

## Sicherung von strukturierten Produkten nach Art. 70 Abs. 2 FIDLEG

Luca Bianchi\*

*The Financial Services Act (FinSA) is a cross-sectoral regulation but still contains certain historically grown sector-specific provisions. Pursuant to Art. 70 FinSA, offers of structured products to private clients must fulfill regulatory requirements regarding issuer, offeror and collateralization. Particularly, the collateraliza-*

*tion of structured products issued by SPVs pursuant to Art. 70 para. 2 FinSA and Art. 96 para. 3 Financial Services Ordinance (FinSO) is a challenge. This article puts the spotlight on related regulatory and civil law aspects as well as on practical solutions thereto.*

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Regulatorische Anforderungen nach Art. 70 FIDLEG
  - 1. Emission durch Banken und Wertpapierhäuser
  - 2. Emission durch Sonderzweckgesellschaften
- III. Zivilrechtliche Anforderungen am Beispiel der Pfandrechte
  - 1. Augenmerk auf die Pfandrechte
  - 2. Pfandrechte an beweglichen Sachen
  - 3. Pfandrechte an Forderungen und anderen Rechten
  - 4. Beispiele
- IV. Fazit

### I. Einleitung

Strukturierte Produkte<sup>1</sup> sind stark verbreitete Finanzinstrumente und erfreuen sich einer wachsenden Nachfrage.<sup>2</sup> Nebst den traditionellen Bankprodukten wurden strukturierte Produkte in den letzten Jahren in der Schweiz und im Ausland vermehrt von Sonderzweckgesellschaften (*Special Purpose Vehicles*; SPVs) ohne Bankgarantie emittiert. Bei der Ausgabe von strukturierten Produkten an Privatkunden (ohne ein auf Dauer angelegtes Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnis) schreiben Art. 70 Abs. 1

und 2 FIDLEG<sup>3</sup> i.V.m. Art. 96 Abs. 3 FIDLEG<sup>4</sup> jedoch vor, dass strukturierte Produkte ausreichend besichert werden. Vor diesem Hintergrund stellen sich in der Praxis regulatorische und zivilrechtliche Fragen.

In diesem Beitrag werden zunächst die regulatorischen Anforderungen an eine Sicherung von strukturierten Produkten nach FIDLEG dargelegt (Ziff. II). Ausserdem wird die zivilrechtliche Ausgestaltung dieser Sicherheiten unter schweizerischem Recht am Beispiel der (vordergründigen) Pfandrechte erläutert (Ziff. III). Abschliessend legt der Autor seine Schlussfolgerungen dar (Ziff. IV).

### II. Regulatorische Anforderungen nach Art. 70 FIDLEG

#### 1. Emission durch Banken und Wertpapierhäuser

Von Banken und Wertpapierhäusern unter Art. 70 Abs. 1 FIDLEG emittierte bzw. garantierte strukturierte Produkte stellen in der Praxis seit jeher den häufigsten Anwendungsfall dar.<sup>5</sup> In den letzten Jahren wurden aufgrund des Marktumfelds insbesondere Tracker Zertifikate mit virtuellen Währungen als Basiswerte immer beliebter (auch bei Privatkunden).<sup>6</sup> Daher gibt es heute im Markt zahlreiche strukturierte

\* Luca Bianchi, lic. iur., Rechtsanwalt, LL.M. (Northwestern), MBA (University of Hong Kong), MAS UZH in Finance.

<sup>1</sup> Vgl. Luca Bianchi, Die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen von strukturierten Produkten, GesKR 1/2016, 62 ff.

<sup>2</sup> Marktreport Express – Jährliche Informationen, <[www.six-structured-products.com/de/aktuelles/marktreport](http://www.six-structured-products.com/de/aktuelles/marktreport)> (zuletzt besucht: 2.10.2022), 1 ff.

<sup>3</sup> Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG), SR 950.1.

<sup>4</sup> Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV), SR 950.11.

<sup>5</sup> Klassische strukturierte Produkte werden i.d.R. von Banken oder Wertpapierhäusern ausgegeben. Deshalb wird vorliegend nicht auf Versicherungen eingegangen.

<sup>6</sup> Reto Luthiger/Hans Kuhn, Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen, in: Rolf H. Weber/Hans Kuhn (Hrsg.), Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht, Basel 2021, 218.

Produkte, welche von SPVs emittiert (und *nicht* von Banken oder Wertpapierhäusern garantiert) werden (z.B. Exchange Traded Products [ETPs]).<sup>7</sup>

Nach Art. 70 Abs. 1 FIDLEG dürfen strukturierte Produkte in der Schweiz oder von der Schweiz aus Privatkunden ohne ein auf Dauer angelegtes Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnis nur angeboten werden, wenn sie von einer Bank nach dem BankG<sup>8</sup>, einer Versicherung nach dem VAG<sup>9</sup>, einem Wertpapierhaus nach dem FINIG<sup>10</sup> oder einem ausländischen Institut, das einer gleichwertigen prudenziellen Aufsicht untersteht, ausgegeben, garantiert oder gleichwertig gesichert werden.<sup>11</sup> Stattdessen kommt jedoch auch eine Sicherung gemäss Art. 70 Abs. 2 FIDLEG in Frage (siehe Ziff. II.2).

## 2. Emission durch Sonderzweckgesellschaften

Alternativ zur Emission durch Banken und Wertpapierhäuser nach Art. 70 Abs. 1 FIDLEG ist die Ausgabe von strukturierten Produkten an Privatkunden durch SPVs<sup>12</sup> gemäss Art. 70 Abs. 2 FIDLEG zulässig, sofern folgende Voraussetzungen erfüllt sind.<sup>13</sup> Erstens müssen diese Produkte durch einen Finanzintermediär nach BankG, FINIG oder KAG<sup>14</sup>, ein Versicherungsunternehmen nach VAG oder ein ausländisches Institut, das einer gleichwertigen Aufsicht untersteht,

angeboten werden.<sup>15</sup> Zweitens muss eine *Sicherung* gewährleistet sein, die den Anforderungen von Art. 70 Abs. 1 FIDLEG entspricht.

Mit dem Begriff «Finanzintermediär» sind die regulierten und beaufsichtigten Banken und Finanzinstitute des BankG, FINIG und KAG (bzw. VAG) gemeint.<sup>16</sup> Insbesondere darf ein strukturiertes Produkt auch von einem (einfachen) Vermögensverwalter nach Art. 17 Abs. 1 FINIG an Privatkunden angeboten werden.<sup>17</sup>

Das Angebot wird «durch» einen Finanzintermediär erbracht, wenn ein solcher vom Emittenten als regulierter (*initial*) *Authorized Offeror* (d.h. als vom SPV autorisierter Erstanbieter) ernannt wird.<sup>18</sup> Dies setzt zivilrechtlich den Abschluss eines sog. *Authorized Offeror Agreement* voraus, bei dem es sich inhaltlich im Wesentlichen um einen Vertriebsvertrag handelt.<sup>19</sup> Nebst dem *Authorized Offeror* können in der Praxis auch *Mitvertriebsträger* oder *Untervertriebsträger* zum Einsatz kommen.<sup>20</sup>

Als «Sicherung», die den Anforderungen nach Art. 70 Abs. 1 FIDLEG entspricht, gilt *insbesondere* jede rechtlich durchsetzbare Zusicherung eines beaufsichtigten Finanzintermediärs, für die Leistungsverpflichtungen des Emittenten eines strukturierten Produkts einzustehen oder den Emittenten finanziell so auszustatten, dass dieser die Ansprüche der Anleger befriedigen kann (z. B. durch eine Garantie oder ein *Keep-well Agreement*).<sup>21</sup> *Alternativ* dazu ist die Bereitstellung einer rechtlich durchsetzbaren dinglichen Sicherheit zugunsten der Anleger ausreichend.<sup>22</sup>

Aus dem Wortlaut («insbesondere») von Art. 96 Abs. 3 FIDLEG ergibt sich, dass es sich bei dessen lit. a und b *nicht* um einen abschliessenden Katalog zulässiger Sicherheiten handelt. Mithin sind *alternativ* zu den in Art. 96 Abs. 3 lit. a und b FIDLEG genannten Sicherheiten, auch *andere* (ausreichende) Personal-

<sup>7</sup> Lucia Gomez Richa, Les produits structurés et la protection de l'investisseur, Diss. Genf 2015, 43 ff.

<sup>8</sup> Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, BankG), SR 952.0.

<sup>9</sup> Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG), SR 961.01.

<sup>10</sup> Bundesgesetz über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (Finanzinstitutsgesetz, FINIG), SR 954.1.

<sup>11</sup> Art. 70 FIDLEG ist nicht anwendbar, wenn strukturierte Produkte ausschliesslich an qualifizierte Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und 3<sup>ter</sup> KAG angeboten werden (OFK FIDLEG-Vogel/Heiz/Luthiger, Art. 70 N 8).

<sup>12</sup> Als «Sonderzweckgesellschaft» gilt gemäss Art. 96 Abs. 2 FIDLEG eine juristische Person, deren Hauptzweck die Ausgabe von Finanzinstrumenten ist. Daneben darf sie mit der Emission von Finanzinstrumenten direkt im Zusammenhang stehende Nebentätigkeiten ausüben.

<sup>13</sup> Luthiger/Kuhn (Fn. 6), 218; Daniel Häberli/Benjamin Leisinger, The dawn of crypto-linked ETPs, in: IFLR, EMEA Fintech Special Focus, 2019, 101.

<sup>14</sup> Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz, KAG), SR 951.31.

<sup>15</sup> SK FIDLEG-Häberli, Art. 70 N 33.

<sup>16</sup> Art. 70 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>17</sup> Jeremy Bacharach, Structured products under FinsA, CapLaw 3/2020, 13 f.

<sup>18</sup> Art. 70 Abs. 2 lit. a Ziff. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 17 Abs. 1 FINIG.

<sup>19</sup> Mit dem Unterschied, dass ein *Authorized Offeror* vom Emittenten formell als Dienstleistungserbringer für das Angebot der strukturierten Produkte ernannt wurde und insofern einen Teil der Transaktionsstruktur darstellt.

<sup>20</sup> BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 34.

<sup>21</sup> Art. 96 Abs. 3 lit. a FIDLEG.

<sup>22</sup> Art. 96 Abs. 3 lit. b FIDLEG.

oder Realsicherheiten denkbar.<sup>23</sup> Solche Sicherheiten können demnach (nebst Garantien oder Keep-well Agreements) auch Schuldbeitritte, Schuldübernahmen, Bürgschaften, rechtlich durchsetzbare Beistandsverpflichtungen (z.B. Patronatserklärungen), Pfandrechte, pfandrechtsähnliche Sicherheiten, Sicherungsübergabungen, Sicherungshinterlegungen, irreguläre Pfandrechte oder Rechtsformen mit gleichwertiger Wirkung nach ausländischem Recht sein.<sup>24</sup>

Allerdings ist der Wortlaut von Art. 70 FIDLEG insofern unklar, als dass gestützt darauf nicht ohne weiteres ersichtlich ist, ob die Sicherung nach Art. 70 Abs. 2 lit. b FIDLEG von einem Finanzintermediär stammen muss oder nicht. Der Gesetzgeber wollte das Marktsegment der von SPVs ausgegebenen, besicherten strukturierten Produkte im Gesetzgebungsprozess ausdrücklich zulassen.<sup>25</sup> Nach h.L. muss die Sicherung gemäss Art. 70 Abs. 2 lit. b FIDLEG daher *nicht* zwingend von einem Finanzintermediär nach Art. 70 Abs. 1 FIDLEG stammen, sondern kann auch vom SPV selbst oder einem nicht regulierten Dritten bestellt werden.<sup>26</sup>

Auch Anhang 3 FIDLEV, Ziff. 0.2.3, lit. c., welcher an prominenter Stelle im Prospekt in Fettschrift hervorgehoben einen Hinweis verlangt, wenn das strukturierte Produkt nicht von einem beaufsichtigten Institut i.S.v. Art. 70 Abs. 1 FIDLEG ausgegeben, garantiert oder gleichwertig besichert wird, deutet auf die Zulässigkeit von Sicherheiten von Nicht-Finanzintermediären hin (d.h. auch für Angebote an

Privatkunden). Mittels Produkttransparenz im Prospekt wird die Information des Anlegers sichergestellt.

Ausserdem kann sich die Frage stellen, ob sich die Sicherung nach Art. 70 Abs. 2 FIDLEG auch aus der Struktur (*strukturelle Sicherung*) bzw. der konkreten Ausgestaltung des SPVs ergeben kann (d.h. aus dessen Insolvenzfestigkeit).<sup>27</sup> In ausländischen Rechtsordnungen wie z.B. Luxemburg, Liechtenstein oder Guernsey existieren Verbriefungsgesellschaften bzw. Protected Cell Companies (PCCs), welche mittels rechtlich segregierten *Compartments* bzw. *Cells* im Konkurs des SPVs eine Absonderung des Vermögenssubstrats der relevanten Zelle eines strukturierten Produktes zu Gunsten der Anleger anstreben.<sup>28</sup>

Mit anderen Worten ist bei solchen SPVs *prima vista* unklar, ob sich eine Sicherung gemäss Art. 96 Abs. 3 FIDLEV aus der Struktur *per se* ergeben kann. Auch wenn der Wortlaut von Art. 96 Abs. 3 lit. a und b FIDLEV die strukturelle Sicherung in einer nicht abschliessenden Aufzählung nicht explizit aufführt, ist deren Zulässigkeit nach der h.L. zu bejahen (quasi i.S. einer ungeschriebenen lit. c, wobei unter Umständen auch das Eigentum (als dingliches Vollrecht) an den Vermögenswerten der *Compartments* eines SPVs (mit mehreren *Compartments*) als ausreichend gesehen werden könnte.<sup>29</sup> Im Zweifel wählen Anbieter in der Praxis nebst einer Sicherung durch segregierte *Compartments* i.d.R. eine zusätzliche Sicherung durch Pfandrechte. Die *Compartments* stellen nach h.L. keine Sondervermögen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 KAG bzw. Art. 119 KAG dar, da die SPVs mit strukturierten Produkten lediglich Fremdkapital emittieren.<sup>30</sup>

Folglich darf ein nicht reguliertes (schweizerisches oder offshore<sup>31</sup>) SPV strukturierte Produkte an Privatkunden ausgeben (und zwar *ohne* Bankgarantie), sofern die Voraussetzungen von Art. 70 Abs. 2 FIDLEG erfüllt sind.

<sup>23</sup> SK FIDLEG-Häberli, Art. 70 N 46 ff.; OFK FIDLEG-Vogel/Heiz/Luthiger, Art. 70 N 12.

<sup>24</sup> BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 30a.

<sup>25</sup> Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015, 8994; EFD, Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV), Erläuterungen, 6. November 2019, 65 f.; AmtlBull StR 2012, 734 f. zu Art. 5 Abs. 1<sup>bis</sup> aKAG [neu: Art. 70 Abs. 2 FIDLEG]: «Der Vertrieb [neu: das Angebot] strukturierter Produkte, die von Sonderzweckgesellschaften ausgegeben werden, stellt ein gutfunktionierendes Marktsegment dar und entspricht einem Marktbedürfnis. Sofern diese Produkte durch einen beaufsichtigten Finanzintermediär vertrieben [neu: angeboten] werden und eine einer Garantie gleichwertige Sicherheit gewährleistet ist, wird dem Anlegerschutz hinreichend Rechnung getragen.»

<sup>26</sup> SK FIDLEG-Häberli, Art. 70 N 43; Luthiger/Kuhn (Fn. 6), 218; BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 30a; a.M.: OFK FIDLEG-Vogel/Heiz/Luthiger, Art. 70 N 14; Bacharach (Fn. 17), 13.

<sup>27</sup> BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 30a.

<sup>28</sup> SK FIDLEG-Häberli, Art. 70 N 40 und 45; BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 30a.

<sup>29</sup> SK FIDLEG-Häberli, Art. 70 N 45; BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 30a; Luthiger/Kuhn (Fn. 6), 218.

<sup>30</sup> Thomas Jutzi/Damian Sieradzki, Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts, Bern 2022, 112 f.; SK FIDLEG-Häberli, Art. 70 N 41; BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5 N 15 ff.; vgl. auch Luca Bianchi, Die Absonderung des Fondsvermögens nach Art. 40 FINIG, Jusletter, 18.1.2021, 1 ff.

<sup>31</sup> Tiffany Ender, Effekten mit einem rechtlichen und einem wirtschaftlichen Emittenten, Diss. Zürich 2016 (=ZSP 274), 122 f.

### III. Zivilrechtliche Anforderungen am Beispiel der Pfandrechte

#### 1. Augenmerk auf die Pfandrechte

In der Marktpraxis für strukturierte Produkte werden (nebst der Garantie) regelmässig auf Pfandrechten basierende Sicherungen verwendet.<sup>32</sup> Nachstehend werden vor diesem Hintergrund primär die Pfandrechte nach Art. 884 ff. ZGB (bzw. Art. 899 ff. ZGB) betrachtet.<sup>33</sup> Andere nach Art. 70 Abs. 2 FIDLEG denkbare Sicherungen (vgl. Ziff. II) werden – mit Ausnahme einiger Hinweise zur Sicherungsübereignung – nicht untersucht.

Pfandrechte sind *beschränkte dingliche Rechte* und *Sicherungsrechte*.<sup>34</sup> Das Pfandrecht ist ein dingliches Recht, welches konkursbeständig ist und das *Verwertungsrecht* am Sicherungsgegenstand mitumfasst.<sup>35</sup> Der Berechtigte hat die Befugnis, den Pfandgegenstand bei einer Nichtbezahlung der gesicherten Schuld verwerten zu lassen und sich aus dem Verwertungserlös entschädigen zu lassen.<sup>36</sup>

Als Alternative zu Pfandrechten wird bei anderen Transaktionsarten ausserhalb der Produktgattung der strukturierten Produkte (z. B. bei Finanzierungen) die Sicherungsübereignung bzw. -zession verwendet.<sup>37</sup> Es stellt sich daher die Frage, ob die Sicherungsübereignung bzw. -zession nicht auch bei strukturierten Produkten zum Einsatz kommen könnte. Unter einer Sicherungsübereignung wird ein fiduziarisches Rechtsgeschäft verstanden, bei dem der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer zur Sicherung

einer Forderung das Eigentum an einer beweglichen Sache überträgt.<sup>38</sup> Im Unterschied zum Pfandrecht geht bei der Sicherungsübereignung das Eigentum am Sicherungsgegenstand auf den Gläubiger über.<sup>39</sup> Auch bei der Sicherungszession geht die als Sicherheit dienende Forderung auf den Gläubiger über.<sup>40</sup>

Ausserdem sind die Sicherungsübereignung und die Sicherungszession nicht akzessorisch.<sup>41</sup> Mit der Tilgung der gesicherten Forderung ist (im Unterschied zum Pfand) der Untergang des Sicherungsrechts nicht sichergestellt. Bei der Sicherung von strukturierten Produkten sind solche Charakteristiken i. d. R. nicht erwünscht.

Im Bereich der strukturierten Produkte haben der Emittent und dessen Dienstleister zudem generell eine aktivere Rolle und stärkere Stellung als die Schuldner bzw. Sicherungsgeber bei Finanzierungen.<sup>42</sup> Daher sind Pfandrechte für die Sicherung von strukturierten Produkten häufig die bevorzugte Lösung.

#### 2. Pfandrechte an beweglichen Sachen

Ein Fahrnispfand ist die als beschränktes dingliches Recht ausgestaltete Befugnis des Pfandgläubigers, sich bei der Nichtbefriedigung für eine Forderung aus dem Erlös einer fremden beweglichen Sache oder einer Forderung bzw. eines anderen fremden Rechts bezahlt zu machen.<sup>43</sup> Bei einem Faustpfand kann Fahrnis, wo das Gesetz keine Ausnahme macht, nur dadurch verpfändet werden, dass dem Pfandgläubiger der Besitz an der Pfandsache übertragen wird (Art. 884 Abs. 1 ZGB).

Nach der Lehre gelten für das Fahrnispfandrecht allgemeine Grundsätze.<sup>44</sup> Das Akzessorietätsprinzip besagt, dass das Fahrnispfandrecht vom Bestand des gesicherten strukturierten Produkts abhängig ist.<sup>45</sup> Weiter muss das Fahrnispfand nach dem Publizitätsprinzip äusserlich erkennbar sein, wobei regelmässig am Besitz angeknüpft wird.<sup>46</sup> Das Faustpfand-

<sup>32</sup> Die Sicherungsgegenstände bestehen häufig aus kotierten Aktien, Anleihen oder Buchgeld. Es werden jedoch auch strukturierte Produkte mit alternativen Anlagen als Sicherheiten nachgefragt. Insbesondere kann es sich dabei auch um illiquide Anlagen wie nicht kotierte Aktien (Private Equity), Kredite (Private Debt), digitale Vermögenswerte, virtuelle Währungen, Immobilien und dergleichen handeln.

<sup>33</sup> Diese Bestimmungen sind *a priori* nur massgebend, sofern auf das Pfandrecht überhaupt schweizerisches Recht anwendbar ist.

<sup>34</sup> Jörg Schmid/Bettina Hürlimann-Kaup, Sachenrecht, 5. Aufl., Zürich 2017, 443.

<sup>35</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 2.

<sup>36</sup> Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 443.

<sup>37</sup> Ronald Kogens/Mark Montanari, Möglichkeiten zur rechtsgeschäftlichen Begründung von Sicherungsrechten an Kryptowährungen als unkörperliche Gegenstände *sui generis* unter geltendem Recht, SZW 4/2021, 466; BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 899 N 8 f.

<sup>38</sup> Hans Kuhn, Schweizerisches Kreditsicherungsrecht, Bern 2011, 230; BSK ZGB-Bauer/Bauer, Vorbemerkung zu Art. 884 N 32.

<sup>39</sup> Kuhn (Fn. 38), 231.

<sup>40</sup> Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 638 f.

<sup>41</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 899 N 14.

<sup>42</sup> Vgl. BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 899 N 8.

<sup>43</sup> M.w.H. BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 1.

<sup>44</sup> Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 586 ff.

<sup>45</sup> Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 586 f.

<sup>46</sup> Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 587.

prinzip setzt für die Pfandbegründung eine Besitzübergabe voraus.<sup>47</sup> Solange der Verpfänder die ausschliessliche Gewalt über die Sache behält, ist das Pfandrecht demnach nicht begründet.<sup>48</sup> Das Faustpfandprinzip gilt jedoch nicht absolut, und das Gesetz kann Ausnahmen vorsehen.<sup>49</sup> Ausserdem werden in der Literatur das Prinzip des öffentlichen Glaubens, das Spezialitätsprinzip, das Prinzip der Unteilbarkeit der Pfandhaftung, das Prinzip der Alterspriorität und das Kontrollprinzip erwähnt.<sup>50</sup>

Voraussetzungen für die gültige Bestellung eines Faustpfandes sind ein Erwerbsgrund und ein Erwerbsakt.<sup>51</sup> Erforderlich ist der Abschluss eines Pfandvertrags, der Bestand einer Forderung, die Einräumung des Pfandbesitzes sowie die Verfügungsbefugnis des Pfandgebers (oder der gute Glaube des Pfandgläubigers).<sup>52</sup>

Die Besitzübertragung untersteht den Regeln des Besitzesrechts (Art. 922 ff. ZGB).<sup>53</sup> Naheliegend ist die Besitzübertragung durch die Übergabe der Sache selbst, d.h. die Tradition nach Art. 922 Abs. 1 ZGB. Doch das Gesetz anerkennt in verschiedenen Fällen die Möglichkeit, den Besitz mittels Traditionssurrogaten zu übertragen, wobei für eine Übertragung des Pfandbesitzes nur die Besitzanweisung (Art. 924 Abs. 1 ZGB) tauglich ist.<sup>54</sup> Demgegenüber ist es nicht zulässig, Pfandbesitz mittels Besitzkonstitut wirksam zu begründen.<sup>55</sup>

Nach Art. 884 Abs. 3 ZGB wird verlangt, dass der Verpfänder, wenn er Besitzer bleibt, von der Ausübung der ausschliesslichen Gewalt über die Sache ausgeschlossen sein muss.<sup>56</sup> Nur die Aufgabe der ausschliesslichen Sachherrschaft durch den Verpfänder begründet demnach den Pfandbesitz auf Seiten des Pfandnehmers.<sup>57</sup> Das

bedeutet, dass der Verpfänder nicht selbständig (d.h. unter Ausschluss des Pfandgläubigers) über die Pfandsache darf körperlich verfügen können.<sup>58</sup> Insbesondere ist es aber ausreichend, wenn Pfandgläubiger und Pfandgeber die Sachherrschaft nur gemeinsam ausüben können (Gesamtbesitz).<sup>59</sup>

Für den Pfandbesitz grundsätzlich nicht ausreichend ist hingegen, dass Pfandnehmer und Pfandgeber den Besitz unabhängig voneinander ausüben können (Mitbesitz).<sup>60</sup> Dementsprechend darf der Verpfänder nicht das alleinige Verfügungsrecht über die Sache behalten.<sup>61</sup> Nach der Literatur genügt es, wenn der Sicherungsgegenstand bei einer Bank auf den Namen des Verpfänders hinterlegt ist und die Rückgabe nur mit Zustimmung des Pfandgläubigers erfolgen darf.<sup>62</sup>

Nach Art. 924 Abs. 1 ZGB kann Pfandbesitz jedoch auch ohne Übergabe des Besitzes begründet werden, wenn ein Dritter aufgrund eines besonderen Rechtsverhältnisses im Besitz der Sache verbleibt, jedoch angewiesen wird, die Sache auch für den Pfandgläubiger zu besitzen (*Besitzanweisung*).<sup>63</sup> Die Besitzanweisung setzt voraus, dass sich der Sicherungsgegenstand nicht beim Verpfänder, sondern bei einem Dritten (z.B. bei einer Bank oder einem Treuhänder) befindet.<sup>64</sup> Der Sicherungsnehmer erwirbt dabei den Pfandbesitz, sobald er sich mit dem Verpfänder geeinigt hat (sog. Besitzanweisungsvertrag) und dem Dritten die Anweisung angezeigt wurde.<sup>65</sup>

Die Besitzanweisung ist auch auf die Übertragung von Wertpapieren anwendbar und erleichtert die Verpfändung, da die auf einer Bank deponierten Titel ohne lästige Umtriebe verpfändet werden können.<sup>66</sup>

Voraussetzungen für die Verpfändung durch Besitzanweisung sind bestehender unmittelbarer Besitz des Dritten, der aufgrund eines besonderen Rechtsverhältnisses weiterhin andauert, Tauglichkeit des Besitzes des Dritten zum Pfandbesitz, Vereinbarung zwischen Verpfänder und Gläubiger (oft im Pfandvertrag enthalten) und (ausdrückliche oder konkludente) Anzeige an den Dritten vom Besitzerwerb des Gläubiger.

<sup>47</sup> Art. 884 Abs. 1 ZGB; vgl. *Mirjam Eggen/Cornelia Stengel*, Die Finanzierung von Objekten in digitalen Geschäftsmodellen, AJP 11/2019, 1134 ff.

<sup>48</sup> Art. 884 Abs. 3 ZGB.

<sup>49</sup> *Eggen/Stengel* (Fn. 47), 1134 ff.; *Schmid/Hürlimann-Kaup* (Fn. 34), 588.

<sup>50</sup> M.w.H. *Andrea Zbinden*, Das Pfandrecht an Aktien, Diss. Bern 2010 (=ASR 773), 11 ff. und 16 f.

<sup>51</sup> *Schmid/Hürlimann-Kaup* (Fn. 34), 592 f.

<sup>52</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 3 und 13 f.

<sup>53</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 59.

<sup>54</sup> *Kuhn* (Fn. 38), 217 f.

<sup>55</sup> *Schmid/Hürlimann-Kaup* (Fn. 34), 588; *Kuhn* (Fn. 38), 219.

<sup>56</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 59.

<sup>57</sup> *Johannes A. Bürgi/Elisabeth Moskriz*, Pfandbasierte Kreditfinanzierungen, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Kreditrecht, Basel 2010, 118; BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 59.

<sup>58</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 60.

<sup>59</sup> *Schmid/Hürlimann-Kaup* (Fn. 34), 30 und 594.

<sup>60</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 60.

<sup>61</sup> *Kuhn* (Fn. 38), 220; BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 63.

<sup>62</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 558; *Kuhn* (Fn. 38), 220.

<sup>63</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 71.

<sup>64</sup> *Kuhn* (Fn. 38), 218.

<sup>65</sup> *Kuhn* (Fn. 38), 218.

<sup>66</sup> BSK ZGB-Ernst, Art. 924 N 1; ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 884 N 254.

gers.<sup>67</sup> Die Vereinbarung kann durch einen Stellvertreter nach Art. 32 Abs. 1 OR abgeschlossen werden.<sup>68</sup> Mit Inkrafttreten des Besitzanweisungsvertrags gilt der Besitz gegenüber dem Sicherungsnehmer als übertragen.<sup>69</sup>

Bei der Besitzanweisung liegt demnach ein gestuftes Besitzverhältnis vor, bei dem ein selbständiger mittelbarer Besitzer die Sache dem Gewahrsam eines Dritten überlässt, welcher unselbständigen unmittelbaren Besitz daran hat.<sup>70</sup> Dabei hat der Verpfänder mittelbaren Besitz, wobei der unmittelbare Besitz einem Dritten überlassen und dem Pfandgläubiger zugesichert wird, dass der Dritte den Besitz nunmehr für den Gläubiger ausübt, wodurch letzterer selbständigen mittelbaren Besitz erwirbt.<sup>71</sup>

Eine Gestaltungsmöglichkeit ist die Ausübung des Pfandbesitzes durch einen Vertreter des Gläubigers oder Dritten (Pfandhalterschaft).<sup>72</sup> Der Sicherungsgegenstand wird dem Pfandhalter mit der Bestimmung anvertraut, die Sache dem einen nur mit Zustimmung des anderen herauszugeben.<sup>73</sup> Der Pfandhalter übt den Besitz am oder die Kontrolle über den Sicherungsgegenstand für den Sicherungsgeber und den Sicherungsnehmer aus.<sup>74</sup> Dabei ist es nach der Lehre ausreichend, wenn die Pfandgegenstände bei einer Bank auf den Namen des Verpfänders hinterlegt sind und dieser dieselben nur mit Zustimmung des Pfandgläubigers zurücknehmen kann.<sup>75</sup> Die mit einem Pfandhalter abgeschlossene Vereinbarung ist i.d.R. ein Vertrag zwischen dem Pfandhalter, Gläubiger und Verpfänder. Es ist jedoch auch ausreichend, wenn eine solche Vereinbarung zwischen dem Pfandhalter und Verpfänder abgeschlossen wird.<sup>76</sup> Wird ein Pfandrecht mittels Besitzanweisung bestellt, kommt dem Angewiesenen entweder eine pfandhalterschaftsähnliche Rechtsstellung oder diejenige eines Pfandhalters zu.<sup>77</sup>

Mit einer Surrogationsklausel kann vereinbart werden, dass der Verpfänder einer Sachgesamtheit (z.B. einem Wertpapierdepot) einzelne Sachen aus

der Pfandhaft herauslösen und durch andere ersetzen darf.<sup>78</sup> Dies kann bei aktiv verwalteten Zertifikaten (AMCs) mit diskretionär verwalteten Basiswerten von Bedeutung sein.<sup>79</sup>

Die Verwertung eines Faustpfandes nach SchKG<sup>80</sup> erfolgt im Normalfall in einem Zwangsvollstreckungsverfahren, d.h. in der Betreuung auf Pfandverwertung.<sup>81</sup> Daneben gibt es jedoch die Möglichkeit, dass die Parteien eine Privatverwertung oder gar einen Selbsteintritt des Pfandgläubigers vereinbaren.<sup>82</sup>

Das Betreibungsverfahren auf Pfandverwertung wird aufgehoben, wenn über den Schuldner der Konkurs eröffnet wird.<sup>83</sup> Bei einem Konkursverfahren werden pfandbehaftete Vermögenswerte unter Vorbehalt des den Pfandgläubigern gesicherten Vorzugsrechts zur Konkursmasse gezogen.<sup>84</sup> Durch den Konkurs fällt auch das Recht auf Privatverwertung dahin.<sup>85</sup> Der Erlös aus dem pfandbehafteten Vermögenswert ist in erster Linie den Pfandgläubigern auszuhändigen.<sup>86</sup>

### 3. Pfandrechte an Forderungen und anderen Rechten

#### 3.1 Forderungen und andere Rechte

Forderungen und andere Rechte können verpfändet werden, wenn sie übertragbar sind (Art. 899 Abs. 1 ZGB). Das Pfandrecht an ihnen steht, sofern nichts anderes geregelt ist, unter den Bestimmungen über das Faustpfand (Art. 899 Abs. 2 ZGB). Beim Forderungs- bzw. Rechtspfandrecht handelt es sich trotz des Umstandes, dass das Pfandobjekt keine Sache darstellt, um ein beschränktes dingliches Recht.<sup>87</sup>

Zur Verpfändung einer Forderung, für die keine Urkunde oder nur ein Schuldschein besteht, bedarf es der schriftlichen Abfassung des Pfandvertrags und

<sup>67</sup> ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 884 N 257 ff.

<sup>68</sup> BSK ZGB-Ernst, Art. 924 N 8.

<sup>69</sup> BSK ZGB-Ernst, Art. 924 N 9.

<sup>70</sup> ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 884 N 254; Kuhn (Fn. 38), 218.

<sup>71</sup> ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 884 N 254; Kuhn (Fn. 38), 218.

<sup>72</sup> ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 884 N 216; Kuhn (Fn. 38), 220.

<sup>73</sup> ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 884 N 216.

<sup>74</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 558; Kuhn (Fn. 38), 220.

<sup>75</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 558.

<sup>76</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 558.

<sup>77</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 562.

<sup>78</sup> M.w.H. BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 35a.

<sup>79</sup> Vgl. Luca Bianchi, The Rise of Actively Managed Certificates, CapLaw 2/2015, 23 ff.

<sup>80</sup> Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG), SR 281.1.

<sup>81</sup> Art. 151 ff. SchKG.

<sup>82</sup> Kuhn (Fn. 38), 225.

<sup>83</sup> Art. 206 Abs. 1 SchKG; Kuhn (Fn. 38), 225.

<sup>84</sup> Art. 198 SchKG.

<sup>85</sup> Kuhn (Fn. 38), 225.

<sup>86</sup> Art. 256 Abs. 2 i.V.m. Art. 219 Abs. 1–3 SchKG; BSK SchKG-Hunkeler, Art. 198 N 12.

<sup>87</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 899 N 4; ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 899 N 4 ff.

ggf. der Übergabe des Schuldscheines (Art. 900 Abs. 1 ZGB). Zur Verpfändung anderer Rechte bedarf es nebst dem schriftlichen Pfandvertrag der Einhaltung der Form, die für die Übertragung vorgesehen ist (Art. 900 Abs. 3 ZGB).

Pfandrechte können nach der Literatur und Praxis auch an Bankkonten bzw. am Anspruch des Bankkunden auf Rückzahlung des Kontoguthabens (Buchgeld) bestellt werden.<sup>88</sup> Zur Sicherung von strukturierten Produkten bietet es sich an, Sicherheitenkonten zu verwenden, welche auch ein Wertschriftendepot umfassen (siehe Ziff. III.3.b). In diesen Konstellationen ist es sachgerecht, dass ein Sicherheitenkonto (bzw. Depot) einem strukturierten Produkt zugeordnet werden kann.

### 3.2 Wertpapiere

Für die Verpfändung von Wertpapieren gilt eine spezielle Bestimmung (vgl. Art. 901 ZGB). Bei Wertpapieren ist die Übertragung des Besitzes ausreichend, wenn es sich um Inhaberpapiere, Ordrepapiere mit Blankoindossament oder Namenpapiere mit Blankozession handelt.<sup>89</sup> Bei Inhaberpapieren genügt zur Verpfändung die Übertragung der Urkunde an den Pfandgläubiger.<sup>90</sup> Bei anderen Wertpapieren bedarf es der Übergabe der Urkunde i.V.m. einem Indossament oder mit einer Abtretungserklärung.<sup>91</sup>

Ein Spezialfall der Verpfändung ist das Pfandrecht an Wertschriftendepots. Bei den Wertpapieren handelt es sich z.B. um Inhaberpapiere oder blanko indossierte Ordrepapiere bzw. entsprechende Zertifikate, die sich physisch in einer bankinternen oder -externen Sammelverwahrungsstelle befinden.<sup>92</sup> Gegenstand des Pfandrechts bei Wertschriftendepots kann der Miteigentumsanteil des Bankkunden am Sammeldepotbestand bilden, wobei eine Verpfändung nach Art. 884 ZGB erfolgt.<sup>93</sup> Unter Umständen bildet aber der obligatorische bzw. dingliche Herausgabeanspruch des Kunden gegen die Bank den Pfand-

gegenstand, womit sich das Pfandrecht nach Art. 900 ZGB richtet.<sup>94</sup> Falls es sich um Bucheffekten handelt, kann das BEG zur Anwendung kommen.<sup>95</sup>

### 3.3 Bucheffekten

Unter *Bucheffekten* i.S.d. Bucheffektengesetzes (BEG)<sup>96</sup> werden auf Wertpapieren oder Wertrechten beruhende vertretbare Forderungs- und Mitgliedschaftsrechte verstanden, die auf einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und über welche der Kontoinhaber verfügen kann.<sup>97</sup> Als Bucheffekte gilt auch jedes nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrument und jedes Recht an einem solchen Finanzinstrument, dem nach diesem ausländischen Recht eine vergleichbare Funktion zukommt.<sup>98</sup>

Die Verpfändung von Bucheffekten richtet sich ausschliesslich nach dem BEG.<sup>99</sup> Diese kann demnach auf mehrere Arten erfolgen.<sup>100</sup> Einerseits kann ein Pfandrecht mittels Verfügung durch Gutschrift nach Art. 24 BEG begründet werden. Über Bucheffekten wird durch Weisung des Kontoinhabers an die Verwahrungsstelle, die Bucheffekten zu übertragen, und Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto des Erwerbers verfügt.<sup>101</sup>

Alternativ dazu kann über Bucheffekten auch mittels *Kontrollvereinbarung* nach Art. 25 BEG verfügt werden. Hierfür muss der Kontoinhaber mit der Verwahrungsstelle unwiderruflich vereinbaren, dass diese die Weisungen des Erwerbers ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung des Kontoinhabers auszuführen hat. Für Bucheffekten bewirkt die für die Bestellung einer Sicherheit vorgesehene «unwiderrufliche Vereinbarung» des Sicherungsgebers mit der Verwahrungsstelle den Verlust der ausschliesslichen Gewalt über die Bucheffekten.<sup>102</sup> Die Verfügung kann sich auf bestimmte, auf alle oder auf einen wertmässig bestimmten Anteil der Bucheffekten beziehen, die

<sup>88</sup> BGer 4A\_81/2016 vom 3. Oktober 2016 E. 2.4.1; BGer 5A\_702/2014 vom 31. August 2015 E. 3.5.3 ff.; Kuhn (Fn. 38), 450, 514 f. und 517 f.; Roland Fischer/Hannes Kieser, Die Privatverwertung von Pfandrechten an Aktien, GesKR 3/2019, 3; ZK ZGB-Oftinger/Bär, Art. 899 N 80.

<sup>89</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 62.

<sup>90</sup> Art. 901 Abs. 1 ZGB.

<sup>91</sup> Art. 901 Abs. 2 ZGB.

<sup>92</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 81.

<sup>93</sup> BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 131.

<sup>94</sup> BGE 105 III 117 ff.; BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 81; BK ZGB-Zobl, Art. 884 N 131.

<sup>95</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 81.

<sup>96</sup> Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz, BEG), SR 957.1.

<sup>97</sup> Vgl. Art. 3 Abs. 1 lit. a und b BEG.

<sup>98</sup> Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG.

<sup>99</sup> Art. 901 Abs. 3 ZGB.

<sup>100</sup> Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 616 f.

<sup>101</sup> Art. 24 Abs. 1 lit. a und b BEG.

<sup>102</sup> Art. 25 Abs. 1 BEG; BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 884 N 62; Schmid/Hürlimann-Kaup (Fn. 34), 616.

einem Effektenkonto gutgeschrieben sind.<sup>103</sup> Anstelle des Faustpfandprinzips tritt hier das Kontrollprinzip, wonach die Innehabung der Sicherheit mit der Kontrolle über den Sicherungsgegenstand einhergeht.<sup>104</sup>

### 3.4 Registerwertrechte

Zur Reduktion von Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit digitalen Vermögenswerten wurden im schweizerischen Recht die neuen Registerwertrechte nach Art. 973d ff. OR eingefügt.<sup>105</sup> Ein solches Registerwertrecht ist ein Recht, welches gemäss einer Vereinbarung der Parteien in einem Wertrechtregister eingetragen ist und nur über dieses Wertrechtregister geltend gemacht und auf andere übertragen werden kann.<sup>106</sup>

Die Übertragung eines Registerwertrechts untersteht den Regeln der Registrierungsvereinbarung.<sup>107</sup> Eine Sicherheit an Registerwertrechten kann jedoch auch ohne Übertragung des Registerwertrechts errichtet werden, wenn die Sicherheit im Wertrechtregister ersichtlich ist und gewährleistet ist, dass im Falle der Nichtbefriedigung ausschliesslich der Sicherungsnehmer über das Registerwertrecht verfügen kann.<sup>108</sup>

Im Übrigen richtet sich das Pfandrecht an Registerwertrechten nach den für Wertpapiere geltenden Bestimmungen über das Pfandrecht an Forderungen und anderen Rechten (siehe Art. 899–906 ZGB und Ziff. III.3.a–b oben).<sup>109</sup>

Im Ergebnis kann es im Bereich der Sicherung von innovativen strukturierten Produkten zu anspruchsvollen Rechtsfragen kommen. Deren Beurteilung erfordert ein gewisses Augenmass.

### 3.5 Spezialfall: Virtuelle Währungen

Virtuelle Währungen können als dezentral konzipierte Internetwährungen verstanden werden.<sup>110</sup> Die Verfügungsmacht darüber wird mit dem *Private Key* ausgeübt.<sup>111</sup> Aufgrund der schwierigen rechtlichen Qualifikation von virtuellen Währungen ist auch die Zulässigkeit von Pfandrechten daran in der Literatur und Praxis umstritten.<sup>112</sup>

Pfandrechte an virtuellen Währungen sollen nach *Kogens/Montanari* nicht zulässig sein, weil ein beschränktes dingliches Recht an Kryptowährungen in Form eines Pfandrechts mangels Sachqualität sowie mangels Qualität als Forderung oder als anderes Recht nicht errichtet werden könne.<sup>113</sup> Demgegenüber argumentieren *Bärtschi/Meisser* in analoger Anwendung sachenrechtlicher Prinzipien tendenziell für die Zulässigkeit von Pfandrechten an virtuellen Währungen.<sup>114</sup> Es besteht eine gewisse Rechtsunsicherheit.

Folglich ist es bei der Sicherung von strukturierten Produkten angezeigt, sicherheitshalber vor allem auch das Sicherheitenkonto, auf dem die virtuellen Währungen i.d.R. eingebucht werden, zu verpfänden (analog zur Verpfändung eines Bankkontos oder Depots<sup>115</sup>).

## 4. Beispiele

Erstens bietet die SIX Swiss Exchange in der Praxis die Sicherungslösung der sog. COSI® – Collateral Secured Instruments an.<sup>116</sup> Diese Sicherung für strukturierte Produkte basiert auf einem Rahmenvertrag für pfandbesicherte Zertifikate, den der Emittent und der Sicherungsgeber mit SIX Swiss Exchange und SIX

<sup>103</sup> Art. 25 Abs. 2 BEG.

<sup>104</sup> BSK ZGB-Bauer/Bauer, Art. 901 N 10.

<sup>105</sup> Hans Kuhn/Cornelia Stengel/Luzius Meisser/Rolf H. Weber, Wertrechte als Rechtsrahmen für die Token-Wirtschaft, Jusletter, 23.5.2019, 1 ff.

<sup>106</sup> Art. 973d Abs. 1 Ziff. 1 und 2 OR; Cornelia Stengel, Blockchain/Distributed Ledger Technology – Eine zivilrechtliche Betrachtung, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Innovation und Disruption: Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung und Blockchain, Zürich 2021, 147.

<sup>107</sup> Art. 973f Abs. 1 OR.

<sup>108</sup> Art. 973g Abs. 1 Ziff. 1 und 2 OR.

<sup>109</sup> Art. 973g Abs. 2 Ziff. 2 OR.

<sup>110</sup> Luzius Meisser/Christian Meisser/Ronald Kogens, Verfügungsmacht und Verfügungsrecht an Bitcoins im Konkurs, Jusletter IT, 24.5.2018, 3.

<sup>111</sup> Meisser/Meisser/Kogens (Fn. 110), 3; Lukas Müller/Malik Ong, Aktuelles zum Recht der Kryptowährungen, AJP 2/2020, 200.

<sup>112</sup> *Bejahend*: Harald Bärtschi/Christian Meisser, Virtuelle Währungen aus finanzmarkt- und zivilrechtlicher Sicht, in: Rolf H. Weber/Florent Thouvenin (Hrsg.), Rechtliche Herausforderungen durch webbasierte und mobile Zahlungssysteme, Zürich 2015, 148; *verneinend*: Samuel Zogg, Bitcoin als Rechtsobjekt, recht 2/2019, 117; *Kogens/Montanari* (Fn. 37), 461 ff.

<sup>113</sup> *Kogens/Montanari* (Fn. 37), 467 f.

<sup>114</sup> *Bärtschi/Meisser* (Fn. 112), 148.

<sup>115</sup> Vgl. dazu Ziff. III.3.1 und III.3.2 oben.

<sup>116</sup> *Bianchi* (Fn. 1), 67; *Gomez Richa* (Fn. 7), 40 ff.



SIS abschliessen.<sup>117</sup> Falls im Rahmenvertrag festgelegte Verwertungsfälle eintreten, werden die Sicherheiten liquidiert. Der Rahmenvertrag ist in Bezug auf das Verhältnis zum Anleger als echter Vertrag zu Gunsten Dritter ausgestaltet (Art. 112 Abs. 2 OR).

Zweitens bietet die SIX die sog. Triparty Collateral Management (TCM)-Sicherungslösung an.<sup>118</sup> Der Collateral Agent ist gemäss TCM-Vertrag direkter Stellvertreter des Sicherungsnehmers (bzw. der Anleger).

Ausserdem haben in der Praxis diverse andere Anbieter (z.B. von ETPs) Sicherungsstrukturen entwickelt, welche sich z.T. an der TCM-Sicherung der SIX anlehnen. Für strukturierte Produkte haben sich bisher vor allem pfandbasierte Sicherungsstrukturen etabliert, bei denen Sicherheiten auf einem Collateral Account bei einem Custodian hinterlegt und basierend auf einem Collateral Agreement von einem Collateral Agent sichergestellt werden. Bei Bucheffekten kann zudem ein Control Agreement zum Einsatz kommen.

Folglich gibt es auf Pfandrechten basierende Sicherungsstrukturen, welche im Bereich der strukturierten Produkte verwendet werden können, wenn sie für das Angebot an Privatkunden die regulatorischen Anforderungen des Art. 70 Abs. 2 FIDLEG erfüllen. Zudem sind weitere innovative Lösungsansätze denkbar.

#### IV. Fazit

Aufgrund des Trends zur Emission von strukturierten Produkten durch SPVs werden deren Sicherungen in der Praxis zunehmend massgeschneidert. In Zukunft dürfte es bei der Sicherung von strukturierten Produkten weiterhin spannende Rechtsfragen geben (insbesondere im Zusammenhang mit digitalen Vermögenswerten). Auch die Sicherung von DLT-basierten Finanzprodukten stellt eine neuere Entwicklung und Herausforderung dar.<sup>119</sup> Die Funktionsweise von strukturierten Produkten wird durch deren Sicherung jedoch i.d.R. nicht angetastet.

Im Unterschied zu ausländischen PCCs hat eine AG nach schweizerischem Recht keine rechtlich segregierten Compartments. Pfandrechte an den Basiswerten eines strukturierten Produkts bieten Anlegern zwar ebenfalls eine Sicherung, doch würde es in der Schweiz deren Stellung zusätzlich stärken, wenn Compartments im Konkurs separate rechtliche Einheiten wären. Daher ist die Einführung einer PCC nach schweizerischem Recht dringend empfehlenswert. Zur Steigerung der Rechtssicherheit und Reduktion der Komplexität von Sicherungsstrukturen ist es zudem wünschenswert, dass Art. 96 Abs. 3 FIDLEG in einer neuen Litera explizit um die Zulässigkeit der strukturellen Sicherung ergänzt wird.

<sup>117</sup> SIX Swiss Exchange, Investieren mit minimalem Emittentenrisiko COSI® – Pfandbesicherte Zertifikate im Detail, 2, abrufbar: <[www.six-structured-products.com/de/wissen/cosi-pfandbesicherte-zertifikate/uebersicht](http://www.six-structured-products.com/de/wissen/cosi-pfandbesicherte-zertifikate/uebersicht)> (zuletzt besucht: 2.10.2022).

<sup>118</sup> Vgl. <[www.six-group.com/dam/download/securities-services/securities-finance/tri-party-collateral-management/six-factsheet-tcm-structured-products.pdf](http://www.six-group.com/dam/download/securities-services/securities-finance/tri-party-collateral-management/six-factsheet-tcm-structured-products.pdf)> (zuletzt besucht: 2.10.2022).

<sup>119</sup> Vgl. Rolf H. Weber/Rainer Baisch, DLT-basierte Finanzprodukte, SZW 6/2021, 683 ff.