingegangen wird hingegen auf die Grundlagen der Blockchain bzw. Distributed Ledger Technology (DLT), die rechtliche Einordnung und Funktionsweise von (Effekten-)Tokens im Allgemeinen, die Natur und Schaffung von Registerwertrechten, die Registrierungsvereinbarung und die direkte Tokenisierung von Schweizer Aktien.[12]

GesKR 2020, 60 ff.; KUHN, Primärmarktregulierung, 131 ff.; MAUCHLE, GesKR 2022, 183 ff; zur Natur und der Schaffung von Registerwertrechten und der Registrierungsvereinbarung: DRUEY JEAN NICOLAS, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 28 Rz. 27 ff.; MAUCHLE, SZW 2023, 683 ff.; zur Tokenisierung von Schweizer Aktien: GABERTHÜEL/GRIVEL, SZW 2022, 254 ff.; FLÜHMANN/VETTIGER, GesKR 2022, 102 ff.; VON DER CRONE/BAUMGARTNER, SZW 2020, 351 ff.; VON DER CRONE/DERUNGS, SZW 2019, 2 ff.; VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, GesKR 2019, 1 ff.

11 Die CMTA ist ein Branchenverband, dem Finanzinstitute, Technologieunternehmen, Anwaltskanzleien und weitere Marktteilnehmer angehören. Sie bezweckt die Förderung des Einsatzes von DLT in den Kapitalmärkten durch die Entwicklung praxisorientierter Standards und Best Practices. Im Bereich der Tokenisierung von Effekten hat die CMTA insbesondere den CMTA Token Standard (CMTAT) erarbeitet (<https://cmta.ch/standards/cmta-token-cmtat>), einen Smart-Contract-Standard für die Ausgabe tokenisierter Effekten auf Blockchains, sowie den Digital Assets Custody Standard (<https://cmta.ch/standards/digital-assets-custody-standard>), der einen Prozess für die Verwahrung und Verwaltung tokenisierter Effekten beschreibt. Zudem erliess die CMTA den *Standard for the tokenization of shares of Swiss corporations using the distributed ledger technology* (<https://cmta.ch/standards/standard-for-the-tokenization-of-shares-of-swiss-corporations-using-the-distributed-ledger-technology>) für Aktientitel und den *Standard for the tokenization of debt instruments using distributed ledger technology* (<https://cmta.ch/standards/standard-for-the-tokenization-of-debt-instruments-using-distributed-ledger-technology>) für Forderungstitel.

12 Diese Themen wurden bereits ausführlich in der Lehre behandelt; siehe dazu die Hw. in den vorangehenden Fn. 11 und 12.

II. Digitale Hinterlegungsscheine

1. Konzept

Im Unterschied zur direkten Tokenisierung, bei welcher der Token die Effekte selbst repräsentiert und das Registerwertrecht als Form des Rechts dient, kann das Registerwertrecht auch dazu eingesetzt werden, einen Anspruch auf eine oder mehrere bei einer Verwahrstelle hinterlegte Basiswerte, etwa Aktien oder Anleihensobligationen, zu verbriefen. Das Konzept des tokenisierten Hinterlegungsscheins basiert auf der etablierten Marktpraxis des Global Depositary Receipt (GDR) für Beteiligungstitel bzw. der Global Depositary Note (GDN) für Forderungstitel.[13] Im Unterschied zur direkten Tokenisierung von Effekten repräsentiert das digitale GDR bzw. die digitale GDN lediglich ein obligatorisches Forderungsrecht des Token-Inhabers gegenüber der Hinterlegungsstelle[14] auf Lieferung der Basiswerte oder auf Weiterleitung der daraus fliessenden Zahlungsströme wie Zinsen, Dividenden, Tilgung und sonstige Ausschüttungen. Das tokenisierte Recht besteht damit gegenüber der Hinterlegungsstelle, nicht gegenüber dem Emittenten der Basiswerte. Die Hinterlegungsstelle ist rechtlich Eigentümerin der zugrundeliegenden Effekte. Sie hält diese jedoch fiduziarisch für die Inhaber des digitalen Hinterlegungsscheins.

Das Registerwertrecht steht gemäss der Botschaft[15] und der Lehre[16] nur für solche Rechte offen, die auch als Wertpapier (bzw. Ordrepapier) verbrieft werden könnten. Dingliche Ansprüche können aufgrund des Numerus Clausus des Sachenrechts nur limitiert[17] als Registerwertrecht ausgestaltet werden. Vor diesem Hintergrund ist die Repräsentation eines obligatorischen Anspruchs gegenüber der Hinterlegungsstelle als Registerwertrecht privatrechtlich unproblematisch: Bei digitalen GDRs und GDNs wird weder ein dingliches Recht an den Basiswerten noch ein Mitgliedschaftsrecht am Emittenten der Basiswerte unmittelbar tokenisiert, sondern ein schuldrechtlicher Liefer- oder Weiterleitungsanspruch registriert. Die Hinterlegungsschein-Inhaber werden

---

13 Vgl. zum traditionellen GDR-Konzept und seiner Rechtsstruktur: MAIZAR, 54 ff.

14 Nach etablierter Marktterminologie die «Depositary». Das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange (KR SIX) verwendet den Begriff «Depositär» (s. Art. 92).

15 Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 27. November 2019, BBl 2020, 233 ff. (zit. Botschaft DLT), 277.

16 BANDI-LANG/MAUCHLE/SPOERLÉ, GesKR 2021, 242 f.; BÄRTSCHI, 6; DERUNGS, Rz. 252 ff.; KRAMER/MEIER, GesKR 2020, 65.

17 Abgesehen vom Schuldbrief (Art. 842 ff. ZGB) und dem kaum praxisrelevanten Anleihenstitel mit Grundpfandrecht (Art. 875 ZGB) sind dingliche Rechte einer wertpapierrechtlichen Verbriefung und damit auch einer Eintragung als Registerwertrecht nicht zugänglich.

somit nicht Aktionäre oder Gläubiger des Emittenten der Basiswerte und treten grundsätzlich vor der Geltendmachung des Herausgabeanspruchs nicht in eine unmittelbare Rechtsbeziehung zu diesem. Ihre Rechte ergeben sich ausschliesslich aus dem schuldrechtlichen Verhältnis zur Hinterlegungsstelle, wie es in den Emissionsbedingungen[18] des digitalen GDR bzw. GDN geregelt ist.[19] Die Hinterlegungsstelle hält die Basiswerte treuhänderisch für Rechnung der Token-Inhaber und leitet die Erträge an diese weiter.

2. Privatrechtliche Struktur

In Bezug auf die Haltestruktur stehen je nach dem anwendbaren Recht verschiedene Ansätze zur Verfügung: Beispielsweise unter dem oftmals für GDRs verwendeten Recht Englands und Wales kann die Hinterlegungsstelle die Basiswerte unter einem Bare Trust für die GDR-Inhaber halten. Dieser Ansatz ist in der internationalen GDR-Praxis weit verbreitet und institutionellen Investoren vertraut. Schweizer Recht wurde für GDRs kaum je angewandt. Vor der Einführung des China-Switzerland Stock Exchange Connect[20] war der Hinterlegungsschein auf dem Schweizer Kapitalmarkt kaum ein relevantes Instrument, auch wenn die SIX Swiss Exchange bereits vorher ein Segment für Hinterlegungsscheine führte. Hinterlegungsscheine, namentlich American Depositary Receipts (ADRs), waren für Schweizer Emittenten primär wichtig,

---

18 In englischer Terminologie regelmässig «Terms» bzw. «Conditions»; das KR SIX verwendet auch den Begriff «Hinterlegungsvertrag» (Art. 95), wobei dieser bei Sponsored GDRs – also solchen Hinterlegungsscheinen, bei deren Ausgabe die Emittentin des Basiswerts mitwirkt – den Vertrag zwischen der Emittentin des Basiswerts und der Hinterlegungsstelle (im KR SIX: Depositärin) beschreibt.

19 Neben der Weiterleitung der ökonomischen Früchte wird bei GDRs auch hie und da die Ausübung des Stimmrechts und anderer Rechte geregelt, regelmässig mit der Hinterlegungsstelle als Weisungsempfängerin des GDR-Halters. Für Forderungstitel als Basiswerte entfällt die Frage der Stimmrechtsvermittlung. Dafür treten Mechanismen zur Weiterleitung periodischer Zinszahlungen und zur Handhabung von Tilgungs- und sonstigen Zahlungsströmen in den Vordergrund.

20 Der China–Switzerland Stock Exchange Connect ist ein 2022 eingeführtes Kapitalmarktprogramm, das die SIX Swiss Exchange und Shanghai Stock Exchange (SSE) sowie Shenzhen Stock Exchange (SZSE) miteinander verbindet. Es ermöglicht Emittenten in der jeweils anderen Jurisdiktion den Zugang zum lokalen Kapitalmarkt durch die Ausgabe von Hinterlegungsscheinen (Global Depositary Receipts, GDRs, in der Schweiz; Chinese Depositary Receipts, CDRs, in China). Rechtlich handelt es sich nicht um eine vollständige Marktintegration, sondern um ein wechselseitiges Kotierungs- und Angebotsregime, das auf regulatorischer Koordination, technischer Verbindung und gegenseitiger Anerkennung von Offenlegungsanforderungen basiert. Emittenten können Aktien in ihrem Heimmarkt belassen und über Hinterlegungsstrukturen indirekt im jeweils anderen Markt platzieren; siehe auch SCHNEITER, CapLaw 2022-35.

um den US-Kapitalmarkt zu erschliessen.[21] Zur Regelung der unter dem China-Switzerland Stock Exchange Connect ausgegebenen Hinterlegungsscheine bedienten sich die Emittenten auch ausschliesslich eines anglo-amerikanischen Rechts. Dennoch ist aufgrund der wahrnehmbaren Marktnachfrage für in der Schweiz verwahrte oder zum Handel zugelassene GDRs auch die Frage interessant, wie eine Haltestruktur für GDRs unter Schweizer Recht aussehen könnte.

a) Bare Trust nach englischem Recht

aa) Grundsätze

Nach dem Recht Englands und Wales werden die Basiswerte von Hinterlegungsscheinen regelmässig unter einem Bare Trust für die Inhaber gehalten, d.h. im Sondervermögen[22] ohne eigenes wirtschaftliches Interesse an den hinterlegten Werten. Beim Bare Trust[23] hält der Trustee, d.h. die Hinterlegungsstelle, das rechtliche Eigentum (Legal Title) an den Basiswerten, während der Begünstigte, d.h. der Halter des Hinterlegungsscheins, einen unmittelbaren und uneingeschränkten Anspruch sowohl auf das Kapital als auch auf die Erträge aus den Basiswerten hat.[24] Der Trustee verfügt über kein Ermessen hinsichtlich der Verwaltung der Basiswerte unter Bare Trust, d.h., er kann diese nicht durch andere Werte ersetzen oder sonst verwalten. Ihm kommt lediglich die Aufgabe zu, das Trustvermögen für die Begünstigten zu halten.[25]

Die Hinterlegungsschein-Inhaber sind die wirtschaftlich Berechtigten (Beneficial Owners) an den damit verbundenen wirtschaftlichen Rechten, namentlich Ausschüttungen bzw. Zahlungen und, sofern vorgesehen, Stimmrechte. Der Hinterlegungsvertrag bzw. die Emissionsbedingungen (Terms) des Hinterlegungsscheins bilden diese Trust-Struktur ab und legen die Rechte der GDR-Inhaber sowie die Pflichten der Hinterlegungsstelle fest. Die Hinterle-

---

21 NOBEL/BÄRTSCHI/KAEMPF, Kap. 3 Rz. 33 f.

22 Ein solches ist auch in Art. 17 Abs. 2 FINIG bei der Definition des regulierten «Trustees» erwähnt.

23 Auch als Simple Trust oder Naked Trust bezeichnet; vgl. zur Typologie GRISEL, 17 ff.

24 Eine Hinterlegungsvertrags-Klausel, die eine Bare-Trust-Struktur konstituiert, könnte wie folgt lauten: «The Deposited Property shall be held by the Securities Custodian for the account and to the order of the Depositary, in each case, as bare trustee on behalf of the GDR Holders. The Depositary or its nominee shall at all times be entitled to exercise the beneficial ownership rights in all Deposited Property on behalf of the GDR Holders representing the Deposited Property upon the terms set forth in these Conditions.»

25 CINCELLI, Rz. 151.

gungsstelle muss den Weisungen der Hinterlegungsschein-Inhaber gemäss den Ausgabebedingungen (Terms) Folge leisten.

Durch diese Bare-Trust-Haltestruktur können GDR-Inhaber die wirtschaftlichen Vorteile der Aktionärsstellung geniessen, ohne Rechtseigentümer zu sein oder im Register des Emittenten eingetragen zu werden. Dadurch wird die Investition in die Basiswerte auch Personen ermöglicht, die keinen (oder nur einen teuren) Zugang zu den Märkten haben, auf denen die Basiswerte primär kotiert sind und gehandelt werden. Das Konzept ist weit verbreitet in den GDR-Märkten, da es die erforderliche Flexibilität bietet, unter den internationalen Privatrechts- und Steuerregeln gemeinhin anerkannt und den Marktteilnehmern bekannt ist.

bb) Anerkennung

Als fundamentales Prinzip des schweizerischen Gesellschaftsrechts verfügt eine Gesellschaft über ein eigenes Vermögen, das strikt von demjenigen ihrer Aktionäre getrennt ist und ausschliesslich unter der rechtlichen und tatsächlichen Kontrolle der Gesellschaft steht.[26] Weder das Personen- noch das Sachenrecht erlaubt eine Trennung von Sondervermögen nach Art eines Trusts.[27] Art. 154 IPRG untersagt grundsätzlich die Anwendung eines anderen als des Inkorporationsstatuts auf die Frage des Vermögens von Schweizer Gesellschaften. Es wäre demnach nicht möglich, bei einem Schweizer Emittenten einfach ein anglo-amerikanisches Recht zu wählen und damit einen Teil der Vermögensmasse einer schweizerischen Gesellschaft trust-rechtlich abzusondern.

Indes ist der Trust anglo-amerikanischer Provenienz in der Schweiz seit Langem anerkannt.[28] Die Rechtsgrundlage hierfür bildet die Verankerung des Haager Trust-Übereinkommens in der Schweizer Rechtsordnung.[29] Vor diesem

---

26 Vgl. RIEMER, Rz. 442.

27 Freilich sind auch im Schweizer Recht Konzepte eines «Sondervermögens» zu finden, etwa beim Gemeinschaftsvermögen von Stockwerkeigentümergemeinschaften (Art. 712l ZGB) oder vertragliche interne Sondervermögen im Kollektivanlagenrecht (Art. 71 KAG). Solche Sondervermögen unterstehen jedoch einer «Verwaltungsgemeinschaft» und entzweien nicht die Vermögen der jeweiligen Rechtsträger.

28 Siehe bereits BGE 96 II 79 E. 8 und in neuerer Zeit BGer 5A_1042/2020 vom 19.03.2021 E. 3; ausführlich GRISEL, 109 ff.

29 Siehe insbesondere Art. 149a ff. IPRG sowie Art. 284a ff. SchKG. Nach Art. 6 des Haager Trust-Übereinkommens untersteht der Trust dem vom Settlor (Errichter) gewählten Recht. Art. 8 des Übereinkommens unterstellt sämtliche internen Verhältnisse des ausländischen Trusts, namentlich Gültigkeit, Auslegung, Wirkungen und Verwaltung, dem nach Art. 6 oder 7 bestimmten Recht. Art. 11 Abs. 1 des Haager Trust-Übereinkommens sieht die Anerkennung des Trusts vor, wenn er nach dem durch die Art. 6–10 des Übereinkommens be-

Hintergrund könnte eine englische Gesellschaft[30] einen Trust unter englischem Recht errichten, der in der Schweiz anerkannt würde. Einer Schweizer Gesellschaft wäre dies jedoch aufgrund des zwingenden Inkorporationsstatuts (Art. 154 IPRG) verwehrt.

cc) Bilanzielle Behandlung

Bilanziell zeitigt die Bare-Trust-Struktur eine für Finanzinstitutionen bedeutsame Konsequenz: Auf der Grundlage eines Bare Trust, unter dem die Basiswerte für die Hinterlegungsschein-Inhaber gehalten werden, sind weder die Aktiven (Basiswerte) noch die Passiven (Ansprüche der Hinterlegungsschein-Inhaber auf Lieferung der Basiswerte) in der Bilanz auszuweisen, da das Trust-Vermögen als Sondervermögen abgesondert und somit nicht auf der Bilanz aufzuführen ist.

b) Treuhand nach Schweizer Recht

aa) Grundsätze

Unter Schweizer Recht ist der allgemeine Schutzmechanismus für Finanzintermediäre, die Vermögenswerte für Rechnung von Kunden oder sonstigen Dritten halten, das privatrechtliche Konzept der Treuhand. Da das Schweizer Recht ein dem Trust vergleichbares Institut nicht kennt, wird die im Trust-Recht bewirkte Per-se-Separierung von Vermögen durch die für Treuhandverhältnisse geltenden Insolvenzbestimmungen funktional nachgebildet.

Das Konzept der Treuhand bezeichnet ein Verhältnis, bei dem eine Partei (der Treuhänder) Aktiven auf der Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung für Rechnung einer anderen Partei (des Treugebers) hält und verwaltet. Im Unterschied zum Trust, der auf einer Dualität von rechtlichem und wirtschaftlichem Eigentum (Legal and Equitable Ownership)[31] im anglo-amerikanischen Recht beruht, ist das schweizerische Treuhandkonzept ein (quasi-)vertragli-

---

stimmten Recht errichtet wurde. Gemäss Abs. 2 bedeutet Anerkennung mindestens, dass das Trust-Vermögen vom persönlichen Vermögen des Trustees getrennt ist, der Trustee in seiner Eigenschaft als solcher klagen und verklagt werden kann und in dieser Eigenschaft vor einer amtlichen Stelle auftreten darf. Darüber hinaus bewirkt die Anerkennung gemäss Abs. 3, dass die persönlichen Gläubiger des Trustees keinen Zugriff auf das Trust-Vermögen haben, das Trust-Vermögen im Konkurs des Trustees nicht zur Konkursmasse gehört und nicht zum ehelichen Vermögen oder zur Erbmasse des Trustees gehört; zum Ganzen NOSEDA, AJP 2006, 482 ff.

30 Oder auch eine englische Zweigniederlassung einer Schweizer Gesellschaft.

31 Vgl. BGE 96 II 79 E. 8.

ches Rechtsverhältnis.[32] Es findet seinen Niederschlag insbesondere im Auftragsrecht (Art. 394 ff. OR)[33] sowie in gewissen Normen des Gesellschafts- und Insolvenzrechts, etwa in der Absonderung nach Art. 16 BankG. Abschliessend geregelt oder legaldefiniert ist die Treuhand hingegen nicht. Zudem führt nicht jedes Treuhandverhältnis zu einer Absonderung der Aktiven im Konkurs.[34] Ein solches Absonderungsprivileg besteht nur, wo es gesetzlich ausdrücklich vorgesehen ist.

Für eine Treuhandhaltestruktur bei digitalen Hinterlegungsscheinen unter Schweizer Recht trägt der Treuhänder (d.h. die Hinterlegungsstelle) das rechtliche Eigentum an den als Basiswert hinterlegten Effekten. Wirtschaftlich hält er diese ausschliesslich für Rechnung der Hinterlegungsschein-Inhaber.[35] Im Unterschied zur Bare-Trust-Konstruktion fehlt dem Treuhänder unter Schweizer Recht indes die anglo-amerikanisch-rechtliche Qualifikation als Trustee mit den daraus folgenden spezifischen Pflichten. Die Rechte der Hinterlegungsschein-Inhaber gegenüber der Hinterlegungsstelle richten sich somit nach den Emissionsbedingungen und den Bestimmungen des Obligationenrechts.

bb) Voraussetzungen

Ausgehend von der stiefmütterlichen gesetzlichen Regelung der treuhänderischen Verwahrung von Aktiven für Rechnung von Dritten lassen sich aus der Rechts-, Steuer- und Geschäftspraxis[36] gleichwohl einige allgemeine Anforderungen ableiten, die erfüllt sein müssen, damit ein Treuhandverhältnis und da-

---

32 BÖCKLI, Rz. 409.

33 Inklusive der auftragsrechtlichen Subrogation nach Art. 401 Abs. 1 und 2 OR; dazu hinten Kap. II.2.b)cc).

34 Grundsätzlich fallen Aktiven im Eigentum des Konkursiten nach Art. 197 SchKG ohne Weiteres in dessen Konkursmasse; vgl. auch BGE 114 II 45 E. 4c S. 50.

35 Eine mögliche Klausel, die ein Treuhandverhältnis widerspiegelt, könnte wie folgt lauten: «Die Basiswerte werden von der Depotbank für Rechnung und auf Weisung der Hinterlegungsstelle gehalten, welche die Basiswerte treuhänderisch für Rechnung der Inhaber der Digitalen Hinterlegungsscheine verwahrt. Die Hinterlegungsstelle ist jederzeit berechtigt, sämtliche Rechte an den Basiswerten für Rechnung der Inhaber der Digitalen Hinterlegungsscheine gemäss den in diesen Emissionsbedingungen festgelegten Bestimmungen auszuüben.»

36 Schweizer Handbuch für Wirtschaftsprüfung, Zürich 2023, Bd. I (zit. HWP I), Rz. 986 ff.; siehe auch SwissBanking, Richtlinien betreffend Treuhandanlagen, 2016. Im Allgemeinen fussen diese Anforderungen auf der Steuerpraxis. Siehe z.B. die Merkblätter der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 31. Mai 1965 (Auflage 1993) betreffend das «Treuhandkonto» von Banken und vom Oktober 1967 (Nachdruck 1993) betreffend andere «Treuhandverhältnisse».

mit eine mögliche Subrogations- bzw. Absonderungsfähigkeit im Insolvenzfall begründet ist. Dies sind die folgenden sechs Voraussetzungen:

- Das Vorliegen einer schriftlichen Vereinbarung zwischen dem Treugeber und dem Treuhänder ab dem Zeitpunkt der Begründung des Treuhandverhältnisses. Dies impliziert keine Schriftform im strengen Sinne von Art. 13 ff. OR, sondern lediglich die Textform, die bei Emissionsbedingungen in Textform bei digitalen Hinterlegungsscheinen gegeben wäre.
- Hinzu tritt die Anforderung, dass die treuhänderisch gehaltenen Aktiven in der Vereinbarung präzise bezeichnet sein müssen, indem die einzelnen Bestandteile der treuhänderisch gehaltenen Aktiven, z.B. Effekten mit ihren jeweiligen Valorennummern, angegeben werden. Die Umschreibung des Treuguts umfasst etwaige Veränderungen und Akkumulationen, die aufgrund von Ausschüttungen (Zinsen, Dividenden usw.) oder aufgrund von gesellschaftsrechtlichen Transaktionen (Fusionen, Abspaltungen, Splits, Reverse Splits usw.) eintreten können.
- Sodann müssen die Risiken und Kosten in Bezug auf die treuhänderisch gehaltenen Basiswerte explizit dem Treugeber, d. h. den Hinterlegungsschein-Inhabern, zugewiesen werden. Diese Risiko- und Kostenzuweisung ist sowohl in den Emissionsbedingungen als auch in Begleitdokumenten wie Informationsblättern und Risikofaktoren klar zu dokumentieren.
- Weiter muss die Vergütung des Treuhänders marktkonform ausgestaltet sein. Bei digitalen Hinterlegungsscheinen dürfte der Markt für GDRs, und nicht die allgemeinen treuhänderischen Kostensätze, als Referenzpunkt dienen.
- In der Rechnungslegung der Hinterlegungsstelle muss zudem klar ersichtlich sein, dass die Aktiven treuhänderisch gehalten werden. Die entsprechenden Positionen sind in der Bilanz oder als ausserbilanzieller Posten[37] auszuweisen.
- Schliesslich muss der Treuhänder spezifische Konten für die treuhänderisch gehaltenen Positionen führen, d.h. die Basiswerte sind auf gesondert bezeichneten Konten zu halten. Dies sollte im Kontext der Hinterlegungsscheine jedoch nicht so interpretiert werden, dass jeder einzelne Basiswert, der einem einzelnen Hinterlegungsschein zugrunde liegt, auf einem separaten Konto geführt werden muss.

Da das Treuhandkonzept in der Praxis mit dem Auftragsrecht verknüpft ist, sollten die Emissionsbedingungen zudem so gestaltet sein, dass sie mit den allgemeinen Grundsätzen des Auftragsrechts vereinbar sind und diese angemessen widerspiegeln.

---

37 Dazu gleich hinten Kap. II.2.b)dd).

cc) *Absonderung*

Eine entscheidende Frage bei der Treuhandhaltestruktur unter Schweizer Recht ist, ob die Basiswerte im Insolvenzfall der Hinterlegungsstelle von deren Konkursmasse abgesondert werden können, sodass die Hinterlegungsschein-Inhaber nicht bloss als Kurrentgläubiger der Hinterlegungsstelle auftreten müssen.

Die Anwendbarkeit der relevanten auftragsrechtlichen Subrogation (namentlich Art. 401 Abs. 1 und 2 OR) auf das vorliegende Treuhandverhältnis ist ungewiss: Diese ist auf ein typisches Auftragsverhältnis zugeschnitten und bezieht sich auf den Erwerb von Aktiven im Auftrag und für Rechnung des Auftraggebers. Auf dem Wege der Analogie liesse sich argumentieren, dass dies auch für die Basiswerte der Hinterlegungsschein-Inhaber gelten sollte. Einschlägige Präjudizien für diesen spezifischen Fall fehlen.[38] Hingegen lässt sich feststellen, dass die auftragsrechtliche Subrogation von Treugut in der Bundesgerichtspraxis[39] restriktiv gehandhabt wird.

Vorzugsweise sollten daher die spezialgesetzlichen Normen von Art. 16 i.V.m. Art. 37d BankG in Betracht gezogen werden. Art. 37d BankG ordnet die Absonderung von Depotwerten im Konkurs einer Bank an. Die Bestimmung verhindert, dass hinterlegte Aktiven von Bankkunden in die Konkursmasse der Bank fallen, indem dingliche Rechte und Ansprüche, die (in der Regel) im Depotaus-

---

38 Zudem ist die unbesehene Anwendung des Auftragsrechts im Sinne eines typischen Auftragsverhältnisses kaum sachgerecht. Etwa verträgt sich das jederzeitige, zwingende Beendigungsrecht nach Art. 404 OR (vgl. BGE 115 II 464 E. 2) kaum mit der typischen Wandlungs- und Gebührenstruktur von GDRs, die im Sinne der Marktpraxis an abwicklungstechnische Fristen gebunden ist. Im Sinne kantonaler Gerichtspraxis und der Mehrheit der Lehre könnte argumentiert werden, dass es sich um ein atypisches Auftragsverhältnis handelt, bei dem das zwingende Beendigungsrecht nach Art. 404 OR nicht zur Anwendung komme (BSK OR I-Oser, Art. 404 Rz. 10). Rechtssicherheit besteht im Lichte der höchstrichterlichen Rechtsprechung zu diesem Thema jedoch kaum.

39 BGE 130 III 312 S. 316; BGE 117 II 429 S. 431; BGE 99 II 393. Insbesondere profitieren Vermögenswerte, die ursprünglich vom Treugeber an den Treuhänder übertragen wurden, in der Regel nicht von der Absonderung. Darüber hinaus greift die Absonderung nicht, wenn das Vermögen des Treuhänders mit anderen Aktiven vermischt wird, etwa im Falle von Guthaben, das auf dem allgemeinen Bankkonto des Treuhänders verbucht ist.

zug des Depotvertragskunden[40] und nicht in den Büchern der Bank erscheinen, von der Konkursmasse ausgeschieden[41] werden.[42]

Art. 16 BankG listet Depotwerte im Sinne von Art. 37d BankG auf. Der Absonderung unterliegen, sofern die allgemeinen Voraussetzungen von Art. 16 BankG erfüllt sind, alle Aktiven, die üblicherweise im Depotauszug ausgewiesen werden, unabhängig von ihrer Rechtsform und der Art, wie sie zu Depotaktiven geworden sind. Als Depotwerte im Sinne von Art. 16 BankG gelten namentlich bewegliche Sachen und Effekten der Deponenten (Abs. 1), kryptobasierte Vermögenswerte unter bestimmten Voraussetzungen (Abs. 1bis) sowie – im vorliegenden Kontext besonders relevant – bewegliche Sachen, Effekten und Forderungen, die die Bank in treuhänderischer Weise für Rechnung von Deponenten hält (Abs. 2).[43]

Für die Absonderungsfähigkeit der im Rahmen einer treuhänderischen Haltestruktur gehaltenen Basiswerte ist nicht die Form massgeblich, in der der Anspruch verbrieft ist. Nicht einschlägig ist, ob der Anspruch als Registerwertrecht oder in anderer Form ausgestaltet ist. Entscheidend ist vielmehr die rechtliche Eigentümerstellung (Rechtszuständigkeit) der Basiswerte, die bei der Hinterlegungsstelle liegt, während die Basiswerte wirtschaftlich dem Hinterlegungsschein-Inhaber als «Deponenten» zugerechnet werden können. Kein zu grosses Augenmerk sollte daraufgelegt werden, dass «Depotwerte» in der Regel in einem Depotauszug des Bankkunden widergespiegelt sind.[44] Das Registerwertrecht ist in diesem Sinne ein «verselbstständigter» Kontoauszug. Ist das Verwahrungs- und Vertragsverhältnis so ausgestaltet, dass klar hervorgeht, dass die Basiswerte nicht für Rechnung der Hinterlegungsstelle,

---

40 Vgl. BSK BankG-Hess/Bachelard, Art. 16 Rz. 10; B/K/L-Komm.-Kleiner/Müller, Art. 16 Rz. 9 BankG.

41 Bertschinger, AJP 1995, 427; B/K/L-Komm.-Kleiner/Müller, Art. 16 Rz. 6 BankG; Zobl, 547 f. Nicht absonderungsfähig sind Produkte, die für bestimmte Bankkunden speziell erstellt wurden, wie z.B. OTC-Derivate (Zobl, 548). Nicht anwendbar ist Art. 16 BankG ferner auf vertragliche Beziehungen der Bank ausserhalb des Depotgeschäfts, wie etwa Schliessfächer, Mietverträge oder Effekten, die von der Bank selbst ausgegeben wurden (B/K/L-Komm.-Kleiner/Müller, Art. 16 Rz. 9 BankG). Letzteres ist bei Hinterlegungsscheinen gerade nicht der Fall, da der Absonderungsanspruch den Basiswert und nicht den Hinterlegungsschein selbst betrifft.

42 Dasselbe gilt für Sanierungsverfahren nach Art. 28 ff. BankG: Der Sanierungsplan darf Gläubiger nicht schlechter stellen als in der Liquidation («no creditors worse off»-Grundsatz, Art. 31 Abs. 1 lit. b BankG), sodass absonderungsfähige Ansprüche insbesondere keinen Kapitalmassnahmen (Bail-in) unterzogen werden dürfen.

43 Ebenfalls erfasst sind «frei verfügbare Lieferansprüche der Bank gegenüber Dritten aus Kassageschäften, abgelaufenen Termingeschäften, Deckungsgeschäften oder Emissionen für Rechnung der Depotkunden» (Abs. 3).

44 Vgl. die Hw. in Fn. 40.

sondern für Rechnung eines Dritten gehalten werden, sollte die Absonderung nach Art. 16 i.V.m. Art. 37d BankG insbesondere aufgrund einer teleologischen Betrachtung greifen.[45]

dd) Bilanzielle Behandlung

Während einzelne Rechtsordnungen, beispielsweise Deutschland, unterschiedliche und zum Teil umstrittene Regeln kennen, die eine Bilanzierung treuhänderisch gehaltener Aktiven und der entsprechenden Verbindlichkeiten verlangen können, ist die Schweizer Praxis nach den gesetzlichen Rechnungslegungsvorschriften des OR recht klar: Treuhänderisch gehaltene Aktiven können und sollen[46] als ausserbilanzielle Posten behandelt werden.

Ausgangspunkt bildet die Definition des Bilanzaktivums nach Art. 959 Abs. 2 OR: Aktiven müssen in der Bilanz ausgewiesen werden, wenn aufgrund vergangener Ereignisse über sie verfügt werden kann, ein Mittelzufluss wahrscheinlich ist und ihr Wert verlässlich geschätzt werden kann. Andere Aktiven dürfen nicht bilanziert werden. Da die Hinterlegungsstelle die Basiswerte für Rechnung der Hinterlegungsschein-Inhaber hält und die Inhaber als Begünstigte alle wirtschaftlichen Vorteile aus den Basiswerten ziehen, kann die Hinterlegungsstelle keinen Mittelzufluss aus den Basiswerten selbst erwarten. Dementsprechend wäre es unzutreffend, die Basiswerte als Aktiven zu bilanzieren und eine gegenläufige Verbindlichkeit in der Bilanz auszuweisen. Eine solche Bilanzierung würde überdies eine Verfügungsmacht und ein Nutzungsrecht implizieren, die tatsächlich nicht bestehen.

Nach den gesetzlichen Rechnungslegungspflichten ist eine Offenlegung im Anhang, so dass die Gesellschaft wesentliche treuhänderisch gehaltene Aktiven ausserbilanziell ausweist, nicht nur gestützt auf Art. 959a Abs. 3 und Art. 959c Abs. 2 Ziff. 10 OR empfehlenswert, sondern erforderlich. Die im Rechtsverhältnis enthaltene Verpflichtung, die Basiswerte an den Begünstigten herauszugeben, kann als Eventualverbindlichkeit qualifiziert und im Anhang offengelegt werden. Das FINMA-Rundschreiben 2020/1 «Rechnungslegung – Banken»[47] und die einschlägige Steuerpraxis[48] spiegeln diese Haltung wider.

---

45 Einschlägige Rechtsprechung, die auf die vorliegende Konstellation direkt angewendet werden könnte, fehlt indes.

46 Vgl. hingegen das HWP I (Fn. 36), 358 ff., welches die Frage der Bilanzierung offenlässt und den Ausweis einer bilanziellen oder ausserbilanziellen Position zulassen will.

47 Siehe insb. FINMA-RS 2020/1, Rz. 209 ff., 220 und 222.

48 Böckli, Rz. 411a.

ee) Einordnung und Fazit

Die Treuhandhaltestruktur nach Schweizer Recht unterscheidet sich in einem wesentlichen Punkt von der Bare-Trust-Konstruktion nach englischem Recht: Während GDRs unter anglo-amerikanischem Recht ein Finanzinstrument darstellen, bei dem die Hinterlegungsstelle die Basiswerte unter einem Bare Trust für die GDR-Inhaber hält, ohne dass darüber hinaus eine typische Bankkunden-Beziehung entsteht, repräsentieren digitale Hinterlegungsscheine nach Schweizer Recht in der hierin beschriebenen Ausgestaltung eine Form eines Depotwerts mit den damit verbundenen Treuhandpflichten gegenüber dem Hinterlegungsschein-Inhaber.

Die Rechtsstruktur des digitalen Hinterlegungsscheins soll dabei nicht einem von der Hinterlegungsstelle ausgegebenen Finanzinstrument – wie einem strukturierten Produkt oder einem Derivat – entsprechen, sondern vielmehr ein Depotverhältnis zwischen der Hinterlegungsstelle und dem Hinterlegungsschein-Inhaber repräsentieren. Digitale Hinterlegungsscheine sind daher von Derivaten oder strukturierten Produkten mit dem entsprechenden Gegenparteirisiko zu unterscheiden. Sofern die rechtliche Dokumentation entsprechend gestaltet ist und die typischen Elemente eines Depotvertrags widerspiegelt, qualifiziert das Halten der Basiswerte für Rechnung der Hinterlegungsschein-Inhaber als Depotwert im Sinne von Art. 16 BankG.

Die treuhänderische Haltestruktur nach Schweizer Recht ist nach dem aktuellen Kenntnisstand im Schweizer Markt im Zusammenhang mit Instrumenten wie digitalen Hinterlegungsscheinen bislang kaum zur Anwendung gelangt. Obwohl sie aus rechtlicher Sicht grundsätzlich gangbar erscheint, ist sie institutionellen Investoren auf dem Markt für solche Produkte möglicherweise nicht geläufig. Dementsprechend sollten digitale Hinterlegungsscheine mit klaren Erläuterungen zur Struktur und zu den massgeblichen Rechtskonzepten sowie mit entsprechenden Risikohinweisen versehen werden.

3. Regulatorische Perspektiven

Digitale Hinterlegungsscheine sind als Finanzinstrumente im Sinne von Art. 3 lit. a FIDLEG zu qualifizieren. Bei «Fungibilität» bzw. Eignung zum massenweisen Handel – welche in aller Regel gegeben sein wird – stellen sie zudem Effekten nach Art. 2 lit. b FinfraG dar. Die regulatorisch bedeutsamere Abgrenzungsfrage ist jene zur Derivatequalifikation. Art. 2 lit. c FinfraG definiert Derivate als Finanzkontrakte, deren Wert von einem oder mehreren Basiswer-

ten abhängt und die keine Kassageschäfte sind.[49] In der Lehre[50] gilt ein Derivat als gegeben, wenn einem Basiswert ein Termingeschäft beigefügt wird. Ein Recht, das schlicht eine[51] Einheit eines Basiswerts repräsentiert, ist für sich allein kein Derivat, während eine Verpflichtung zur zukünftigen Lieferung zu einem festgelegten Preis, etwa in einem Forward oder Future, als Derivat gilt, weil der Wert des Rechts von demjenigen des Basiswerts abhängt, ohne ihm zu entsprechen («Hebel»). Letzteres ist bei digitalen Hinterlegungsscheinen nicht gegeben: Sie repräsentieren eine eins-zu-eins Trust- bzw. Treuhandbeziehung hinsichtlich der Basiswerte und sind insbesondere nicht mit einem Termin- oder Hebelelement verbunden. Relevant ist zudem, dass das treuhänderische Element impliziert, dass kein Gegenpartei-(Kredit-)Risiko gegenüber der Hinterlegungsstelle besteht, wie es für Derivate und strukturierte Produkte typisch wäre. (Digitale) Hinterlegungsscheine sind entsprechend nicht als Derivate oder strukturierte Produkte zu behandeln.[52]

III. Tokenisierte Depot- und Mandatsbeziehungen

Ökonomisch ähnlich, aber rechtlich von den digitalen Hinterlegungsscheinen zu unterscheiden sind tokenisierte Konti, durch die ein Token direkt eine Depotbeziehung hinsichtlich der Effekten repräsentiert. Hierbei agiert eine Verwahrstelle, beispielsweise eine Bank, als Kontoführerin eines Bucheffektenkontos. Dieses Konto bzw. der Anspruch auf Übertragung des Bestands an den Token-Halter wird nicht aufgrund eines zentralisierten Registers geführt, sondern durch einen DLT-Token repräsentiert.

---

49 Ergänzend führt Art. 2 Abs. 2 FinfraV aus, dass Derivate Finanzkontrakte sind, deren Preis abgeleitet wird, insbesondere von Vermögenswerten wie Aktien, Obligationen, Rohstoffen und Edelmetallen (lit. a) oder Referenzwerten wie Währungen, Zinsen und Indizes (lit. b). Die Definition ist entsprechend weit gefasst, wobei mittels einer Negativliste in Art. 2 Abs. 3 FinfraV und einer Definition der ausgenommenen Kassageschäfte (Art. 2 Abs. 4 FinfraV) gewisse Arten von Rechten ausgeklammert werden.

50 MAUCHLE, GesKR 2022, 186; CONTRATTO, 147 f.; FAVRE, 15 f.; siehe auch: Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz: Eine Auslegeordnung mit Fokus auf dem Finanzsektor, Bericht des Bundesrats, Bern, 14.12.2018, 101.

51 Oder mehrere.

52 Damit sind etwa die Marktverhaltenspflichten nach Art. 93 ff. FinfraG oder das Prospektschema nach Anhang 3 FIDLEV grundsätzlich nicht anwendbar.

1. Tokenisiertes Effektendepot

a) Prinzip

Die Form, in der Effekten bestehen und in der über sie verfügt werden kann, ist nicht frei wählbar, sondern durch das Gesetz, die Statuten oder die Ausgabebedingungen vorgegeben.[53] Regelmässig werden Schweizer Effekten in der Form von einfachen Wertrechten (Art. 937c OR) ausgegeben oder, falls sie ursprünglich in Wertpapierform begeben wurden, nachträglich durch «Immobilisierung» gemäss Art. 6 Abs. 1 BEG in Bucheffekten umgewandelt. Bei Bucheffekten gilt das «Look-through»-Prinzip nach Art. 3 Abs. 1 BEG: Der Begünstigte auf einem Bucheffektenkonto ist nicht bloss Inhaber eines vertraglichen Anspruchs gegen die Verwahrungsstelle, sondern gilt rechtszuständig für die Effekte selbst. Vor diesem Hintergrund stellen sich bei der privatrechtlichen Ausgestaltung von «Depot»-Tokens, die eine Depotbeziehung hinsichtlich in Bucheffektenform bestehender Effekten repräsentieren sollen, drei Optionen: Die tokenisierten Bucheffekte, das Registerwertrecht oder der tokenisierte vertragliche Anspruch.

b) Tokenisierte Bucheffekte

Das BEG schreibt nicht vor, auf welcher Technologie oder welcher spezifischen Struktur Bucheffektenkonti basieren sollen (Technologieneutralität). Das BEG erlaubt es daher, Bucheffektenkonten auf DLT-basierter Infrastruktur zu führen.[54] In diesem Fall würde der Token die Gutschrift der betreffenden Effekten auf dem Bucheffektenkonto gemäss Art. 3 Abs. 1 BEG widerspiegeln. Erforderlich ist dabei, dass die Verwahrungsstelle die tatsächliche Kontrolle über die Tokens beibehält. Es wäre den Inhabern nicht möglich, Transaktionen direkt auf dem DLT-Ledger vorzunehmen. Sie müssten vielmehr die Bank anweisen, die Transaktion auf dem DLT-Ledger durchzuführen. Wird eine freie[55] DLT-basierte Übertragbarkeit angestrebt, scheidet diese Option daher aus.

---

53 Effekten, die als «Basiswert» eines Tokens dienen, namentlich Beteiligungs- und Forderungsrechte, können ausserdem Übertragungs- und sonstigen Verfügungsbeschränkungen unterliegen.

54 Diese Option wird in Bandi-Lang/Mauchle/Spoerlé, GesKR 2021, 238 ff., abgehandelt.

55 Bei intermediärverwahrten Aktiva spielen jedoch immer auch die Anforderungen der Geldwäschereigesetzgebung eine Rolle.

c) Registerwertrecht

Da eine direkte Tokenisierung der Bucheffekte als Registerwertrecht nach der gesetzlichen Konzeption nicht möglich ist, kann das Registerwertrecht stattdessen einen obligatorischen Anspruch auf Lieferung des Bucheffektenbestands repräsentieren. Die gesetzliche Regelung des Registerwertrechts ist hinsichtlich der durch Registerwertrechte vermittelten Rechte nicht präskriptiv, solange das betreffende Recht auch in einer herkömmlichen Urkunde abgebildet werden könnte.[56] Das Registerwertrecht erlaubt dabei auch die Repräsentation eines Anspruchs auf ein dynamisches Portfolio von variierenden Basiswerten oder mehreren Basiswerten, sofern dies in der Registrierungsvereinbarung so festgelegt ist und die Ansprüche klar bestimmbar sind. Diese Option verbindet die wirtschaftliche Substanz einer Depotbeziehung mit der rechtlichen Übertragungsordnung des Registerwertrechts und ermöglicht eine freie, DLT-basierte Übertragbarkeit der Depotbeziehung.

d) Tokenisierter vertraglicher Anspruch

Schliesslich besteht die Möglichkeit, den tokenisierten Anspruch auf Lieferung von hinterlegten Bucheffekten rein vertraglicher Natur zu lassen, d.h. nicht der gesetzlichen Sonderform des Registerwertrechts zu unterstellen. Ein solcher Token wäre lediglich eine technische Repräsentation einer obligatorischen Forderung, ohne die spezifischen Rechtsfolgen des Registerwertrechts – entsprechend dem Wertpapier öffentlichen Glaubens – zu zeitigen. Der Token wäre in diesem Fall eine technische Repräsentation der obligatorischen Ansprüche aus dem Depot- und Mandatsverhältnis ohne die spezifischen Rechtsfolgen des Registerwertrechts, insbesondere die Legitimationsordnung und der Gutglaubensschutz nach Art. 973e OR. Das Registerwertrecht löst aber auch das Thema des Schriftformerfordernisses, das bei der Übertragung von Forderungen (Art. 165 OR) und einfachen Wertrechten (Art. 973c Abs. 4 OR) besteht. Bei der Übertragung von Forderungen und einfachen Wertrechten, die aufgrund einfacher vertraglicher Abrede und nicht einer Registrierungsvereinbarung nach Art. 973d Abs. 2 Ziff. 3 OR mit einem Token verknüpft sind, muss grundsätzlich die Schriftform[57] eingehalten werden, was der Verkehrsfähigkeit abträglich ist und dem Konzept einer rein elektronischen Übertragung von Rechtspositionen mittels DLT widerspricht. Hingegen wurde in der Lehre[58] basierend auf der bundesgerichtlichen Rechtsprechung[59] propagiert, dass die Forde-

---

56 Dazu vorn Kap. II.1.

57 Handschriftliche Unterzeichnung oder qualifizierte elektronische Signatur nach Art. 14 OR.

58 Von der Crone/Monsch/Meisser, GesKR 2019, 11 f.

59 BGer 4A_143/2017 vom 15.5.2017 E. 5.3; BGer 4A_650/2014 vom 5.6.2015 E. 6.1; BGer 4A_75/2012 vom 16.7.2012 E. 2.3; BGer 5C.51/2004 vom 28.5.2004 E. 3.1; BGE 47 II 416 E. 2.

rungen im Rahmen einer Vertragsübernahme unter Einbezug aller Parteien formfrei übertragen werden können. Eine rein vertragliche Ausgestaltung von tokenisierten Depot- und Mandatsbeziehungen ohne Zuhilfenahme des Registerwertrechts wäre unter diesen Voraussetzungen denkbar, mag jedoch nicht die gewünschte Rechtssicherheit bieten.

2. Tokenisierte Vermögensverwaltungsmandate

a) Prinzip

Ein tokenisiertes Vermögensverwaltungsmandat verbindet zwei Rechtsbeziehungen, die im konventionellen Bankgeschäft regelmässig getrennt dokumentiert werden: den im vorangehenden Unterkapitel diskutierten Depotvertrag hinsichtlich des Portfolios als «Basiswert» einerseits und, zusätzlich, das individuelle Vermögensverwaltungsmandat andererseits. Ein Vermögensverwaltungstoken verkörpert dabei, abgesehen von Bucheffekten oder dem Anspruch darauf, keine Sach- oder Mitgliedschaftsrechte, sondern obligatorische Ansprüche, die durch die Registrierungsvereinbarung des jeweiligen Tokens definiert werden.

Vermögensverwaltungsmandatstokens könnten insbesondere von Banken, Wertpapierhäusern und anderen Verwahrstellen nach BEG ausgegeben werden. Als Rechtsform stehen zwei Optionen offen: die Begebung als Registerwertrecht nach Art. 973d ff. OR oder die rein vertragliche Ausgestaltung des Tokens ohne wertrechtliche Form.[60]

Im Rahmen internationaler Pilotprojekte, insbesondere im Rahmen des von der Monetary Authority of Singapore (MAS) geleiteten Project Guardian,[61] wurden erstmals tokenisierte Vermögensverwaltungsmandate erprobt. Dabei entwickelten teilnehmende Finanzinstitute unter anderem einen Proof-of-Concept für die Erstellung, Verwaltung und automatische Rebalancierung individualisierter Portfolios mittels DLT, wobei tokenisierte Fonds und alternative Anlagen als Bausteine verwendet werden.[62]

---

60 Als potenzielle Vorteile gegenüber «auf Papier dokumentierten» und über eine zentrale IT-Struktur geführten Mandaten könnten die effizientere Abwicklung und Betreuung, Skaleneffekte und die Ermöglichung einfacherer Übertragungen genannt werden.

61 MAS, «Project Guardian – Industry Collaboration to Explore Asset Tokenisation», Medienmitteilung, 15.11.2025, <https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/project-guardian>.

62 Siehe etwa J.P. Morgan/Apollo, «Revolutionizing Asset & Wealth Management», <https://www.jpmorgan.com/kinexys/project-guardian>.

b) Registerwertrecht

Im Falle tokenisierter Vermögensverwaltungsmandate wird weder ein dingliches Recht noch ein Mitgliedschaftsrecht unmittelbar tokenisiert, sondern ein schuldrechtlicher Anspruch auf Verwaltung und Verwahrung eines Portfolios sowie auf Weiterleitung der daraus fliessenden Erträge. Es bestehen keine relevanten Einschränkungen für die Eintragung solcher obligatorischer Rechte in Registerwertrechten, wonach Rechte mit Mandats- oder Depotelementen nicht als Registerwertrechte repräsentiert werden könnten. Insbesondere ist die Referenzierung eines «dynamischen» Effektenportfolios von Basiswerten als Gegenstand des tokenisierten Anspruchs zulässig. Dem Transparenzgebot nach Art. 973d Abs. 2 Ziff. 3 OR ist Rechnung zu tragen: Die Emissionsbedingungen bzw. die Registrierungsvereinbarung müssen klar definieren, worin der Basiswert besteht, und die Inhaber sowie potenzielle Erwerber müssen jederzeit in der Lage sein, sich über die konkret durch jeden Token gehaltenen Aktiven zu informieren,[63] auch wenn die Angaben zum Basiswert nur periodisch aktualisiert werden. Auch der Tokenisierung mandatsbasierter Forderungen steht nach der gesetzlichen Konzeption nichts im Weg.[64]

c) Rein vertragliche Ausgestaltung

Alternativ zur Ausgestaltung als Registerwertrecht kann ein Vermögensverwaltungstoken auch als rein vertragliches Konstrukt konzipiert werden.[65] Zumindest bei den Mandatselementen der Vermögensverwaltung unterliegt die Übertragung keinem Schriftformerfordernis im Sinne von Art. 14 OR.

3. Absonderung

Art. 16 Abs. 2 BankG erfasst bewegliche Sachen, Effekten und Forderungen, die die Bank in fiduziarischer Eigenschaft, d.h. im eigenen Namen und als rechtliche Eigentümerin, für Rechnung von Deponenten als Begünstigte hält. Die Norm kommt im Zusammenhang mit Depot- und Mandatstokens nur zum

---

63 Etwa über ein für die Inhaber zugängliches Webportal.

64 Die Erfassung von Mandat-, Treuhand- oder Depotverhältnissen in Registerwertrechten ist neuartig und bisher weder in der höchstrichterlichen Rechtsprechung noch in der einschlägigen Rechtsliteratur behandelt worden. Die «DLT-Novelle» war jedoch auf die Förderung technologischer Innovation ausgerichtet und nicht auf eine restriktive Anwendung des Instruments. Dies zeigt sich auch in der explizit vom Gesetzgeber gewollten Flexibilität, das Registerwertrecht auch für nicht massenweise ausgegebene (fungible) Forderungen zugänglich zu lassen (Botschaft DLT, Fn. 15, 276 f.). Als Beispiele werden Forderungen im Zusammenhang mit Stromhandel oder Lizenzen genannt.

65 Für die restlichen Rechtspositionen wird auf die Ausführungen unter Kap. III.1.d) verwiesen.

Zug, falls die Bank analog zu digitalen Hinterlegungsscheinen für die Effekten rechtszuständig ist und diese auf Rechnung der Token-Inhaber hält.[66] Falls die Ausgestaltung des Depot- bzw. Mandatstokens jedoch derart ist, dass die Werte im Namen der Token-Inhaber gehalten werden und somit diese rechtszuständig sind, erübrigt sich die Frage der Absonderung nach Art. 16 Abs. 2 BankG, da die beweglichen «Sachen und Depotkunden» ohnehin nach Art. 16 Abs. 1 BankG abgesondert werden.

4. Regulatorische Perspektiven

Bei tokenisierten Effekten und Effektendepots ohne Vermögensverwaltungsmandat scheidet eine Qualifikation als kollektive Kapitalanlage von vornherein aus, da der Token-Inhaber die Anlageentscheide selbst trifft und nicht die Verwahrungsbank. Anders verhält es sich bei tokenisierten Vermögensverwaltungsmandaten, die ein diskretionäres Mandat beinhalten. Nach Art. 7 Abs. 1 KAG i.V.m. Art. 5 KKV setzt eine kollektive Kapitalanlage kumulativ voraus, dass (i) Vermögenswerte von Anlegern (ii) zum Zweck der kollektiven Kapitalanlage eingebracht werden, (iii) eine Fremdverwaltung stattfindet und (iv) die Ansprüche der Anleger gleichmässig befriedigt werden. Das Kriterium der Fremdverwaltung[67] setzt voraus, dass der Vermögensverwalter die Anlageentscheide unabhängig treffen kann, ohne die einzelnen Investoren zu konsultieren. Bei tokenisierten Vermögensverwaltungsmandaten, die ein solches diskretionäres Element aufweisen, ist damit zwar eines der definierenden Elemente einer kollektiven Kapitalanlage gegeben. Solange die Tokens jedoch individualisierte Portfolios und Vermögensverwaltungsmandate mit individueller Risikostrukturierung und Weisungsrechten repräsentieren, fehlen die definierenden Elemente der Bündelung von Anlagen zur kollektiven Verwaltung und der gleichmässigen Befriedigung der Anleger. Dies ist der Fall, wenn das in

66 Diesfalls wird auf die Erwägungen in Kap. II.2.b)cc) (sinngemäss) verwiesen.

67 Dazu BSK KAG-Rayroux/du Pasquier, Art. 7 Rz. 25 ff., m. w. Hw.; BVGer B-4312/2008 vom 31.7.2009 E. 3.8. Der Grundsatz der «Fremdverwaltung» besagt, dass bei einer kollektiven Kapitalanlage, unabhängig von deren Rechtsform, die Verwaltung des Vermögens der Anleger durch einen Dritten erfolgen muss und nicht durch die Anleger selbst. Im Wesentlichen zeichnet sich die Vermögensverwaltung einer kollektiven Kapitalanlage dadurch aus, dass der Anleger die Anlageentscheidungen an den Dritten delegiert und dieser das Vermögen im Rahmen einer vorab festgelegten Anlagestrategie eigenständig anlegt. Dementsprechend kann der Vermögensverwalter die Anlageentscheidungen eigenständig und ohne Rücksprache mit dem Anleger treffen. Der Vermögensverwalter muss daher, damit eine «Fremdverwaltung» vorliegt, über einen Ermessensspielraum, d.h. eine Entscheidungsfreiheit, hinsichtlich der Anlageentscheidungen verfügen; vgl. auch Jutzi/Schären, Rz. 106. Der Aspekt der Fremdverwaltung ist einer der Gründe, warum es als gerechtfertigt gilt, den Anlegerinnen und Anlegern den Schutz des KAG zu gewähren, da diese nicht mehr selbstständig über ihr Vermögen entscheiden können.

einem Token repräsentierte Vermögensverwaltungsmandat individuell durch den Kunden (Inhaber) definiert ist und dieser jederzeit die Möglichkeit hat, die strategische Portfolio-Allokation anzupassen sowie Anlageeinschränkungen, etwa hinsichtlich bestimmter Titel oder Branchen, vorzugeben. Entscheidende Gestaltungsparameter sind namentlich die individuelle strategische Portfolio-Allokation, individuelle Weisungsrechte des Inhabers, die Möglichkeit zur Vorgabe von Anlageeinschränkungen sowie ein portfoliospezifisches Risikoprofil.

IV. Digitale Finanzmarktinfrastrukturen in der Schweiz

Das massgebliche Hindernis für eine breitere Adoption von tokenisierten Finanzinstrumenten liegt weniger auf der rechtlichen Ebene als auf der infrastrukturellen. Die praktische Nutzbarkeit und Verbreitung der Tokenisierung hängt entscheidend davon ab, ob geeignete Finanzmarktinfrastrukturen zur Verfügung stehen, auf denen diese Instrumente emittiert, gehandelt, abgewickelt und verwahrt werden können.

Die Herausforderungen sind dabei vielschichtig und miteinander verknüpft: Ein Markt für tokenisierte Effekten ist auf das Bestehen regulierter Handelsplätze und Verwahrstellen angewiesen, die technisch in der Lage sind, DLT-basierte Instrumente zu verarbeiten, und zwar so, dass dies auch für institutionelle Investoren hinreichend sicher, glaubwürdig und regulatorisch zulässig ist. Ein funktionsfähiger Sekundärmarkt bedingt darüber hinaus die Interoperabilität zwischen verschiedenen DLT-Infrastrukturen sowie zwischen DLT-basierten Systemen und den klassischen Nachhandels- und Bankinfrastrukturen. Erschwerend kommt hinzu, dass es bislang an einheitlichen internationalen Standards für die technische und rechtliche Ausgestaltung tokenisierter Effekten und digitaler Effektenabwicklungssysteme fehlt, was insbesondere den grenzüberschreitenden Handel und die institutionelle Adoption hemmt. In der Schweiz sind in den vergangenen Jahren gleichwohl erste regulierte digitale Finanzmarktinfrastrukturen entstanden.

1. SDX

Die SIX Digital Exchange (SDX) wurde durch die FINMA im Jahr 2021 sowohl als Börse im Sinne von Art. 26 lit. b FinfraG als auch als zentrale Verwahrstelle im Sinne von Art. 61 FinfraG lizenziert.[68] Damit ermöglicht SDX eine integrierte

[68] FINMA, «FINMA bewilligt erstmals Börse und Zentralverwahrer für Handel mit Token», Medienmitteilung, 10.9.2021, <https://finma.ch/de/news/2021/09/20210910-mm-sdx/>.

Dienstleistungskette von der Emission über den Handel bis zur Verwahrung und Abwicklung von tokenisierten Effekten. Charakteristisch für SDX ist, dass die Abwicklung der Transaktionen intern auf einer DLT-basierten Infrastruktur erfolgt, welche insbesondere unmittelbaren und sofortigen («atomic») Handel und Abwicklung erlaubt.[69] Nach aussen hin bleibt die Einbettung jedoch in die bestehende Systematik des Bucheffektenrechts (vorerst) relevant: In der Praxis werden in der aktuellen Ausgestaltung Effekten bei der zentralen Verwahrstelle hinterlegt und gestützt darauf Bucheffekten im Sinne von Art. 6 BEG geschaffen. Die SDX war in ihrer Eigenschaft als Zentralverwahrerin nach Art. 61 FinfraG auch bereits an der Ausgabe von digitalen Hinterlegungsscheinen (Digital Global Depositary Receipts) beteiligt.[70]

2. BX Digital

Mit BX Digital besteht eine zweite regulierte digitale Handelsinfrastruktur. BX Digital erhielt im März 2025 als erste Institution eine Bewilligung als DLT-Handelssystem im Sinne von Art. 73a ff. FinfraG.[71] Das DLT-Handelssystem stellt eine eigenständige Kategorie von Finanzmarktinfrastrukturen dar.[72] Das DLT-Handelssystem der BX Digital AG ist insbesondere dadurch gekennzeichnet, dass es neben dem multilateralen Handel auch Nachhandelsfunktionen wie Settlement selbst übernimmt.[73] Technologisch setzt BX Digital im Unterschied zu SDX auf eine öffentliche (permissionless) Blockchain, wodurch eine unmittelbare Abwicklung zwischen den Teilnehmern ohne klassische Verwahrungskette möglich wird. Damit positioniert sich BX Digital als sekundärer Handelsplatz für tokenisierte Vermögenswerte wie tokenisierte Aktien oder ETFs.

3. Weitere

Zu den weiteren Akteuren zählen namentlich DLT-fokussierte Institute wie Sygnum Bank AG und Amina Bank AG, die über Banklizenzen verfügen und sowohl als Emissions- als auch als Verwahrstellen für tokenisierte Effekten auf-

---

69 SIX Digital Exchange, Whitepaper, 17.3.2023, <https://www.six-group.com/dam/images/events/2023/sibos-2023/20230317-sdx-digital-securities-brochure.pdf>.

70 Siehe den Hw. in Fn. 5.

71 FINMA, «FINMA bewilligt erstes DLT-Handelssystem», Medienmitteilung, 18.3.2025, <https://www.finma.ch/de/news/2025/03/20250318-mm-dlt-handelssystem/>.

72 Kramer/Meier, GesKR 2020, 76.

73 Friedli, CapLaw 2025-28 Abschnitt 2.c).

treten können.[74] Auch traditionelle Geschäftsbanken engagieren sich im Feld der tokenisierten Finanzinstrumente, sowohl direkt on-chain[75] als auch via die SDX[76] und andere Infrastrukturen. Daneben bestehen verschiedene spezialisierte Plattformen für die Tokenisierung von Vermögenswerten, etwa im Bereich von Immobilien[77] oder kollektiven Anlagen[78]. Diese sind typischerweise nicht selbst als Finanzmarktinfrastrukturen im Sinne des FinfraG konzipiert und lizenziert, sondern operieren als Technologie- oder Emissions-Plattformen.

V. Ausblick: Adaptives gesetzliches Rahmenwerk und pragmatische Bewilligungspraxis als kritische Erfolgsfaktoren für die Schweiz

Das Schweizer Recht bietet für digitale Hinterlegungsscheine wie auch tokenisierte Depot- und Mandatsbeziehungen eine hinreichende privatrechtliche Grundlage. Das Registerwertrecht nach Art. 973d ff. OR erweist sich da-

---

74 Siehe etwa die Website von Sygnum Bank AG unter <https://www.sygnum.com/tokenization/tokenization-issuer/>; ZUG DLT (Donovan Vanderbilt), «Switzerland's DLT Securities Market: Issuers, Instruments, and the Tokenisation Outlook», 24.2.2026, <https://zugdlt.com/securities/dlt-securities-market/>.

75 Siehe etwa die diversen Medienmitteilungen der UBS-Gruppe zu tokenisierten Finanzinstrumenten: «UBS executes first live tokenized fund transaction leveraging the Chainlink Digital Transfer Agent technical standard», 4.11.2025, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20251104-chainlink.html>; «UBS Asset Management launches its first tokenized investment fund», 1.11.2024, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20241101-first-tokenized-investment-fund.html>; «UBS, SBI and DBS completed world's first cross-border repo with a natively-issued digital bond fully executed and settled on a public blockchain», 15.11.2023, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20231115-ubs-sbi-dbs-completed-worlds-first-cross-border.html>; «UBS AG launches the world's first digital bond that is publicly traded and settled on both blockchain-based and traditional exchanges», 3.11.2022, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20221103-digital-bond.html>; allgemeiner siehe auch die Websites «UBS Tokenize», <https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/tokenize.html>, und «Julius Bär – Digital Assets», <https://www.juliusbaer.com/sg/en/our-solutions/additional-services/digital-assets/>.

76 Siehe etwa UBS AG, «UBS AG launches the world's first digital bond that is publicly traded and settled on both blockchain-based and traditional exchanges», Medienmitteilung, 3.11.2022, <https://www.ubs.com/global/it/media/display-page-ndp/en-20221103-digital-bond.html>.

77 Siehe etwa die Angebote der Crowdhouse AG (<https://crowdhouse.com/ch/de/>) und der BrickMark X AG (<https://brickmark.net/knowledge-tokenization/>).

78 Siehe die Aufstellung von ZUG DLT (Donovan Vanderbilt), «Swiss Tokenised Asset Market Tracker: Issuances and Market Development 2025», <https://zugdlt.com/tracker/swiss-tokenisation-market-tracker/>.

bei als flexibles und zukunftstaugliches Instrument, das sowohl für die direkte als auch für die indirekte Tokenisierung von Effekten geeignet ist und auch im Ausland und bei transnationalen Projekten Beachtung findet. Das zentrale Hindernis für eine breitere Marktdurchdringung liegt indes weniger im Recht als in der Infrastruktur: Interoperabilität zwischen DLT-basierten und konventionellen Systemen sowie einheitliche internationale Standards für die rechtliche und technische Ausgestaltung tokenisierter Effekten sind nach wie vor unvollständig. Initiativen wie Project Guardian oder die CMTA-Standards setzen immerhin wichtige Impulse.

Die Dynamik der Marktentwicklung lässt erwarten, dass die Rechtspraxis diese Fragen in absehbarer Zeit aktiv bewältigen muss. Das gesetzliche Rahmenwerk bietet hierfür eine tragfähige Grundlage. Ob sich die Schweiz im internationalen Wettbewerb der Jurisdiktionen als attraktiver Standort für innovative Finanzprodukte und digitale Finanzmarktinfrastrukturen behaupten kann, hängt aber nicht allein vom privatrechtlichen und finanzregulatorischen Rahmenwerk ab, sondern auch von der Geschwindigkeit und Qualität der zukünftigen Gesetzgebung sowie einer sinnvollen Bewilligungspraxis. Die «DLT-Novelle», die seit 2021 in Kraft ist und unter anderem das Registerwertrecht nach Art. 973d ff. OR einführte, schuf bereits früh einen soliden Rechtsrahmen. Die Weiterentwicklung der Rechtsgrundlagen blieb in den letzten Jahren aber hinter der Entwicklung der Märkte zurück. Die derzeit laufende Revision des Finanzinstitutsgesetzes zur Schaffung von Bewilligungskategorien für Zahlungsmittel- und Krypto-Institute («Stablecoin»-Vorlage)[79] ist dringlich. Ob sie in der vorgeschlagenen Form strategisch sinnvoll ist, bleibt indes fraglich.[80] Massgeblich ist vielmehr, ob die Regulierung den spezifischen Stärken des Schweizer Finanzplatzes, namentlich der Unabhängigkeit, der Effizienz und dem Primat der Eigenverantwortung, Rechnung trägt und Platz für grenzüberschreitende Geschäftsmodelle schafft. Noch gewichtiger als das gesetzte Recht ist jedoch die Bewilligungspraxis: In der Praxis haben sich Bewilligungs-

---

79 Siehe die Medienmitteilung des Bundesrates und die dort verlinkten Materialien zur Vernehmlassung, «Bundesrat geht voran mit Stablecoins und Kryptos: Vernehmlassung eröffnet», Bern, 22.10.2025, <https://www.admin.ch/de/newnsb/x4TMWQ1SWofNoFx7XyHhY>.

80 Eine dichte Regulierung oder gar eine Harmonisierung mit EU-Regelungen ohne entsprechenden Marktzugang bewirkt keinen Wettbewerbsvorteil für die Schweiz. Da Schweizer Finanzmarktinstitute, anders als EU-regulierte Finanzdienstleister mit Passporting-Zugang, ausschliesslich aus einem Heimmarkt mit rund 8 Millionen Personen herausoperieren, droht die Übernahme strenger EU-spezifischer Vorgaben ohne die damit verbundenen Chancen eines integrierten Binnenmarkts fehlzuschlagen. Der Europäische Wirtschaftsraum kann sich strengere Vorgaben insbesondere hinsichtlich der faktischen Abschottung des Heimmarkts von transnationalen tokenisierten Finanzprodukten und -dienstleistungen erlauben; die Schweiz nicht.

verfahren bei innovativen Projekten über enorm lange Zeiträume erstreckt und waren häufig von wiederholten, teils sachfremden Nachforderungen geprägt. In der Folge wurden Gesuche zurückgezogen und Investitionen in den Schweizer Markt frustriert. Innovative Finanzmarktteilnehmer weichen erfahrungsgemäss auf Jurisdiktionen aus, die einen raschen und klar vorhersehbaren Bewilligungsprozess garantieren. Entsprechend ist eine effiziente, klare und für innovative Projekte offene Bewilligungsbehörde einer der Hauptfaktoren für den Erfolg der Schweiz auf dem digitalen Finanzmarkt.

Literaturverzeichnis

Bandi-Lang Anna-Naomi/Mauchle Yves/Spoerlé Philip, Bucheffekten auf der Blockchain, GesKR 2021, 238 ff.

Bärtschi Harald, Vom papierlosen Wertpapier zum Robo-Verwaltungsrat: Gesellschaftsrecht im digitalen Wandel, in: Handschin Lukas et al. (Hrsg.), Theorie und Praxis des Unternehmensrechts, FS Handschin, Zürich 2020, 1 ff.

Bertschinger Urs, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG), AJP 1995, 427 ff.

Böckli Peter, OR-Rechnungslegung, 2. A., Zürich 2019

Bösch René et al. (Hrsg.), Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz, 3. A., Basel 2016 (zit. BSK KAG-Autor)

Cincelli Roman, Der Common Law Trust: Grundlagen, rechtsvergleichende Entwicklung und Rezeptionsmöglichkeiten aus Sicht der Schweiz, Diss. Freiburg 2017 (AISUF)

Contratto Franca, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Freiburg i. Üe. 2006 (=AISUF Bd. 251)

Derungs Merens, Die digitale Aktie: Eine privatrechtliche Untersuchung einer als Registerwertrecht ausgestalteten Aktie gemäss revidiertem Wertpapierrecht, Diss. Zürich 2022

Druey Jean Nicolas/Druey Just Eva/Glanzmann Lukas, Gesellschafts- und Handelsrecht, 12. A., Basel/Chur/Zürich 2021

Eggen Mirjam, Was ist ein Token? Eine privatrechtliche Auslegeordnung, AJP 2018, 558 ff.

Favre Olivier, Die Berechtigung von Depotkunden an auslandsverwahrten Effekten, Diss. Zürich 2003 (=SSBR Bd. 72)

Flühmann Daniel/Vettiger Sarah, Shares in the Form of Ledger-Based Securities, GesKR 2022, 102 ff.

Friedli Fabian, BX Digital: The First DLT Trading Facility in Switzerland, 18.7.2025, CapLaw 2025-28

Gaberthüel Tino/Grivel Xavier, Tokenisierung von Aktien unter dem neuen DLT-Gesetz (insb. Art. 973d ff. OR) und CMTA Standard, SZW 2022, 254 ff.

Grisel Guillaume, Le trust en Suisse, Zürich et al. 2020

Iffland Jacques/Läser Alessandra, Die Tokenisierung von Effekten, GesKR 2018, 415 ff.

Jutzi Thomas/Abbühl Andri, Fintech und DLT: Privat- und finanzmarktrechtliche Grundlagen in der Schweiz, Bern 2023

Jutzi Thomas/Schären Simon, Asset Management und kollektive Kapitalanlagen: Rechtliche Rahmenbedingungen in der Schweiz, 2. A., Bern 2026

Kramer Stefan/Meier Urs, Tokenisierung von Finanzinstrumenten, GesKR 2020, 60 ff.

Kuhn Hans, Digitale Aktiven im schweizerischen Privatrecht, in: Weber Rolf H./Kuhn Hans (Hrsg.), Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht, Basel 2021, 51 ff. (zit. Kuhn, Digitale Aktiven)

Kuhn Hans, Primärmarktregulierung, in: Weber Rolf H./Kuhn Hans (Hrsg.), Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht, Basel 2021, 131 ff. (zit. Kuhn, Primärmarktregulierung)

MacCabe Kavin, Die Abbildung von Vermögenswerten durch Anlage-Tokens, Diss. Basel 2019

Maizar Karim, Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften: Grundlagen – Analysen – Ansätze einer Reform, Diss. Zürich 2012 (=SSHW 308)

Mauchle Yves, Die Registrierungsvereinbarung – insbesondere bei tokenisierten Forderungsrechten, SZW 2023, 683 ff.

Mauchle Yves, Die regulatorische Antwort auf FinTech: Evolution oder Revolution? Eine Verortung aktueller Entwicklungen, SZW 2017, 810 ff.

Mauchle Yves, Tokens als Effekten: Anknüpfung, Fungibilität und Abgrenzung mit funktionalem Vergleich zum US-Recht, GesKR 2022, 183 ff.

Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 3. A., Bern 2018

Nobel Peter/Bärtschi Harald/Kaempf Markus, Internationales und transnationales Gesellschaftsrecht, 3. A., Bern 2024

Noseda Filippo, Praktische Auswirkungen des Haager Trust-Übereinkommens für den Schweizer Trustee, Protector, Trust Administrator und Investment Advisor, AJP 2006, 482 ff.

Riemer Hans Michael, Personenrecht des ZGB, 2. A., Bern 2002

Schneiter Christian, Listing and Trading of GDRs on the SIX Swiss Exchange by Chinese Companies under SER's revised Regulatory Framework, CapLaw 2022-35

Von der Crone Hans Caspar/Baumgartner Fleur, Digitalisierung des Aktienrechts – Die Ausgabe von Aktien als Registerwertrechte, SZW 2020, 351 ff.

Von der Crone Hans Caspar/Derungs Merens, Aktien als digitalisierte Werte, SZW 2019, 2 ff.

Von der Crone Hans Caspar/Kessler Franz J./Angstmann Luca, Token in der Blockchain – privatrechtliche Aspekte der Distributed Ledger Technologie, SJZ 2018, 337 ff.

Von der Crone Hans Caspar/Monsch Martin/Meisser Luzius, Aktien-Token: Eine privatrechtliche Analyse der Möglichkeit des Gebrauchs von DLT-Systemen zur Abbildung und Übertragung von Aktien, GesKR 2019, 1 ff.

Bauer Thomas et al. (Hrsg.), Basler Kommentar zum Bankengesetz, 3. A., Basel 2026 (zit. BSK BankG-Autor)

Weber Rolf H., DLT-Handelsplattformen: Spannungsfeld von Technologie und Recht, Zürich 2022 (=ITSL Bd. 10) (zit. Weber, DLT-Handelsplattformen)

Weber Rolf H./Baisch Rainer, DLT-basierte Finanzprodukte, SZW 2021, 683 ff.

Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), 8. A., Basel 2025 (zit. BSK OR I-Autor)

Wyss Dominic, Digitale Übertragung von Vermögenswerten: Eine Zivilrechtliche Betrachtung mit Überlegungen zu einer Erweiterung der Übertragungsordnung der Registerwertrechte, Diss. Bern 2024

Zobl Dieter et al. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 sowie zu der Verordnung vom 17. Mai 1972 (V) und der Vollziehungsverordnung (VV) vom 30. August 1961 (VV), 23. A. (Supplement), Zürich et al. 2015 (zit. B/K/L-Komm.-Autor)

Zobl Dieter, Kollisionen zwischen Sachen- und Zwangsvollstreckungsrecht – Gedanken und Bemerkungen zum Ausbau der Aussonderungsrechte im Bankenkonkursrecht, in: Meier Isaak/Siehr Kurt (Hrsg.), Rechtskollisionen, FS Heini, Zürich 1995, 543 ff.