

FELIX-JULIUS KONOW

Stablecoins und Aufsichtsrecht

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung*

51

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

51



Felix-Julius Konow

Stablecoins und Aufsichtsrecht

Die Regulierung von E-Geld-Token der MiCAR
zwischen Buchgeld, E-Geld und Geldmarktfonds

Mohr Siebeck

Felix-Julius Konow, geboren 1997; Studium der Rechtswissenschaft an der Goethe-Universität Frankfurt am Main; 2022 Erste Juristische Prüfung; 2025 Promotion; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht an der Goethe-Universität Frankfurt am Main; Rechtsreferendariat im Bezirk des OLG Frankfurt am Main; Gastdozent an der Université Lumière Lyon 2.
orcid.org/0009-0005-0436-6928

D 30

ISBN 978-3-16-200172-6 / eISBN 978-3-16-200173-3

DOI 10.1628/978-3-16-200173-3

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2026 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier. Satz: SatzWeise, Bad Wünnenberg.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main im Wintersemester 2024/2025 als Dissertation angenommen und im Sommersemester 2025 verteidigt. Sie ist auf dem Bearbeitungsstand von Oktober 2025.

Von ganzem Herzen danken möchte ich meiner Doktormutter Frau Prof. Dr. Katja Langenbacher. Sie hat mich von Anfang an in meinem Promotionsvorhaben herausragend betreut und gefördert. Ihre Freude und Begeisterung an aktuellen Themenfeldern und Entwicklungen haben mich gleichermaßen angesteckt. Ihre Herangehensweise an juristische Fragestellungen und die gemeinsamen Diskussionen haben mir immer wieder wichtige Impulse für meine Arbeit gegeben. Daher war auch meine Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an ihrem Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht im House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt am Main für mich sehr lehrreich. Für diese bereichernde und schöne Zeit danke ich ihr und allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern am Lehrstuhl. Dies gilt im Besonderen für meine Freunde und Kollegen Jan Sehorz, mit dem mich eine von Vertrauen, Humor und vielen hilfreichen Gesprächen geprägte enge Zusammenarbeit über die gesamte Zeit am Lehrstuhl verbindet, Dr. Aurelia Birne, Dr. Maximilian Höflich, Marvin McConvey, Dominika Steinbach und Dr. Philipp Tilk.

Prof. Dr. Roland Broemel danke ich für die Übernahme des Zweitgutachtens und die anregende Diskussion zum Themenfeld des Digitalen Euro. Prof. Dr. Andreas Cahn habe ich für die Übernahme des Vorsitzes im Prüfungsausschuss zu danken. Den Herausgebern der Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme dieser Arbeit.

Dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft danke ich herzlich für die großzügige Förderung meiner Promotion durch ein Promotionsstipendium. Ebenso danke ich der Stiftung Geld und Währung für die großzügige Unterstützung durch einen Druckkostenzuschuss. Ferner bedanke ich mich für die Auszeichnung dieser Arbeit mit dem Baker McKenzie-Preis 2025.

Mein größter Dank gilt meiner Familie. Meine Eltern Barbara und Karl-Stefan Konow und meine Schwester Katharina Konow haben mich zu jedem Zeitpunkt auf meinem Lebensweg mit ihrem unermüdlichen Zuspruch, ihrer Geduld und ihrem Vertrauen stets begleitet und unterstützt. Ihr bedingungsloser Rückhalt ist für mich die wertvollste Stütze, die ich niemals für selbstverständlich nehmen werde. Ihnen möchte ich diese Arbeit widmen.

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Abbildungsverzeichnis	XXVII
1. Teil: Phänomenon und Grundlagen der Emission von Stablecoins	1
§ 1 Prolog: Grundzüge privater Geldemission	3
§ 2 Phänomenon Stablecoins	19
§ 3 Einführung in die Grundlagen der Stablecoin-Emission	49
2. Teil: Rechtliche Regulierungsansätze privater Geldformen	105
§ 4 Ausgestaltung des Anspruchs des Kunden gegen den Emittenten	107
§ 5 Vertrauenssichernde Elemente des Rechts durch Sicherungs- anforderungen für die eingezahlten Geldbeträge	151
3. Teil: Die systemische Gefahr vertrauensverlustbedingter E-Geld-Token- Anstürme und die Notwendigkeit effektiver, systemumstellender Lösungs- mechanismen	225
§ 6 Die systeminhärente Schwachstelle der E-Geld-Token	227
§ 7 Lösungsmechanismen des systeminhärenten Dilemmas	255
4. Teil: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Ausblick	345
Literatur- und Materialverzeichnis	351
Stichwortverzeichnis	385

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Abbildungsverzeichnis	XXVII
1. Teil: Phänomenon und Grundlagen der Emission von Stablecoins	1
§ 1 Prolog: Grundzüge privater Geldemission	3
A. <i>Vorherrschende Geldlandschaft</i>	5
I. Öffentliches Geld	6
1. Euro-Banknoten	7
2. Zentralbankeinlagen	7
3. Digitales Zentralbankgeld	8
4. Prägende Eigenschaft aller Zentralbankgeldformen	10
II. Privates Geld	10
1. Buchgeld	10
2. Geldnahe Substitute	11
a) Weitere Einlageformen bei Banken	11
b) E-Geld	12
c) Geldmarktfonds	13
d) Krypto-Token	13
B. <i>Der Zusammenhang von Schuld und Vertrauen</i>	14
I. Privat emittiertes Geld als Schuld	15
II. Vertrauen als Primat im Geldsystem	16
III. Vertrauen durch eine staatliche Geld- und Währungsordnung	17
C. <i>Stablecoins als neuartige Form an Krypto-Token</i>	18
§ 2 Phänomenon Stablecoins	19
A. <i>Annäherung an den Untersuchungsgegenstand</i>	20
I. Begriffliche Annäherung und Abgrenzung	21
II. Taxonomie der Stablecoin-Ausprägungen	22
1. Primärer Stabilitätsmechanismus	23
a) Typ 1: Vermögenswertbesicherte Stablecoins	24
aa) Typ 1a: Off-chain-besicherte Stablecoins	25
(1) Token-Kreislauf	26
(2) Implikationen off-chain-besicherter Stablecoins	28

bb) Typ 1b: On-chain-besicherte Stablecoins	28
(1) Token-Kreislauf	29
(2) Implikationen on-chain-besicherter Stablecoins	31
cc) Tokenisiertes Giralgeld	32
b) Typ 2: Algorithmische Stablecoins	33
aa) Typ 2a: Dual Coin-System	34
(1) Token-Kreislauf	35
(2) Implikationen des Dual Coin-Systems	35
bb) Typ 2b: Rebase-Mechanismus	37
2. Sekundäre Stabilitätsmechanismen	38
a) Gebührenerhebung und Rücknahmebeschränkungen	38
b) Arbitrage-Mechanismus	39
III. Entwicklung einer Definition	40
IV. Bewertung der einzelnen Systeme	41
1. Die technische Dimension	41
2. Die nutzercharakterisierende Dimension	42
3. Die stabilitätsanalysierende Dimension	44
<i>B. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes und Gang der Untersuchung</i>	<i>45</i>
<i>C. Überblick über den Markt für Stablecoins</i>	<i>46</i>
§ 3 Einführung in die Grundlagen der Stablecoin-Emission	49
<i>A. Bedeutung von Stablecoins im Zahlungs- und Finanzsystem</i>	<i>49</i>
I. Technische Besonderheit der DLT	50
II. Anwendungsbesonderheiten aus der DLT	51
1. Kryptohandel	51
2. DeFi-Lending	53
3. Zahlungs- und Zahlungsabwicklungsmittel	54
4. Tokenisierte Finanzmärkte	55
5. Programmierbare Zahlungen	57
6. Finanzielle Inklusion	57
III. Zwischenfazit	58
<i>B. Geschäftsmodell</i>	<i>58</i>
<i>C. Erwerbswege eines Stablecoins</i>	<i>60</i>
I. Primär- und Sekundärmarkt	60
II. Zusammenwirken von Primär- und Sekundärmarkt	61
<i>D. Die Wertbildung von Stablecoins</i>	<i>62</i>
I. Binnen- und Außenwert von Stablecoins	62
II. Empirische Untersuchungen der Stabilität von Stablecoins	66

III.	Beeinflussungsfaktoren des Sekundärmarktpreises von Stablecoins	69
1.	Korrelation mit volatilen Krypto-Token	70
2.	Ansteckungseffekte innerhalb des Stablecoin-Bereichs	71
3.	Gegenparteerisiko	72
4.	Spekulationszusammenhänge	74
5.	Operationelle Umstände	75
6.	Sicherer Hafen-Eigenschaft als werttreibender Faktor	75
7.	Arbitrage als Stabilitätsmechanismus	77
IV.	Zwischenergebnis	77
E.	<i>Stablecoins als neue private Geldform im Geldsystem</i>	78
I.	Konvertibilitätsverpflichtung und Vertrauenshierarchie	78
1.	Die Konvertibilitätsverpflichtung als Anknüpfungspunkt zur Einheitlichkeit des Geldes	78
2.	Gesamtwirtschaftliche Bedeutung einer einheitlichen Recheneinheit im Sinne der Singleness of Money	80
3.	Vertrauenshierarchie des Geldes	83
II.	Stablecoins vor dem ökonomischen Geldbegriff	85
1.	Vorzüge einer Geldwirtschaft	85
2.	Probleme der Recheneinheitfunktion	86
3.	Verringerte Preisvolatilität und Wertstabilitätsanfordernis	87
4.	(Universal-)Tauschmitteleigenschaft	88
5.	Zwischenergebnis: Stablecoins als geldnahe Substitut	89
III.	Die Gefahr vertrauensverlustbedingter Abzugsdynamiken privater Geldformen am Beispiel von Banken	90
1.	Die Bedeutung des Zusammenhangs von Forderungseigenschaft und Liquidität für private Geldformen	91
2.	Ausgangspunkt der Gefahr eines Mittelabzugs am Beispiel eines Bank-Runs	93
3.	Wirtschaftswissenschaftliche Erklärungsansätze einer Bank-Run-Dynamik	94
a)	Erklärungsansatz des <i>Diamond-Dybvig</i> -Modell	95
b)	Erklärungsansatz der No-Questions-Asked-Theorie	96
c)	Modellübergreifende Herleitung der Vertrauensempfindlichkeit des Bankgeschäfts	98
d)	Folgen eines vertrauensverlustbedingten Bank-Runs	99
IV.	Zwischenfazit	100
F.	<i>Zusammenfassung der Grundlagen über die Stablecoin-Emission</i>	101
G.	<i>Ausstrahlungswirkung der Erkenntnisse auf die Rechtslage unter der neu eingeführten MiCAR</i>	102

2. Teil: Rechtliche Regulierungsansätze privater Geldformen	105
§4 Ausgestaltung des Anspruchs des Kunden gegen den Emittenten	107
A. <i>Anspruchskomposition tradierter Regulierungsansätze</i>	107
I. Die Blaupause der Buchgeldforderung	107
1. Anspruchsausgestaltung	108
a) Qualifikation als unregelmäßige Verwahrung	108
b) Der Rückzahlungsanspruch aus unregelmäßiger Verwahrung	111
c) Der Girovertrag als Zahlungsdiensterahmenvertrag	112
2. Einlagenabzug durch Transaktion im digitalen Zahlungsverkehr	113
3. §3 Abs. 1 Nr. 3 KWG als Garant der vorherrschenden Geldordnung	114
4. Zwischenergebnis: Die hohe Liquidität der Sichteinlagen als Konsequenz	115
II. Einlagenähnliches E-Geld	116
1. Der Erstattungsanspruch beim E-Geld	117
a) Anspruchsgestaltung	117
b) Keine Spiegelbildlichkeit von Ein- und Auszahlung	118
c) Der Telostrias des E-Geld-rechtlichen Erstattungsanspruchs aa) Dualismus des Inhabervertrauens	120
bb) Die währungspolitische Dimension	121
cc) Verfolgung einer Deckungspflicht als viertes Motiv?	121
2. Vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten des Erstattungsanspruchs	122
3. Abschließende geldsystemische Betrachtung des E-Geldes	123
III. Einlagenähnliche Geldmarktfonds	125
1. Kernelemente der europäischen Geldmarktfonds-Regulierung	126
a) Taxierung der Anspruchsausgestaltung	126
b) Der Rücknahmekurs als Ausdruck eines abgestuften Regulierungsregimes	127
aa) Möglichkeit eines konstanten NAV als Ausgangspunkt der Regulierung	128
bb) Bewertungs- und Rundungsmethodik	128
2. Notwendigkeit einer starken Rücknahmeposition	130
3. Auswirkungen der Regulierung auf die Wertstabilität des Geldmarktfonds	130
4. Zwischenfazit: Hohe Liquidität der Geldmarktfonds-Anteile	132
IV. Zwischenergebnis: Mindestliquidität privater Geldmittel	132
B. <i>Einlagenähnliche E-Geld-Token</i>	133
I. E-Geld-Token iSd. MiCAR	133
II. E-Geld fingierte E-Geld-Token	136
III. E-Geld-artiger Auszahlungsanspruch bei E-Geld-Token	137
1. Auszahlungsanspruch bei E-Geld-Token	138

2. Gesetzliches Leitbild des Anspruchsziels	140
3. Telostrias des E-Geld-Token-rechtlichen Rückzahlungsanspruchs	140
4. Dispositivität des Anspruchs	141
IV. E-Geld-Token-Bestimmungen im Kontext privater Geldregulierung	141
1. Forderungscharakteristik	142
2. Geldsystemische Betrachtung	142
a) E-Geld-Token in der Einheitlichkeit des Geldes	142
b) E-Geld-Token in der Vertrauenshierarchie des Geldes	144
c) E-Geld-Token als notenbankunabhängiges Zahlungssystem	145
V. Zwischenergebnis	145
C. Gesetzliche Zahlungsmittel als Auszahlungsziel privater Geldformen vor dem Hintergrund des Bargeldparadox	145
D. Einlagenähnlichkeit privater Geldformen	147
E. Buchgeld als Zahlungsabwicklungssystem geldnaher Substitute	148
F. Ergebnis: Starre Ansprüche als Grundkonzept der Regulierung privater Geldformen	149
§ 5 Vertrauenssichernde Elemente des Rechts durch Sicherungsanforderungen für die eingezahlten Geldbeträge	151
A. Sicherungskomposition in den tradierten Regulierungsregimen	151
I. Transformationsleistungen im Bankgeschäft	151
1. Die bilanzielle Betrachtung einer Buchgeldforderung	151
2. Vertrauenssicherndes Prinzip des Buchgeldes	153
II. Die vielseitige Sicherungssystematik des E-Geldes	156
1. Anfangskapital und Eigenmittel	156
2. Sicherungsanforderungen	157
a) Investition durch Vermögenstrennung	158
aa) Sicherung über ein gesondertes Konto	158
bb) Investment in sichere liquide Aktiva mit niedrigem Risiko	161
b) Versicherungs- bzw. Garantielösung	163
c) Wahlrecht nach PSD2	164
3. Unzureichende Vorgaben zu Konzentrationsrisiken	166
III. Der portfoliogetriebene Ansatz der Geldmarktfonds	168
1. Anfangskapital und Eigenmittel	168
2. Vorgaben zur Anlagepolitik	168
a) Anlagepolitik eines CNAV-Geldmarktfonds	169
aa) Zulässige Vermögenswerte eines CNAV-Geldmarktfonds	169
bb) Zusammensetzung der Vermögenswerte	170

b) Anlagepolitik von LVNAV- und VNAV-Geldmarktfonds . . .	172
aa) LVNAV-Geldmarktfonds	172
bb) Standard- sowie kurzfristige VNAV-Geldmarktfonds . .	174
c) Gegenüberstellung der Geldmarktfonds-Regulierungsparameter	175
d) Zwischenfazit und Ausblick	177
IV. Grunddeterminante einer exklusiven, vollwertigen Sicherungskomposition geldnaher Substitute als Blaupause für die E-Geld-Token-Besicherung	178
1. Divergierende Regulierungsstrategie der Eigenmittelanforderungen von Buchgeld und geldnahen Substituten	178
2. Vertrauenssicherung durch einen vollwertigen Sicherungsmechanismus	180
a) Exklusivität der Sicherungskomponente	181
b) Vollwertigkeit der Sicherungskomponente	182
c) Selektion zur Aufnahme in die Sicherungskomponente . . .	182
V. Regulierungsbezogene Differenzen in der portfolioartigen Modellierung einer „sicheren“ Verwendung erhaltenen Geldbeträge	183
1. Begrenzung des Emittentenkreises	183
2. Modellierung anhand der Restlaufzeiten	183
3. Unterkomplexität der E-Geld-Regulierung	184
B. <i>Dualistische Sicherungsstruktur der E-Geld-Token</i>	185
I. Anfangskapital und Eigenmittelvorgaben	185
II. Sicherungsanforderungen	186
1. Vorgaben für Standard-E-Geld-Token	186
a) Einlagen iSv. Art. 54 lit. a MiCAR	188
b) Sichere Aktiva mit niedrigem Risiko iSv. Art. 54 lit. b MiCAR	188
c) Diversifikationsvorgaben und Konzentrationslimits	190
2. Signifikante E-Geld-Token	190
a) Einordnung als „signifikant“	191
b) Regelungsmechanismus der Vertrauenssicherung	192
c) Portfoliobestimmungen	192
d) Überbesicherungsmechanismus iSv. Art. 6 Abs. 1 DelVO (EU) (EBA/RTS/2024/10)	194
3. Besondere E-Geld-Token iSv. Art. 58 Abs. 2 MiCAR	197
a) Aktivierungserwägungen	197
b) Modifikationsmechanismus	197
4. Vergleich des Regimes für Standard-E-Geld-Token und signifikante E-Geld-Token	198
5. Zwischenergebnis: Die Schaffung von drei Arten an E-Geld-Token	201

<i>C. Bewertung der MiCAR-Vorgaben vor dem Hintergrund der systemischen Grundannahmen und der Regulierungsregime privater Geldformen . . .</i>	201
I. Pflicht zur Bildung einer „funktionalen“ Vermögenswertreserve bei Standard-E-Geld-Token	202
II. Das Zusammenspiel von Anspruch und Reserve als stabilisierungsprägendes Element für E-Geld-Token	204
III. Bewertung der regulierungsgetriebenen Fokussierung auf Einlagen als Sicherungsinstrument	206
1. Die hervorgehobene Bedeutung von Einlagen für E-Geld-Token nach der MiCAR	206
2. MiCAR-getriebene Transformation von Privatkundeneinlagen zu Einlagen eines Finanzinstituts	208
a) Der Austausch von Privatkundeneinlagen zu E-Geld-Token-Einlagen aus regulatorischer Sicht	209
b) Auswirkungen dieser Einlagentransformation	212
3. Die Behandlung von Einlagen in den tradierten Regulierungsregimen	213
a) Behandlung von Einlagen in der E-Geld-Regulierung	213
b) Vergleich zu CNAV- und LVNAV-Geldmarktfonds	214
IV. Ausstrahlungswirkung tradierter Regulierungsregime auf die Ausgestaltung der E-Geld-Token-Regulierung	215
1. Regulatorische Diversität in der Normierung sicherer Portfolien	215
a) Die Auswahl hinreichend sicherer Aktiva	215
b) Bestimmungen über die Portfoliozusammensetzung	216
aa) Konzentrationsgrenzen und Diversifikationsvorgaben	216
bb) Vorgaben zur Fälligkeit	217
cc) Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeiten	218
dd) Bewertungsmethode	218
ee) Zwischenergebnis: Die Dreifachbestimmung sicherer Aktiva	219
2. Dualismus der regulatorischen Vorbilder der E-Geld-Token-Regulierung	219
3. Parallele Konstruktion von E-Geld-Token zu CNAV-Geldmarktfonds	220
V. Teiladressierung bereits aufgezeigter Instabilitätsquellen durch die MiCAR	221
VI. Ausblick: Mittelbarer Ausschluss anderer vorherrschender Stablecoin-Typen?	222
<i>D. Zusammenfassung der Ergebnisse</i>	224

3. Teil: Die systemische Gefahr vertrauensverlustbedingter E-Geld-Token-Anstürme und die Notwendigkeit effektiver, systemumstellender Lösungsmechanismen	225
§ 6 Die systeminhärente Schwachstelle der E-Geld-Token	227
A. <i>Forderung und Sicherheiten als Kehrseiten des privaten Geldemissionsvorgangs</i>	227
I. Die Forderungsseite tradierter Geldformen	227
II. Konvertibilitätsverpflichtung als Anknüpfungspunkt der vertrauensverlustbasierten Run-These	228
III. Die Sicherheitenkonstruktion	230
1. Sicherstellung der Erfüllbarkeit	230
2. Perspektivwechsel auf die Sicht des Emittenten	231
B. <i>Das Hinzutreten von E-Geld-Token</i>	233
I. Grundkonzeption der E-Geld-Token	233
II. Entwicklung der „E-Geld-Token-Ansturm“-These	234
1. Ausgangspunkt der Konvertibilitätsverpflichtung aus Art. 49 MiCAR	234
2. Ermittlung der Abzugswahrscheinlichkeit	235
a) Eigenheiten der E-Geld-Token	235
b) E-Geld-Token als Primat der <i>Goldstein-Pauzner</i> -Erwägung	236
3. Ursachen für einen E-Geld-Token-Ansturm	237
a) Gegenparteirisiko: E-Geld-Emittent	238
b) Gegenparteirisiko: Konzentration der Kreditinstitute	239
c) Der „grundlose“ E-Geld-Token-Ansturm (self-fulfilling prophecy)	241
d) Zwischenergebnis	241
4. Institutsübergreifende Effekte eines vertrauensverlustbedingten E-Geld-Token-Ansturms	241
a) Notverkäufe	242
b) Auswirkungen verstärkter Abzugsbewegungen auf Kreditinstitute	242
c) Ansteckungseffekte innerhalb der E-Geld-Token-Branche	243
5. Vertrauensverlustbedingter Ansturm auf den USDC-Stablecoin	245
a) Die bankspezifische Ausgangssituation der SVB	245
b) Ansteckungseffekt in einen vertrauensverlustbedingten Ansturm auf USDC	247
c) Vergleichbare Gewichtung von Bankeinlagen nach dem europäischen Regulierungsrahmen	249
d) Ansteckungseffekte auf andere Stablecoins	251
e) Schlussfolgerungen	252
C. <i>Ergebnis</i>	252

§ 7	Lösungsmechanismen des systeminhärenten Dilemmas	255
A.	<i>Strukturelle Phasen des vertrauensverlustbedingten Abzugs</i>	255
B.	<i>Institutsspezifische Mechanismen</i>	257
I.	Aussetzung und Gebührenerhebung bei Rücknahme	257
1.	Anspruchsbegrenzung im Buchgeld	258
a)	Barauszahlung	258
b)	Überweisungsentgelt	260
c)	Aussetzung als Moratorium nach § 46 KWG	260
2.	Geldmarktfonds	263
a)	CNAV- und LVNAV-Geldmarktfonds spezifische Mechanismen	264
b)	Implikationen des MMF-VO-Instruments	267
c)	VNAV-Geldmarktfonds	269
d)	Gefahrenmaßnahme iSv. § 42 KAGB	271
e)	Zwischenfazit	271
3.	E-Geld	272
a)	Entgelt	272
b)	Gefahrenmaßnahmen iSv. § 21 ZAG	273
4.	MiCAR-Instrumentarien für E-Geld-Token	273
a)	Grundsatz der Gebührenlosigkeit	274
b)	Sonderregime des Sanierungsplans	274
c)	Gefahrenabwehrmaßnahmen für E-Geld-Token emittierende E-Geld-Institute	277
5.	Zwischenfeststellung: Aussetzung und Gebührenerhebung privater Geldformen	278
a)	Grundsatz der fehlenden Liquiditätsschonung	278
b)	Der Dualismus der Regulierungsphilosophie des E-Geld- Token-Regimes	279
II.	Aufgabe des Nennwerts bzw. konstanten NAV	280
1.	Aufgabe des konstanten NAV bei einem LVNAV- Geldmarktfonds nach Art. 33 Abs. 2 UAbs. 2 MMF-VO	280
2.	Statuswechsel nach Art. 34 Abs. 2 MMF-VO	281
3.	Zwischenergebnis	281
4.	Krisenprävention durch Umstellung auf variablen Wert bei E-Geld-Token?	282
III.	Vertrauensincentivierung durch Einzug einer solventeren Ausfallebene	284
1.	Einlagensicherung des Buchgeldes	284
2.	Verbot der externen Unterstützung bei Geldmarktfonds	288
3.	Vertrauenssteigerung in Geldmarktfonds durch Einlagensicherung	288

4.	Einbeziehung von E-Geld in das Einlagensicherungssystem . . .	289
a)	Gesetzliche Einlagensicherung	289
b)	Reformbestrebungen auf europäischer Ebene	292
c)	Freiwillige Einlagensicherung	293
5.	Bedeutung der Erkenntnisse für E-Geld-Token	293
6.	Refinanzierung von E-Geld-Token durch den Sanierungsplan . . .	294
7.	Subsidiärdurchgriff auf Beteiligte nach MiCAR-E	295
IV.	Zwischenergebnis	296
C.	<i>Institutsübergreifende Maßnahmen</i>	296
I.	Institutsübergreifende Wirkung der originär institutsspezifischen Maßnahmen	297
II.	Moratorium für Kreditinstitute gem. § 46g KWG	297
III.	Staatliche Notfallmaßnahmen	299
IV.	Begrenzung des systemischen Ausmaßes als institutsübergreifende Ebene der MiCAR	301
V.	Zwischenfazit	301
D.	<i>Vertrauensstärkende Mechanismen für E-Geld-Token iSd. MiCAR de lege ferenda</i>	302
I.	Schwachstellen der de lege lata-Regulierung	302
II.	E-Geld-Token-spezifische Einlagensicherung	303
III.	Offenlegung von Differenzen und Informationen über die Vermögenswertreserve an Kunden	305
1.	Sinn der Informationsoffenlegung und Best Practice	305
2.	Regulatorisches Vorbild	307
a)	Bankspezifische Informationsverpflichtungen	307
b)	Geldmarktfonds	308
3.	Mindestvorgaben nach der MiCAR	310
4.	Keine Erweiterung der Offenlegungsstandards für E-Geld-Token . . .	313
IV.	Einführung von E-Geld-Token mit einer verlängerten verzinnten Haltedauer	315
1.	Bankeinlagen	315
2.	E-Geld-Token	317
V.	Zugang zu Zentralbankkonten	319
1.	Lösungsmittel gegen die Schwachstellen der bisherigen Sicherungsarchitektur	320
2.	Evaluation des Teilnehmerkreises	323
3.	Umsetzung eines Zentralbankzugangs für E-Geld-Token	325
a)	Konsortium-Lösung	326
aa)	Technische Realisierbarkeit	326
bb)	Reformbestreben der direkten Teilnahme an Zahlungssystemen	327
cc)	Tatsächliche Realisierbarkeit	329

b) Singular-Lösung	329
aa) Einführung neuer Sicherungsmethoden in PSD2	329
bb) Vereinbarkeit der Singular-Lösung mit MiCAR	332
cc) Eröffnung eines Giro-/Treuhandkontos	333
(1) Europäische Zentralbankeinlagen	334
(2) Nationale Zentralbankeinlagen	337
(3) Unionsinterner Vergleich	339
c) Einlagefazilität	339
4. Auswirkungen auf das Geschäftsmodell	341
5. Ausblick	342
<i>E. Ergebnis</i>	342
4. Teil: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Ausblick	345
<i>A. Das Zusammenspiel von Forderung und Sicherung</i>	346
<i>B. Dilemma und mögliche Lösungswege</i>	347
<i>C. Ausblick</i>	349
Literatur- und Materialverzeichnis	351
Stichwortverzeichnis	385

Abkürzungsverzeichnis

aA.	andere Ansicht
ABCP	Asset Backed Commercial Papers
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ADL	Anti-dilution levies
aE.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aF.	Alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIF	Alternative Investmentfonds
Alt.	Alternative
AEUR	Anchored Coins AEUR
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts (Zeitschrift)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBankG	Gesetz über die Deutsche Bundesbank
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BIS	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BoE	Bank of England
BRRD	Abwicklungsrichtlinie
BTC	Bitcoin
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BUSD	Binance USD
CNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert für öffentliche Schuldtitel
CR	Computer und Recht (Zeitschrift)
CRD	Kapitaladäquanzrichtlinie
CRR	Kapitaladäquanzverordnung
DAI	Dai
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DelVO	Delegierte Verordnung
DLT-Pilot Regime	Verordnung (EU) 2022 / 858
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
EinlagensicherungsRL	Einlagensicherungsrichtlinie
EinSiG	Einlagensicherungsgesetz
EL	Ergänzungslieferung
EMDI	Erste E-Geld-Richtlinie

EMD2	Zweite E-Geld-Richtlinie
ErwG.	Erwägungsgrund
et al.	et alia (und andere)
ETH	Ethereum
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EURS	Stasis Euro
EURC	EURC (Circle)
EURCV	EUR CoinVertible
EURt	Tether EURt
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESZB-Satzung	Satzung des ESZB und der EZB
EuZ	Zeitschrift für Europarecht (Zeitschrift)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende (Seite)
FDUSD	First Digital USD
ff.	folgende (Seiten)
FinmadiG	Gesetz über die Digitalisierung des Finanzmarktes
GUSD	Gemini Dollar
HQLA	High Quality Liquid Assets
hM.	herrschende Meinung
Hs.	Halbsatz
iHv.	in Höhe von
iSd.	im Sinne des
iSv.	im Sinne von
Jura	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
jurisPR-BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristenzeitung (Zeitschrift)
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KMAG	Gesetz zur Aufsicht über Märkte für Kryptowerte
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LCR	Liquidity Coverage Ratio
Lit.	Buchstabe
LVNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität
MiCAR	Verordnung über Märkte für Kryptowerte
MiCAR-E	COM(2020) 593 final
MMF-VO	Geldmarktfondsverordnung
MMR	Zeitschrift für IT-Recht und der Digitalisierung (Zeitschrift)
MüKo	Münchener Kommentar
mwN.	mit weiteren Nachweisen
NAV	Nettoinventarwert (Net Asset Value)
nF.	Neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NSFR	Net Stable Funding Ratio
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
OGAW-RL	OGAW-Richtlinie
PAX	Paxos Standard

PSD1	Erste Zahlungsdiensterichtlinie
PSD2	Zweite Zahlungsdiensterichtlinie
PSD3-E	COM(2023)0366, erste Lesung (P9_TA(2024)0297)
PSD3-KOM-E	COM/2023/366 final
PYUSD	PayPal USD
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RDi	Recht Digital (Zeitschrift)
RdZ	Recht der Zahlungsdienste (Zeitschrift)
RefE	Referentenentwurf
RegBegr	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
RTGS	Real-Time-Gross-Settlement-System
RTS	technische Regulierungsstandards
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SEPA-VO	Verordnung über den einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum
SFD	Finalitätsrichtlinie
SRB	Ausschuss für die einheitliche Abwicklung
SRM-VO	Abwicklung von Kreditinstituten-VO
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
SVB	Silicon Valley Bank
TIPS	Target Instant Payment Settlement
TUSD	True USD
USDC	USD Coin
USDT	USD Tether
UST	TerraUSD
VG	Verwaltungsgericht
VNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit variablem Nettoinventarwert
VO-E-Bargeld	COM(2023) 364 final
Vorb.	Vorbemerkung
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)
ZAG	Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zeitschrift)
ZdiW	Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft (Zeitschrift)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
ZIEV	ZAG-Instituts-Eigenmittelverordnung
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik (Zeitschrift)

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Taxonomie der Stablecoin-Ausprägungen	23
Abbildung 2: Vereinfachte Bilanz einer Geschäftsbank	152
Abbildung 3: Regulierung der einzelnen Geldmarktfondstypen	176
Abbildung 4: Regulierung von E-Geld-Token	199

1. Teil

Phänomenon und Grundlagen der Emission von Stablecoins

§ 1 Prolog: Grundzüge privater Geldemission

Die meisten Bürger nutzen tagtäglich unterschiedliche Geldmittel, sei es online oder am Point-of-Sale (PoS). Dabei sind einem Großteil der Bevölkerung die zugrundeliegenden Funktionsweisen des Geldsystems sowie die Art und Weise der Geldemission nicht bekannt.¹ Der Vorgang der Geldemission beschreibt das Inverkehrbringen eines Geldgegenstandes. Geld lässt sich in vielerlei Hinsicht als funktionales und soziales Konstrukt verstehen, welches private Individuen einführen und verwenden, um effizient handeln zu können.² Dieses Effizienzstreben führt zu einer kontinuierlichen Weiterentwicklung des Geldsystems. Dieses leitende Prinzip ist in der sich in den letzten Jahrhunderten ereignenden schrittweisen Entmaterialisierung des Geldes von dem verwendeten Material zu erblicken, indem stets der Wechsel auf ein Medium mit einer im Vergleich zur bis dato vorherrschenden Entwicklungsstufe verbesserten Tauschmitteleigenschaft vollzogen wurde.³ Erforderlich ist dabei, dass dem Geldmittel ein Wert – in tatsächlich-materieller oder ideell-immaterieller Weise – zukommt.⁴

Die Rückschau auf den Urzustand einer Gesellschaft zeigt ein System, bei dem es an einem allgemein anerkannten Tauschmittel fehlte, dem sog. Naturaltausch.⁵ Ein Handelsgeschäft kommt durch den Tausch einer Ware/Dienstleistung mit einer anderen Ware/Dienstleistung zustande. Dies macht zugleich erforderlich, dass der Transaktionspartner zum Zeitpunkt der Transaktion über die gewünschte Ware/Dienstleistung verfügt und selbst ein Interesse an der angebotenen Ware/Dienstleistung hat (Konzept der doppelten Koinzidenz von Bedürfnissen).⁶ Vergegenwärtigt man sich die breite Masse an handelbaren Wirtschaftsgütern sowie die aus subjektivi-

¹ Siehe dazu anekdotisch etwa *Skinner*, 172 *University of Pennsylvania Law Review* (2024), 151 (151 f.).

² *Skinner*, 172 *University of Pennsylvania Law Review* (2024), 151 (162, 196). In diese Richtung auch *Ohler*, *Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion*, § 1 Rn. 23 ff.

³ *Omlor*, *Geldprivatrecht*, S. 46 f., 386; *Omlor* in *Staudinger* (2024), Vor. zu §§ 244 ff. BGB Rn. A11; *Weber*, *SZW* 2017, 743 (744); *Manger-Nestler*, *ZBB* 2023, 337 (342). In der Eigenschaft als Tauschmittel kann die zentrale Rolle von Geld in einer Gütertauschgesellschaft erkannt werden, ebenso *Omlor*, *Geldprivatrecht*, S. 44, 55 f. Zur Tauschmittelfunktion näher unten unter § 3 E.II.4.

⁴ *Weber*, *SZW* 2017, 743 (744).

⁵ *Omlor* in *Staudinger* (2024), Vor. zu §§ 244 ff. BGB Rn. A5 f.

⁶ *Mankiw*, *Makroökonomik*, S. 99; *Langenbacher*, *AcP* 218 (2018), 385 (388). In diese Richtung auch *Mussel*, *Einführung in die Makroökonomik*, S. 115.

ver Parteisicht notwendige Gleichwertigkeit der Tauschgüter zeigt sich die Herstellung dieser Bedürfniskoinzidenz als eine Herausforderung.⁷

In einer nächsten Entwicklungsstufe, der Einführung einer (Waren-)Geldwirtschaft, erfolgt die Einigung der Gesellschaft auf ein bestimmtes Element als Zwischentauschgut für Handelsgeschäfte.⁸ Es bedarf nun nicht mehr der doppelten Koinzidenz der Bedürfnisse.⁹ Ein Geldmittel, welches einen der Sache inhärenten, und damit intrinsischen, Wert hat, wird als Warengeld bezeichnet.¹⁰ Die Bestimmung des Geldwertes von Warengeld wird anhand der Bemessung des Warenwertes vorgenommen.¹¹ Aufgrund des intrinsischen Wertes wird der Wert des Geldmittels nicht durch die Reputation des Transaktionspartners beeinträchtigt.¹² Als Warengeld können grundsätzlich alle Verbrauchs- und Gebrauchsgegenstände herangezogen werden, insbesondere Gold und Silber.¹³

Eine schrittweise Abstrahierung des Geldes von einem Warenwert zur alleinigen Erfüllung eines Funktionswertes kann in Europa mit der Einführung des Münzwesens festgestellt werden.¹⁴ Nach einem kurzen Intermezzo der Emission privater Banknoten durch private Bankinstitute erfolgte die Monopolisierung der Banknotenemission bei zentralen Notenbanken.¹⁵ Am Ende dieser Entwicklung steht der Eintritt in eine weitere Entwicklungsstufe mit der Einführung des Fiat-Geldes (sog. „fiduciary money“).¹⁶ Dabei handelt es sich um ein Geldzeichen mit keinem oder

⁷ *Omlor*, Geldprivatrecht, S. 45; *Langenbucher*, AcP 218 (2018), 385 (388).

⁸ *Omlor* in Staudinger (2024), Vor. zu §§ 244 ff. BGB Rn. A 7 f.; *Omlor*, Geldprivatrecht, S. 45.

⁹ In diese Richtung *Lerch*, ZBB 2015, 190 (191). Zum Warengeld *Langenbucher*, AcP 218 (2018), 385 (389).

¹⁰ *Mankiw*, Makroökonomik, S. 99; *Langenbucher*, AcP 218 (2018), 385 (389); *Ohler*, Unkonventionelle Geldpolitik, S. 15.

¹¹ *Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, S. 8. Die Transformation von einem einfachen Wirtschaftsgut hin zu einem Geldmittel erfolgt durch eine gesellschaftliche Verständigung oder durch einen staatlichen Hoheitsakt (sog. Monetisierung), *Ohler*, Unkonventionelle Geldpolitik, S. 15; siehe auch *Omlor* in Staudinger (2024), Vor. zu §§ 244 ff. BGB Rn. A 131.

¹² *Langenbucher*, AcP 218 (2018), 385 (389). Siehe hierzu im Rahmen von § 1 B.I.

¹³ *Mankiw*, Makroökonomik, S. 99; *Gschnaidtner* in Maume/Maute/Fromberger, § 2 Rn. 56 (Fn. 94). Daneben können etwa Muscheln, Salz benannt werden, siehe *Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, S. 8. Warengeld gehört nicht alleinig der Vergangenheit an. In der Nachkriegszeit des zweiten Weltkrieges diente mit Zigaretten in Deutschland ein Warengeld als Tauschmittel, siehe *Langenbucher*, AcP 218 (2018), 385 (389); *Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, S. 8. Auch in den Jahren nach der Finanzkrise wurde es in den Vereinigten Staaten von Amerika vereinzelt wieder verwendet, etwa 2011 in Utah (USA), siehe *Ledit/Lotz*, The Coexistence of Commodity Money and Fiat Money, August 2011, University of Zurich Department of Economics Working Paper No. 24, S. 1.

¹⁴ Instruktiv hierzu *Omlor*, Geldprivatrecht, S. 18; allgemeiner *Weber*, SZW 2017, 743 (744).

¹⁵ *Hötzel*, Virtuelle Währungen im System des deutschen Steuerrechts, S. 40 f. Ausführlich bei *Herrmann*, Währungshoheit, Währungsverfassung und subjektive Rechte, S. 19; zur Free Banking Ära sowie den Parallelen zwischen Stablecoins und der Emission von privaten Geldscheinen durch Banken siehe unten unter § 3 E.I.2.

¹⁶ Auch „Nominalgeld“, siehe *Mankiw*, Makroökonomik, S. 99.

nur noch einem minimalen materiellen Wert.¹⁷ Zweifelsohne entspricht der Materialwert des bedruckten Papiers nicht dem darauf abgedruckten Nennwert. Zunächst bestand beim Papiergeld noch eine korrespondierende Umtauschverpflichtung des Emittenten, die Geldnoten in einem bestimmten Verhältnis in Gold einzutauschen.¹⁸ Dieses System ist gemeinhin bekannt als Goldstandard.¹⁹ Mit der Aufkündigung des Bretton-Woods-Abkommens von 1944 im Jahr 1971 sind Zentralbanken nicht mehr zu einer wertmäßigen Haltung von Goldeinlagen als Reserve verpflichtet.²⁰

Am Ende dieser Entwicklung stand zunächst eine Zweiteilung der Geldlandschaft, die durch die Ausgabe von Bar- und Buchgeld geprägt ist.²¹ Zentralbanken beschränken sich dabei auf die Ausgabe von Bargeld, Bankinstitute übernehmen die Ausgabe von Buchgeld. In den letzten Jahrzehnten erweiterte insbesondere die Digitalisierung die private Geldemission um weitere Geldformen.²² Als Folge der Vielzahl emittierender Akteure, neben Zentralbanken und Geschäftsbanken, ist eine stetige Zunahme der Komplexität des Geldsystems wahrzunehmen.²³ So ist das Finanz- und Geldsystem im vergangenen Jahrzehnt mit dem Aufkommen der Krypto-Technologie abermals in eine neue Entwicklungsstufe eingetreten. Der eingangs bemühte Effizienzgewinn im Handel ist dabei in der technischen Dimension, das heißt der Ausbildung der Distributed-Ledger-Technologie (DLT), zu erblicken.²⁴

Die private Geldemission wird mit einer Vielzahl an staatlichen Regelwerken reguliert, die einen Rechtsrahmen zur Aufgabenwahrnehmung im Geldsystem bieten. Damit einher gehen tiefgreifende Systementscheidungen, welchen Rechtssubjekten in welcher Weise und welchem Ausmaß das Mitwirken an der Geldemission gestattet werden soll. Mit dem Aufkommen des neuen Phänomens der Stablecoins durch die Ausbildung der DLT gewinnen diese Fragestellungen erneut an Aktualität.

A. Vorherrschende Geldlandschaft

Infolge der Weiterentwicklung des Geldsystems hat sich in den letzten Jahrzehnten eine diverse Geldlandschaft herausgebildet, die eine Vielzahl verschiedenartiger

¹⁷ *Ohler*, Unkonventionelle Geldpolitik, S. 14; *Gschneidner* in *Maume/Maute/Fromberger*, § 2 Rn. 56; *Zellweger-Gutknecht/Geva/Grünwald*, 7 *Journal of Financial Regulation* (2021), 284 (292 f.); *Weber*, SZW 2017, 743 (745). *Lerch*, ZBB 2015, 190 (192); *Mankiw*, Makroökonomik, S. 99.

¹⁸ *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, § 1 Rn. 10 (anteilig unterlegt); *Claeys/Demertzis* in *Liaw*, S. 51 (51).

¹⁹ *Mankiw*, Makroökonomik, S. 99.

²⁰ *Hingst/Neumann* in *FS K. Schmidt*, 2019, Bd. 1, S. 465 (470); *Beck*, NJW 2015, 580 (585); *Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, S. 18.

²¹ *Omlor*, ZBB 2023, 330 (330); ähnlich *Maume/Tollenaar*, BKR 2024, 312 (312).

²² *Omlor*, ZBB 2023, 330 (330); ähnlich *Manger-Nestler*, ZBB 2023, 337 (338).

²³ Eine solche Entwicklung exemplarisch nachzeichnend *Issing*, Einführung in die Geldtheorie, S. 10.

²⁴ Zu möglichen Anwendungsbereichen dieser Technologie am Beispiel der darauf emittierten Stablecoins unten unter § 3 A.

Geldformen aufweist. Diese verfügen über unterschiedlichste Charakteristika, etwa hinsichtlich des Emittenten, der physischen oder elektronischen Ausformung, des eingeschränkten oder universellen Zugangs zum Geldmittel sowie eines zentralen oder dezentralen Übertragungsmechanismus.²⁵

Die nachfolgende Darstellung begreift jede Geldform als Forderung des Inhabers gegen den Emittenten.²⁶ Die Charakterisierung einer Geldform folgt daher der Ausgestaltung ihrer Forderung. Infolgedessen bietet sich eine Anordnung der einzelnen Forderungen anhand des Unterscheidungsmerkmals des Emittenten als Forderungsgegner an, sodass zwischen öffentlichem Geld (sog. „public money“ oder auch „sovereign money“) und privatem Geld (sog. „private money“) differenziert werden kann.²⁷

I. Öffentliches Geld

Öffentliches Geld wird von einer staatlichen Stelle emittiert, zumeist von Zentralbanken.²⁸ Aus diesem Grund wird es häufig auch als Zentralbankgeld bezeichnet. Zurzeit existieren zwei Formen an Zentralbankgeld: Sichtguthaben bestimmter Institutionen bei der Zentralbank (sog. Zentralbankeinlagen) und von der Zentralbank emittierte Banknoten, die der breiten Bevölkerung zugänglich sind.²⁹

²⁵ *Bech/Garratt*, BIS Quarterly Review, September 2017, 55 (55f.). Ähnlich *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G4 ff.); *Gorton/Zhang*, 75 Alabama Law Review (2024), 955 (963 f.).

²⁶ Ein ähnliches Verständnis zugrundelegend etwa *Gorton/Zhang*, 75 Alabama Law Review (2024), 955 (959); *Awrey*, 106 Cornell Law Review (2020), 1 (6); *Pozsar*, Shadow banking: The money view, Working Paper 14–04, S. 7 f.; *Pistor*, ECB Legal Conference 2021, 237 (241). Wohl auch *Weber*, SZW 2017, 743 (743 f.); *Diehl* in Omlor/Link, § 2 Rn. 17.

²⁷ Ebenfalls *Pistor*, ECB Legal Conference 2021, 237 (240); *Skinner*, 172 University of Pennsylvania Law Review (2024), 151 (164, 174); *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Juli 2023, 17 (20, 22). Im Ergebnis ähnlich zur Unterscheidung in „public money“ und „private money“ sind die Kategorien „inside money“ und „outside money“, dazu *Hull/Sattath*, 38 Journal of Economic Surveys (2024), 1132 (1144 f.); *Brunnermeier/James/Landau*, The Digitalization of Money, BIS Working Papers No 941, Mai 2021, S. 4. Inside Money stellt ein Aktivum für den Inhaber und ein Passivum für den Emittenten dar (beispielsweise Buchgeld). Hingegen wird Outside Money zwar als Passivum bilanziert, stellt jedoch keine Forderung auf einen Vermögenswert der Aktivseite dar (beispielsweise Zentralbankgeld), *Zellweger-Gutknecht*, „Negativzins,, und Bilanzsituation der SNB aus monetärrechtlicher Sicht, Jusletter, 9. Februar 2015, Rn. 10.

²⁸ *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G5). Allgemeiner, jedoch gleichfalls in diese Richtung *Ricks*, The Money Problem, S. 33.

²⁹ *Issing*, Einführung in die Geldtheorie, S. 5; *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G5 ff.); *Sirobel*, ZIP 2024, 377 (377 f.); *Deutsche Bundesbank*, Geld und Geldpolitik, Frühjahr 2024, S. 19.

1. Euro-Banknoten

Banknoten stellen die körperliche Ausprägung von Zentralbankgeld dar.³⁰ Die Euro-Banknote verkörpert eine unvollkommene, einseitige Verbindlichkeit der Europäischen Zentralbank. Infolgedessen verfügt der Banknoteninhaber nicht über eine auf Erfüllung gerichtete Forderung gegen die Europäische Zentralbank.³¹ Hierin spiegelt sich das Wesen modernen Bargeldes als Fiat-Geld wider.³²

In gleicher Weise verkörpern auch Euro-Münzen eine unvollkommene, einseitige Verbindlichkeit. Die Emission der Euro-Münzen erfolgt gem. Art. 128 Abs. 2 AEUV durch die einzelnen Mitgliedsstaaten, wobei der Umfang der Ausgabe der Genehmigung der Europäischen Zentralbank bedarf.³³ § 1 MünzG schreibt die Münzprägung der deutschen Euro-Münzen formal dem Bund zu. In Verkehr gebracht werden die Münzen jedoch nach § 7 Abs. 1 MünzG durch die Deutsche Bundesbank. Nach dem derzeitigen Entwurf des Art. 4 VO-E-Bargeld³⁴ bestätigt die Norm den Status von Euro-Banknoten und -Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel.³⁵

2. Zentralbankeinlagen

Zentralbankeinlagen beschreiben das Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.³⁶ Hierbei handelt es sich um einen schuldrechtlichen Anspruch der Geschäftsbank gegen die Zentralbank.³⁷ Die Geschäftsbanken sind zur Haltung von Mindestreserven verpflichtet.³⁸ Mit der dadurch bezweckten strukturellen Liquidität

³⁰ *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, § 1 Rn. 51; *Omlor*, Geldprivatrecht, S. 118; *Strobel*, BKR 2021, 556 (556).

³¹ Siehe *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, § 1 Rn. 51. Allgemeiner *Zellweger-Gutknecht/Geva/Grünwald*, 7 *Journal of Financial Regulation* (2021), 284 (295); *Skinner*, 172 *University of Pennsylvania Law Review* (2024), 151 (165); *Adrian/Mancini-Griffoli*, *The Rise of Digital Money*, IMF FinTech Notes Note 19/01, Juli 2019, S. 6.

³² *Hildner*, BKR 2016, 485 (486 Fn. 17); *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G4).

³³ Näher zum Prozedere *Freimuth* in *Siekman* (2013), Art. 128 AEUV Rn. 88 ff.; *Hahn/Häde*, *Währungsrecht*, § 23 Rn. 19; *Omlor*, *Geldprivatrecht*, S. 117 f.

³⁴ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Euro-Banknoten und Euro-Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel, COM(2023) 364 final, 2023/0208 (COD).

³⁵ *Gentsch*, EuZW 2023, 839 (843); *Broemel*, RdZ 2024, 13 (17). Dabei handelt es sich um die erste sekundärrechtliche Vorgabe, *Manger-Nestler*, ZBB 2023, 337 (341). Zuvor fand sich zur Begriffsbestimmung lediglich eine Kommissionsempfehlung aus dem Jahr 2010 (Empfehlung der Kommission vom 22. März 2010 über den Geltungsbereich und die Auswirkungen des Status der Euro-Banknoten und -Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel [2010/191/EU]), dazu *Freimuth* in *Siekman* (2022), Art. 128 TFEU Rn. 77; *Gentsch*, EuZW 2023, 839 (843 f.).

³⁶ *Issing*, *Einführung in die Geldtheorie*, S. 5; *Ohler*, *Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion*, § 1 Rn. 62.

³⁷ *Strobel*, BKR 2021, 556 (556); *Beilner*, *Digitales Bargeld*, S. 32. Indirekt auch *Haug* in *Ellenberger/Bunte*, § 106 Rn. 49.

³⁸ *Issing*, *Einführung in die Geldtheorie*, S. 5; *Ohler*, *Unkonventionelle Geldpolitik*, S. 90 f.; *Ohler*, *Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion*, § 3 Rn. 72 ff. Die Mindestreser-

tätsknappheit soll die Stellung der Europäischen Zentralbank beziehungsweise des Eurosystems als Liquiditätsgeber der Institute gestärkt werden.³⁹

Eine neuere Strömung der Literatur klassifiziert die Forderung der Geschäftsbank gegen die Zentralbank unter Heranziehung einer bilanziellen Betrachtung ebenfalls als unvollkommene Verbindlichkeit. Zwar können Zentralbankeinlagen als Sichteinlage der Geschäftsbank in Bargeld ausgezahlt werden.⁴⁰ Die Forderung ist damit jedoch auf die Auszahlung in eine andere Zentralbankgeldform oder auf die Umbuchung zwischen mehreren Zentralbankkonten gerichtet. Die Einlagen bei der Zentralbank werden auf der Passivseite verbucht und verbleiben auch nach Erfüllung als Passivum – es erfolgt mit Bargeld keine Erfüllung durch ein Aktivum.⁴¹

3. Digitales Zentralbankgeld

Neben den zuvor genannten Ausformungen könnte mit der Einführung von digitalem Zentralbankgeld (CBDC) eine dritte Form des Zentralbankgeldes hinzutreten.⁴² Derzeit werden zwei Formen einer CBDC diskutiert. Eine Wholesale-CBDC nimmt die Aufgabe eines Abwicklungssystems für die bisher traditionellen Zentralbankeinlagen wahr. Als ein Interbanken-Zahlungssystem ist sie nur einem begrenzten Kreis von Marktteilnehmern zugänglich.⁴³ Eine Retail-CBDC würde einen universellen Zugang zu einer digitalen Ausformung öffentlichen Geldes ermöglichen.⁴⁴ Ins-

vepflicht ergibt sich aus Art. 3 EZB-MindestreservspflichtVO. Derzeit liegt der Mindestreservesatz auf die der Mindesteinlageverpflichtung unterliegenden Einlagen bei 0% (Art. 9 Abs. 1 EZB-MindestreservspflichtVO). Ausgenommen sind solche Einlagen, die die Voraussetzungen in Art. 6 Abs. 1 lit. a EZB-MindestreservspflichtVO erfüllen. Dies umfasst Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als zwei Jahren, Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren.

³⁹ Ohler in Stern/Sodan/Möstl, § 53 Rn. 73; Papathanassiou in Ellenberger/Bunte, § 120 Rn. 84; Ohler, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, § 3 Rn. 72; Issing, Der Euro, S. 112 f.

⁴⁰ Haug in Ellenberger/Bunte, § 106 Rn. 49; Beilner, Digitales Bargeld, S. 32.

⁴¹ Instrukтив Zellweger-Gutknecht, "Negativzins,, und Bilanzsituation der SNB aus monetärrechtlicher Sicht, Jusletter, 9. Februar 2015, Rn. 10 ff.; Zellweger-Gutknecht in Fox/Green, Rn. 4.29, 4.44; Zellweger-Gutknecht/Monnerat in Omlor/Möslein/Grundmann, S. 7 (16).

⁴² Von Manger-Nestler, ZBB 2023, 337 (344) wird digitales Zentralbankgeld zurecht als Geldform *sui generis*, einer Mischform von Bar- und Buchgeld, bezeichnet. Omlor/Birne, RD i 2020, 1 (7); Omlor, ZBB 2023, 330 (330 Fn. 3) sehen hierin ein „Buchgeld+“.

⁴³ BIS, Central bank digital currencies, März 2018, S. 8; Klein/Groß/Sandner, ifo-Schnelldienst 2020 (3), 39 (43); Broemel in GS Klippel, 2025, S. 33 (41); Diehl in Omlor/Link, Kap. 2 Rn. 47 ff.; Birne/Sillaber/Eggen, RD i 2022, 237 (238). Da folglich mit dem Zugang zu Zentralbankeinlagen auch die Möglichkeit zur Teilnahme am Zahlungssystem einer Volkswirtschaft einhergeht, werden Zentralbankeinlagen auch als hybrides Finanzinstrument *sui generis* verstanden, Kumhof et al., Central Bank Money: Liability, Asset, or Equity of the Nation? Cornell Legal Studies Research Paper No. 42–10, S. 26. Zu Ausgestaltungsmöglichkeiten Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 2025, 105 (110 ff.).

⁴⁴ BIS, Central bank digital currencies, März 2018, S. 7; Birne/Sillaber/Eggen, RD i 2022, 237 (238).

besondere mit einer Retail-CBDC sind aufgrund des Zugangs für Privatpersonen und der unterschiedlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten erhebliche rechtliche und tatsächliche Fragestellungen verbunden.⁴⁵

Die Europäische Zentralbank ist nach ersten Publikationen⁴⁶ und einer Untersuchungsphase⁴⁷ nun in die Vorbereitungsphase eingetreten.⁴⁸ Eine abschließende Entscheidung über die Einführung einer CBDC wurde indes noch nicht gefällt.⁴⁹ Zugleich wurden auf europäischer Ebene bereits die rechtlichen Rahmenbedingungen zur Einführung einer CBDC vorbereitet.⁵⁰ Gem. Art. 4 Abs. 2 Digitaler-Euro-VO-E⁵¹ führt der digitale Euro zu einer direkten Verbindlichkeit zwischen dem Nutzer und der Zentralbank.⁵² Dies gilt trotz des Umstandes, dass die Beträge an digitalem Euro auf einem Konto bei einem Zahlungsdienstleister geführt werden und somit zwischen Zentralbank und Nutzer der Zahlungsdienstleister zwischengeschaltet ist.⁵³ Nach Art. 7 Digitaler-Euro-VO-E erhält der digitale Euro auch den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels, hieran anknüpfend gilt ein Annahmepflicht für dieses Zahlungsmittel.⁵⁴

⁴⁵ *Omlor/Birne*, RD 2020, 1 (3 ff.); *Omlor/Schneider*, BKR 2023, 649 (650 ff.); *Manger-Nestler*, ZBB 2023, 337 (337 ff.); *Broemel* in GS Klippel, 2025, S. 33 (41). Zu einigen Problemstellungen siehe *Beilner*, Digitales Bargeld, S. 29–89; *EZB*, Report on a digital Euro, Oktober 2020, S. 24 f., zu den unterschiedlichen Design-Möglichkeiten *EZB*, Report on a digital Euro, Oktober 2020, S. 26 ff.

⁴⁶ Allen voran *EZB*, Report on a digital Euro, Oktober 2020.

⁴⁷ *EZB*, Das Eurosystem startet Projekt zum digitalen Euro, Pressemitteilung, 14. Juli 2021; *EZB*, A stocktake on the digital euro, 18. Oktober 2023.

⁴⁸ *EZB*, Eurosystem startet nächste Phase des Projekts zum digitalen Euro, 18. Oktober 2023; *EZB*, Progress on the preparation phase of a digital euro, 24. Juni 2024.

⁴⁹ Ein entsprechender Beschluss wurde noch nicht gefasst, siehe *EZB*, Eurosystem startet nächste Phase des Projekts zum digitalen Euro, 18. Oktober 2023.

⁵⁰ Siehe nur Digitaler-Euro-VO-E sowie Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Erbringung von Diensten im Zusammenhang mit dem digitalen Euro durch Zahlungsdienstleister mit Sitz in Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, und zur Änderung der Verordnung (EU) 2021/1230 des Europäischen Parlaments und des Rates, COM(2023) 368 final, 2023/0211(COD).

⁵¹ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einführung des digitalen Euro, COM(2023) 369 final, 2023/0212(COD).

⁵² Hierzu auch *Gentzsch*, EuZW 2023, 839 (840); *Omlor/Schneider*, BKR 2023, 649 (656); *Omlor*, ZBB 2023, 330 (332); *Brauneck*, RdZ 2023, 148 (153).

⁵³ Zu dieser Konstruktion *Omlor/Schneider*, BKR 2023, 649 (651, 657); *Raetz* in *Storck/Zerey*, § 7 Rn. 8 ff. Die Beträge an digitalem Zentralbankgeld beim Zahlungsdienstleister werden wiederum in klassischen Zentralbankreserven des Zahlungsdienstleisters bei der EZB gehalten, *Omlor/Schneider*, BKR 2023, 649 (651). Zu diesem Treuhandkonzept bereits *Strobel*, BKR 2021, 556 (560). Insofern tragen die Nutzer des digitalen Euros auch nicht das Insolvenzrisiko der eingeschalteten Zahlungsdienstleister, siehe *ErwG*. 9 S. 6 Digitaler-Euro-VO-E, dazu auch *Manger-Nestler*, ZBB 2023, 337 (340, 350).

⁵⁴ *Manger-Nestler*, ZBB 2023, 337 (340); *Raetz* in *Storck/Zerey*, § 7 Rn. 41 ff.; *Konow*, JuS 2025, 908 (912); siehe auch *Broemel*, RdZ 2024, 13.

4. Prägende Eigenschaft aller Zentralbankgeldformen

Alle Ausformungen des Zentralbankgeldes weisen gemeinsam die Charakteristika der Insolvenzrisiko- und Liquiditätsrisikofreiheit auf.⁵⁵ Dies folgt bereits aus der Zentralbank als Emittentin der Geldform. Die Insolvenz einer Zentralbank wird weithin als unmöglich angesehen, da sie über die Fähigkeit verfügt, eigens zur Erfüllung der eingegangenen Verbindlichkeiten, Geld neu zu emittieren.⁵⁶ Dies ist auch eine Konsequenz des Umstandes, dass Zentralbankgeld als unvollkommene, einseitige Verbindlichkeit stets auf die Erfüllung mit einem Passivum, nicht einem Aktivum, gerichtet ist.⁵⁷

II. Privates Geld

Privates Geld zeichnet sich in einer Negativabgrenzung zu öffentlichem Geld dadurch aus, dass es nicht durch eine staatliche Stelle ausgegeben wird.⁵⁸ Neben dem Bankensektor treten eine Vielzahl von Finanzintermediären auf, deren Finanzinstrumente die Eigenschaften liquider Bankverbindlichkeiten imitieren und als Buchgeldsubstitut fungieren.⁵⁹ Da nicht alle Ausformungen jede der drei ökonomischen Geldfunktionen erfüllen, wird in der wissenschaftlichen Literatur oftmals noch zwischen „Geld“ und „geldnahen Substituten“ unterschieden.⁶⁰

1. Buchgeld

Primus des privaten Geldes ist das Buchgeld.⁶¹ Buchgeld stellt sich als eine Geldforderung des Kunden gegen ein Kreditinstitut dar, die jederzeit zu Zahlungszwecken eingesetzt werden kann.⁶² Die Geldforderung ist auf die Auszahlung von Zen-

⁵⁵ *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G4); *Binder*, JZ 2015, 328 (329, 336); *Beilner/Haas/Hess*, WM 2023, 111 (112); *Manger-Nestler*, ZBB 2023, 337 (343).

⁵⁶ *Diehl* in *Omlor/Link*, Kap. 2 Rn. 18; *Binder*, JZ 2015, 328 (334f.). Ähnlich *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G4); *Strobel*, ZIP 2024, 377 (377 Fn. 5); *Bunea et al.*, Profit distribution and loss coverage rules for central banks, ECB Occasional Paper Series No. 169, April 2016, S. 14 (Fn. 7). Hierzu ausführlich *Ohler*, Unkonventionelle Geldpolitik, S. 62.

⁵⁷ *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G4) sowie bereits soeben.

⁵⁸ *Ricks*, The Money Problem, S. 33; *Bech/Garratt*, BIS Quarterly Review, September 2017, 55 (59f.); *Gorton/Zhang*, 75 Alabama Law Review (2024), 955 (963).

⁵⁹ *Issing*, Einführung in die Geldtheorie, S. 10.

⁶⁰ In diese Richtung auch *Mussel*, Einführung in die Makroökonomik, S. 116; *Zellweger-Gutknecht/Weber*, EuZ 06/2022, G1 (G15). Ähnlich *Hellwig*, ZfgK 2018, 403 (407) als „geldähnliche Titel“ und „near monies“. Nur bei einer Erfüllung der drei Geldfunktionen liegt nach dem ökonomischen Verständnis Geld vor, siehe *Diehl* in *Omlor/Link*, Kap. 2 Rn. 15 sowie sogleich ausführlich unter § 3 E.II.

⁶¹ Die Begriffe Buchgeld, Giralgeld und Sichteinlagen werden in dieser Arbeit synonym verwendet, siehe beispielsweise auch *Kube* in *Kischel/Kube*, § 42 Rn. 9.

⁶² *Omlor*, Geldprivatrecht, S. 131; *Omlor* in *Staudinger* (2024), Vorb. §§ 244 ff. BGB Rn. A149; *Issing*, Einführung in die Geldtheorie, S. 6; *Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, S. 10; *Mussel*, Einführung in die Makroökonomik, S. 116; *Mussel*, Grundlagen des Geldwesens, S. 26. Ein weiteres Verständnis zugrunde legend *Hahn/Häde*, Währungsrecht, § 3 Rn. 23.

Stichwortverzeichnis

- Aktiva
 - Sicher 219
 - Sichere Aktiva mit niedrigem Risiko, *siehe* E-Geld-Token
 - Sichere liquide Aktiva mit niedrigem Risiko, *siehe* E-Geld
- Arbitrage 34, 39, 77
- Bank-Run, *siehe* Run
- Bankenregulierung
 - Aussetzung 260
 - Buchgeld, *siehe* Buchgeld
 - Eigenkapitalvorgaben 153, 178
 - Gebührenerhebung 258
 - Insolvenzrisiko 179
 - LCR, *siehe* Liquidity Coverage Ratio (LCR)
 - Liquiditätsvorgaben 153
 - Moratorium 297
 - Offenlegung 307
 - Transformationsleistung 93, 151
- Banknote, *siehe* Bargeld
- Bargeld 5, 19
 - Banknote 7
 - Bargeldparadox 145
 - Free Banking Ära 80
 - Gesetzliches Zahlungsmittel 7, 64, 118, 145
 - Münzen 7
- Basel III 153, 155
- Bitcoin 19, 41, 47, 70, 76, 88
- Buchgeld 5, 10, 93, 107, 146, 151, 182, 258
 - Anspruch 108
 - Tokenisiertes Giralgeld 32
 - Vertragstypus 108
 - Verzinsung 315
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 161, 261
- CBDC 8, 20
 - Retail-CBDC 8
 - Synthetische CBDC 322
 - Wholesale-CBDC 8
- Deutsche Bundesbank 65, 340
 - Einlagenfazilität 340
 - Konto 160, 337, 341
 - Kontrahierungszwang 338
- Diem 20
- Distributed-Ledger-Technologie (DLT) 5, 41, 50–51, 134
- DLT-Pilot Regime 56
- E-Geld 12, 116, 156
 - Anspruch 117, 140
 - Garantie 164, 293
 - Gebührenerhebung 273
 - Gesondertes Konto 159, 289
 - Konzentrationsrisiko 166, 184
 - Sichere liquide Aktiva mit niedrigem Risiko 161, 183, 215
 - Sicherungsanforderungen 157
 - Treuhandkonto 158, 290
 - Versicherung 164
 - Wahlrecht 164
- E-Geld-Institut 116
 - Anfangskapital 156
 - Eigenmittel 156
 - Insolvenzrisiko 165
 - Kontrahentenrisiko 238
- E-Geld-Token 56, 133, 135, 185, 201
 - Anspruchsausgestaltung 283
 - Aussetzung 276
 - Auszahlungsanspruch 137, 142, 204, 233
 - Begrenzung 301
 - Besondere E-Geld-Token iSv. Art. 58 Abs. 2 MiCAR 197, 218
 - E-Geld-Fiktion 137

- Einlagentransformation 208
- Gebührenerhebung 274
- Gesonderte Konten 188, 332
- Konsortium 326
- Kontrahentenrisiko 143, 239
- Konzentrationsrisiko 240
- Kryptowerte-Whitepaper 311
- Mindesteinlageverpflichtung 188, 193, 206, 217, 233, 239, 242, 250
- Offenlegung 305, 310
- Regulatorisches Vorbild 219, 279
- Restlaufzeit 194, 198
- Sanierungsplan 274, 283, 294, 318
- Sichere Aktiva mit niedrigem Risiko 188, 215, 333
- Sicherungsanforderungen 204, 332
- Signifikanter E-Geld-Token 190, 199–202, 219, 311, 325
- Überbesicherungsmechanismus 194
- Vermögenswertreserve 202, 221
- Verzinsung 233, 235, 317
- Einlagensicherung 284, 297
 - Buchgeld 11, 284
 - E-Geld 289
 - E-Geld-Token 293, 303
 - Freiwillige Einlagensicherung 286, 289, 293
 - Geldmarktfonds 288
 - Gesetzliche Einlagensicherung 284, 289
 - Reform 292
- Europäische Zentralbank (EZB) 7–8, 64, 121, 339
 - Digitaler Euro, *siehe* CBDC
 - Zentralbankeinlagen, *siehe* Zentralbankeinlagen
- Fiat-Geld 4, 7, 63
 - Außenwert 66
 - Binnenwert 64
- Geld
 - Einheitlichkeit des Geldes 79–80, 123, 143, 323
 - Einlageähnlichkeit privater Geldformen 147
 - Geldnahe Substitute 10–11
 - No-Questions-Asked-Theorie 306, 310
 - Öffentliches Geld 6, 90
- Ökonomische Geldbegriff 85
- Private Geldemission 5, 80, 133
- Privates Geld 10, 90
- Recheneinheitfunktion 79, 86
- Singleness of Money 80, 301, 323
- Stillhalterisiko 149
- Tauschmittelfunktion 88
- Uniformity of Money, *siehe* Einheitlichkeit des Geldes
- Vertrauenshierarchie des Geldes 83, 90, 124, 144, 230
- Wertaufbewahrungsfunktion 79, 87, 146, 235, 318
- Geldmarktfonds 13, 125, 168
 - Anlagepolitik 168
 - Aussetzung 264
 - Auszahlungsanspruch 126
 - Barmittel 169, 214, 231
 - Barmittelpuffer 195
 - CNAV-Geldmarktfonds 125, 129–130, 169, 214, 264
 - Durationsrisiko 171, 218
 - Externe Unterstützung 288, 294
 - Gebührenerhebung 264
 - Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) 126
 - Konzentrationsrisiko 172
 - LVNAV-Geldmarktfonds 125, 129, 131, 172, 214, 264, 280
 - Offenlegung 308
 - Öffentliche Schuldtitel 169, 216
 - Restlaufzeiten 171, 175, 184, 218
 - Statuswechsel 281
 - Stillhalterisiko 264
 - Verzinsung 319
 - VNAV-Geldmarktfonds 125, 129, 174, 269
 - Weighted Average Life (WAL) 171, 174–175
 - Weighted Average Maturity (WAM) 171, 174
- IOU 15–16, 234
- Krypto-Token 13, 18, 29, 75
 - Volatilität 28, 70, 88
- Kryptowert 133, 222
 - E-Geld-Token, *siehe* E-Geld-Token

- Vermögenswertereferenzierter Token, *siehe* Vermögenswertereferenzierter Token
- Libra, *siehe* Diem
- Liquidität 84, 91, 132
 - Liquiditätsschonung 278
 - Marktliquidität 91
 - Refinanzierungsliquidität 91
- Liquidity Coverage Ratio (LCR) 155, 209, 236
- Markets in Crypto-Assets Verordnung (MiCAR) 20, 102, 133
 - E-Geld-Token, *siehe* E-Geld-Token
 - Kryptowert, *siehe* Kryptowert
 - Taxonomie 133
 - Vermögenswertereferenzierter Token, *siehe* Vermögenswertereferenzierter Token
- Münzen, *siehe* Bargeld
- Nettoinventarwert (NAV) 128, 282
 - Aufgabe 280
 - NAV-Berechnung 128
 - Schatten-NAV 309
- PSD3-E 137, 160, 166, 190, 213, 329
- Run
 - Bank-Run 90
 - *Diamond-Dybvig*-Modell 95, 236
 - Einlagenabzug 90, 93
 - *Goldstein-Pauzner*-Erwägung 236
 - Homogenitätsannahme 100, 244
 - No-Questions-Asked-Theorie 96, 247
 - Notverkäufe 99, 242
 - Self-Fulfilling Prophecy 96, 241
 - Strukturelle Phasen 255
 - Vertrauensverlustbedingter E-Geld-Token-Ansturm 234, 237, 241, 245, 255, 320
- Satoshi Nakamoto* 19
- Sichteinlage, *siehe* Buchgeld
- Silicon Valley Bank (SVB) 205, 208, 245, 300
- Smart Contract 27, 29, 33
- Soziale Medien 246
- Stablecoin 18–19, 21
 - Abweichungen 66
 - Algorithmischer Stablecoin 33, 135, 223
 - Anwendungsfälle 51
 - Außenwert 66
 - Aussetzung 39
 - Beeinflussungsfaktoren 69, 221
 - Binnenwert 63
 - Brückenfunktion 52
 - Definition 40
 - Dual Coin-System 34
 - E-Geld-Token, *siehe* E-Geld-Token
 - Euro-Stablecoin 47, 59, 69
 - Gebührenerhebung 38, 58
 - Marktüberblick 46
 - Off-chain-besicherter Stablecoin 25, 45
 - On-chain-besicherter Stablecoin 28
 - Primärer Stabilitätsmechanismus 23, 33
 - Primärmarktpreis 66
 - Rebase-Mechanismus 37
 - Sekundär-Token 30, 34
 - Sekundärer Stabilitätsmechanismus 38
 - Sekundärmarktpreis 66, 69
 - Stabilität 22
 - Taxonomie 22
 - Vermögenswertereferenzierter Token, *siehe* Vermögenswertereferenzierter Token
- TerraUSD 72–73, 244, 251
- USDC 47, 55, 71, 205, 208, 244–245, 249, 258, 300, 305, 314, 339
- USDT 47, 59, 67, 70–71, 73–74, 76, 244, 251
- Vermögenswertereferenzierter Token 134, 139, 202, 204, 310
- Zahlungsverhalten 19
- Zentralbankgeld 56, 79
 - Banknote, *siehe* Bargeld
 - Digitales Zentralbankgeld, *siehe* CBDC
 - Gesetzliches Zahlungsmittel, *siehe* Bargeld
 - Insolvenzrisikofreiheit 10
 - Mindestreserve 7, 334
 - Währungsanker 79
 - Zentralbankeinlagen 7, 321, 323, 332, 334, 337, 309