Der ECoinB: Ein Notenbank-Stablecoin als Europas Antwort auf den Dollar-Stablecoin

Ausgestaltung, geldpolitische Folgen und ein Fahrplan für die EZB

Roland Rupprechter[1]

Oktober 2026

Zusammenfassung

Diese Arbeit schlägt den ECoinB vor—eine vom Autor geprägte Bezeichnung für einen vom Eurosystem auf öffentlichen Blockchains ausgegebenen Euro-Token mit den Eigenschaften, die der Kryptomarkt am Dollar-Stablecoin schätzt, aber ohne die zwei Schwächen privater Emittenten. Als Notenbankverbindlichkeit ist er ein Euro kraft Identität, nicht kraft Versprechen, und in jeder Stresslage unbegrenzt verfügbar. Die Analyse ist breit abgestützt: auf die Einschätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2025, 2026), des IWF (Adrian et al. 2025; Li et al. 2026), der OECD (Roulet 2026) und der EZB (Lagarde 2026; Schnabel 2026a, 2026b; Born et al. 2026), auf MiCAR und GENIUS Act, die Geldtheorie von Dubey und Geanakoplos (2026) und Summer (2026), die Stabilitäts- und empirische Literatur, frühere Arbeiten des Autors und Marktdaten bis Oktober 2026.

Drei Ergebnisse folgen. Erstens bewegt ein Token, der Zentralbankgeld ist, keinen Term der Zahlungskapazität und kann nicht in die Abrechnungsebene wandern, weil er bereits öffentliches Geld ist. Zweitens ersetzt er in der Kryptoszene eine Dollar- durch eine Euroforderung: kein importiertes Preisniveau, intakte EZB-Instrumente, ausländisches Kapital im Euro. 100 Mrd. Euro ersparen dem Eurosystem rund 2,5 Mrd. Euro Zinsen im Jahr; ein Drittel davon entschädigt die Gateway-Banken mehr als für verlorene Einlagen. Drittens ist der ECoinB das Gegenstück des digitalen Euro on-chain, kein Ersatz.

[1]Roland Rupprechter, Economic Research, R&B Wealth Management, Kreuzgasse 1a, 6850 Dornbirn; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management. Email: roland.rupprechter@rbvm.at. *Erklärung zum Einsatz von KI-Tools:* Diese Arbeit entstand unter punktuellem Einsatz der KI Claude (Anthropic). Inhaltliche Kernleistungen – darunter die Forschungsfrage, das Ziel, die Methodik, die Datenanalyse, sämtliche Berechnungen sowie das Fachwissen und das Layout – wurden vom Autor komplett eigenständig erbracht. Claude diente unter Anleitung als Assistenzwerkzeug zur Unterstützung bei der Recherche, zur Textkürzung, zur Überprüfung von Herleitungen sowie zum Abgleich von Quellen. Manche KI-generierte Textpassagen wurden vom Autor intensiv geprüft und erst nach Erreichen der inhaltlichen Ziele integriert. Zuletzt wurde das System für das Lektorat (Rechtschreibung und akademischer Stil) genutzt. Der Autor trägt die alleinige Verantwortung für den Inhalt der Arbeit.

Die Arbeit entwirft die Ausgabe über Banken und Kryptodienstleister, die Teilung der Seigniorage, Zugangsstufen, eine Einführung 2027 bis 2029 und ein Sicherheitsnetz, das die Abrechnungsebene vor dem Instrument sperrt und seine Annahme an Meilensteine bindet; elf Empfehlungen schließen ab.

Schlagwörter: ECoinB · Stablecoins · Zentralbankgeld · Abrechnungsebene · MiCAR · GENIUS Act · Digitaler Euro.

JEL-Codes: E42, E51, E52, E58, G21, G23, G28, K22.

Nicht-technische Zusammenfassung

Ein Stablecoin ist ein digitaler Token auf einer Blockchain, der genau eine Einheit einer amtlichen Währung wert sein soll—fast immer einen US-Dollar. Rund 300 Mrd. US-Dollar solcher Token sind im Oktober 2026 im Umlauf, 99 Prozent davon am Dollar. Die Kryptoszene nutzt sie als ihr Bargeld: Wer Bitcoin verkauft, parkt den Erlös im Stablecoin und kauft von dort wieder ein. Vier von fünf Kryptogeschäften werden gegen einen Stablecoin abgewickelt, nicht gegen ein Bankguthaben.[2]

Der Dollar-Stablecoin hat zwei Schwächen, die kein privater Emittent beheben kann. Sein Wert von einem Dollar ist ein Versprechen, das nur hält, solange die Reserve gesund und rasch verkäuflich ist; im März 2023 fiel der zweitgrößte Coin auf 88 Cent, weil ein Teil seiner Reserve bei einer zusammenbrechenden Bank lag. Und seine Menge kann nur so schnell wachsen, wie der Emittent Dollar einsammelt und Schatzwechsel kauft. Für Europa kommt ein drittes Problem hinzu: Ein Dollar-Token im Zahlungsverkehr des Euroraums importiert amerikanische Preise und schwächt die EZB. BIZ, IWF, OECD und EZB sind sich einig, dass der private Coin die Prüfsteine soliden Geldes nicht besteht, anfällig für Runs ist und die Bankenrefinanzierung destabilisieren kann (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2025; Adrian et al. 2025; Roulet 2026; Schnabel 2026a).

Die Arbeit schlägt vor, dass die EZB einen eigenen Token ausgibt, den ECoinB, mit den Eigenschaften, die die Kryptoszene will, aber ohne die beiden Schwächen. Ein ECoinB ist ein Euro, nicht weil eine Reserve es verspricht, sondern weil der ECoinB Euro-Zentralbankgeld in neuer Form ist, wie eine Banknote. Die EZB kann so viele schaffen, wie der Markt verlangt, und alle jederzeit zurücknehmen, in jeder Krise.

Warum sollte eine Notenbank das tun? Weil die Alternative schlechter ist. Die Forschung der Oesterreichischen Nationalbank (Summer 2026) zeigt, dass mit Staatsschulden gedeckte Stablecoins das Preisniveau anheben und dass die eigentliche Gefahr beginnt, wenn private Token bei der endgültigen Tilgung von Steuern und Bankschulden akzeptiert werden: Dann verliert die Währung ihren Anker—eine Gefahr, vor der Zentralbanken und IWF seit dem Libra-Projekt von 2019 warnen (G7-Arbeitsgruppe zu Stablecoins 2019; Europäische Zentralbank 2020; Carstens 2021). Ein ECoinB kann keines der beiden Probleme verursachen, weil er bereits das Geld ist, in dem alles endgültig abgerechnet wird. Er gibt der EZB ein Instrument im Kryptomarkt und den Banken ein Geschäftsfeld: Ausgabe und Rücknahme gegen Gebühr, Annahme zum Nennwert bei Kreditrückzahlungen.[3]

[2] Marktdaten: RWA Foundation und Token Terminal (2026); Handelsanteil nach Kaiko (März 2026: 83 Prozent) und Schnabel (2026a: rund 85 Prozent).

[3] Summer (2026) ist das OeNB Working Paper 280; der Vorschlag des ECoinB stammt vom Autor und ist nicht als Position der Oesterreichischen Nationalbank zu lesen.

Der ECoinB ersetzt nicht den digitalen Euro, mit dem die EZB das Bargeld in digitaler Form erhalten, die Währungshoheit des Euroraums wahren und den europäischen Zahlungsverkehr von außereuropäischen Anbietern unabhängiger machen will (Europäische Zentralbank 2026a), sondern ergänzt ihn on-chain für Krypto- und tokenisierte Märkte. Ein Sicherheitsnetz sichert beides ab: Steuern, Bankschulden und Finalität werden ab 2027 allein in Euro getilgt, und die Annahme des ECoinB wird an Meilensteine mit festgelegten Antworten gebunden.

Inhaltsverzeichnis

Nicht-technische Zusammenfassung ... 3
1 Einleitung ... 7
2 Der Stablecoin: Aufbau, Funktionsweise und Größe ... 11
2.1 Ausgabe, Einlösung und das Geschäftsmodell des Emittenten ... 11
2.2 Der Markt im Oktober 2026 ... 12
2.3 Warum die Eins-zu-eins-Bindung an den Dollar ein Versprechen ist und keine Eigenschaft ... 14
2.4 Wofür die Kryptoszene Stablecoins nutzt: Parken und Wiederanlegen ... 16
3 Die Abrechnungshierarchie und das Wanderungsproblem ... 18
3.1 Zahlungskapazität, Bestandseffekt und Flusseffekt ... 18
3.2 Die Eskalationsleiter und der Verlust des Ankers ... 19
3.3 Die Neutralität der Deckung in Zentralbankgeld ... 20
3.4 Von der Diagnose zum Instrument ... 21
4 Der ECoinB: Definition und Ausgestaltung ... 23
4.1 Was der ECoinB ist ... 23
4.2 Ausgabe und Einlösung über Gateways ... 25
4.3 Technik: öffentliche Blockchains, Einfrieren und Privatsphäre ... 25
4.4 Warum die Garantie kein Versprechen ist, sondern eine Identität ... 26
4.5 Verzinsung, Seigniorage und Gebühren ... 28
5 Was der ECoinB in der Geldordnung ändert ... 29
5.1 Kein Bestandseffekt, kein Flusseffekt ... 29
5.2 Keine Eskalation und kein importierter Anker ... 29
5.3 Stress und Krise: Wohin der Run läuft ... 30
5.4 Den Dollar-Coin aus der europäischen Zahlungsebene hinausdrängen ... 31
5.5 Ein neues Instrument für die EZB ... 32
5.6 Die internationale Dimension: ausländisches Kapital und der Euro ... 33
6 Die Einführung des ECoinB ... 33
6.1 Rechtsgrundlage und Mandat ... 33
6.2 Phasen und Zeitplan ... 34
6.3 Den ECoinB in den Kryptomarkt einschleusen ... 35
6.4 Banken: Gateways, Gebühren und Annahme zur Tilgung ... 36
6.5 Handel, Unternehmen und weitere Teilnehmer ... 38
6.6 Kannibalisierung vermeiden: Einlagen, digitaler Euro, Bargeld ... 38
6.7 Fremdwährungs-Stablecoins bei Banken und Unternehmen begrenzen ... 41
6.8 Das Sicherheitsnetz: zwei Annahmen und ihre Absicherung ... 42
7 Eine quantitative Skizze ... 47

7.1 Die Bilanz des Eurosystems ... 48
7.2 Seigniorage und die Ökonomie der Banken ... 48
7.3 Euro-Nachfrage aus dem Euroraum ... 49
7.4 Euro-Nachfrage aus dem Ausland ... 51
7.5 Ein Kryptocrash und eine Bankenkrise ... 52
7.6 Sensitivität ... 52
8 Herausforderungen und Einwände ... 53
8.1 Disintermediation der Banken ... 53
8.2 Integrität: Geldwäsche, Sanktionen und Einfrieren auf öffentlichen Blockchains ... 54
8.3 Betriebliche und technische Risiken ... 54
8.4 Reputation und Mandat ... 55
8.5 Nimmt die Kryptoszene ihn an? ... 55
8.6 Die Lehre der Wisselbank ... 56
8.7 Die amerikanische Reaktion ... 57
9 Schlussfolgerung und Empfehlungen ... 58
Literaturverzeichnis ... 62

1 Einleitung

Knapp fünfzehn Monate nachdem die Vereinigten Staaten privaten Dollar-Token ein Bundesgesetz gegeben haben, hat sich die europäische Stablecoin-Debatte in einer defensiven Haltung eingerichtet. MiCAR begrenzt die Verwendung von Fremdwährungs-Token als Tauschmittel, das Eurosystem hat Pontes für die Abwicklung von Großbetragsgeschäften in Zentralbankgeld gestartet, und der digitale Euro ist für 2029 vorgesehen (Europäische Zentralbank 2026a, 2026e). Was Europa nicht hat, ist ein Euro-Instrument, das die Kryptoszene tatsächlich nutzt. Auf Euro lautende Stablecoins standen im Januar 2026 bei rund 450 Mio. Euro gegenüber etwa 300 Mrd. US-Dollar an Dollar-Coins (Born et al. 2026); Ende September 2026 hatten sie nach Token Terminal (2026) 900 Mio. US-Dollar überschritten, noch immer weniger als ein Drittel Prozent des Marktes. Der Euro fehlt an dem Ort, an dem digitales Geld zu jeder Stunde jedes Tages gehandelt, geparkt und wieder angelegt wird.[4]

Diese Arbeit vertritt die Auffassung, dass die Lücke nicht durch einen weiteren privaten Coin, sondern durch die Notenbank selbst geschlossen werden sollte. Der ECoinB—eine Bezeichnung, die der Autor mit dieser Arbeit einführt—ist ein vom Eurosystem auf den öffentlichen Blockchains ausgegebener Token, auf denen die Kryptomärkte arbeiten, entworfen für das, was der Dollar-Stablecoin leistet—als Park- und Wiederanlageinstrument der Kryptoszene zu dienen—, mit zwei Eigenschaften, die kein privater Emittent bieten kann: ein Verhältnis eins zu eins zum Euro, das kraft Identität und nicht kraft Versprechen gilt, und ein elastisches Angebot, das der Emittent in jeder Stresslage unbegrenzt ausweiten kann. Der Name setzt das Wort *Coin* in das Kürzel der Emittentin, der EZB (englisch ECB), und bezeichnet eine auf öffentlichen Blockchains ausgegebene Form von Zentralbankgeld, kein Produkt eines Unternehmens.[5]

Der Vorschlag ruht auf vier Forschungsrichtungen, und die Breite ist Absicht: Ein Vorschlag, der eine Notenbank bittet, einen Markt zu betreten, den sie bisher nur reguliert hat, muss zeigen, dass er aus dem folgt, was der öffentliche Sektor und die wissenschaftliche Literatur bereits festgestellt haben. Die erste Richtung ist die Stabilitätsliteratur zu Stablecoins. Gorton und Zhang (2023) lesen den Coin als Wiederkehr der privaten Banknote des 19. Jahrhunderts und zählen einen staatlichen digitalen Konkurrenten zu den Optionen des Staates; Catalini, de Gortari und Shah (2022) gliedern die zentralen Gestaltungsentscheidungen von der Reservezusammensetzung bis zum Rechtsanspruch des Inhabers; Lyons und Viswanath-Natraj (2023) zeigen, wie offene Prägung und Einlösung

[4] MiCAR ist die Verordnung (EU) 2023/1114, auf E-Geld-Token anwendbar seit 30. Juni 2024; der GENIUS Act ist Public Law 119-27 vom 18. Juli 2025, wirksam am früheren der beiden Termine 18. Januar 2027 oder 120 Tage nach den endgültigen Durchführungsregeln (Board of Governors 2026a).

[5] Die Bezeichnung ECoinB unterscheidet sich vom Wort Eurocoin, das frühere Verwendungen hat—den Konjunkturindikator €-coin von Banca d'Italia und CEPR (Altissimo et al. 2001), Circles Euro Coin (EUROC, 2022–2023) und 2019 eine Schlagzeile zu einer europäischen Digitalwährung (Cointelegraph 2019).

die Bindung halten; Aldasoro, Mehrling und Neilson (2023) beschreiben den Stablecoin als Wiederkehr des Eurodollars, dessen Parität an der Liquidität hängt; Anadu et al. (2024) belegen die Parallele zu Geldmarktfonds; Ma, Zeng und Zhang (2025) zeigen, dass effiziente Arbitrage den Sekundärmarktpreis stabilisiert, aber das Run-Risiko verstärkt, und dass Emittenten die Einlösung auf wenige Firmen konzentrieren; Aronoff et al. (2026) verfolgen die Abwicklungsinfrastruktur, an der die Parität hängt; Van Buggenum, Gersbach und Zelzner (2024) sowie Gersbach, van Buggenum und Zelzner (2026) leiten eine Agenda für Stablecoins als privates Geld ab; und Li et al. (2026) beim IWF zeigen, dass das Run-Risiko verschwindet, wenn Coins mit sicheren Aktiva wie Zentralbankreserven gedeckt sind und diese Reserven verzinst werden. Garratt und Shin (2023) erklären, warum tokenisierte Einlagen anders als Stablecoins die Einheitlichkeit des Geldes wahren.

Die zweite Richtung ist die monetäre Literatur. Dubey und Geanakoplos (2026) liefern das Modell der Zahlungskapazität, in dem ausgabefähig gemachte Anleihen das Preisniveau anheben; Summer (2026) verfolgt Stablecoins durch dieses Modell und bestimmt die entscheidende Grenze zwischen Zahlungsebene und Abrechnungsebene; Benigno (2026) fragt, ob Notenbankverbindlichkeiten oder private Stablecoins die Liquidität bereitstellen sollen, wenn die Notenbank die Kontrolle über das Preisniveau behalten soll; Hofmann, Kaldorf und Rottner (2026) betten Stablecoins in ein kalibriertes Bankenmodell ein; Borio, Disyatat und Tarashev (2026) fragen, wann ein Emittent das Privileg der Geldschöpfung erlangt. Die klassischen Ergebnisse zu konkurrierenden Geldern—Hayek (1976) und Klein (1974) für die Befürworter, Hellwig (1985) sowie Kareken und Wallace (1981) für die Unbestimmtheit, die sie widerlegt, Fama (1980) zur Notwendigkeit eines Außengeldankers—rahmen die Frage, und Brunnermeier und Niepelt (2019) sowie Niepelt (2026) liefern die Äquivalenzergebnisse dafür, was eine Notenbankverbindlichkeit in den Händen des Publikums ändert und was nicht. Fernández-Villaverde und Sanches (2019) sowie Benigno, Schilling und Uhlig (2022) tragen die Frage der Währungskonkurrenz in die Welt privater digitaler Währungen und finden, dass sie Preisstabilität nur in Sonderfällen liefert und die Geldpolitik der betroffenen Länder aneinanderbindet. Die Unterscheidung der beiden Ebenen selbst ist älter als die Stablecoin-Debatte: Die Zahlungsverkehrsökonomik beschreibt seit langem, warum die endgültige Abrechnung in Zentralbankgeld stattfindet und private Zahlungsmittel auf öffentlichem Abrechnungsgeld ruhen (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2003; Kahn und Roberds 2009; Mehrling 2013), und die Warnung, dass ein privater digitaler Token zur Recheneinheit werden und die Währungshoheit aushöhlen könnte, begleitet die Debatte seit dem Libra-Projekt (Brunnermeier, James und Landau 2019; G7-Arbeitsgruppe zu Stablecoins 2019; Europäische Zentralbank 2020; Internationaler Währungsfonds 2020, 2023; Carstens 2021). Die empirische Richtung misst den Fußabdruck: Ahmed und Aldasoro (2025) zu Wechselrenditen, Aldasoro, Beltrán und Grinberg (2026) zu Wechselkursen, Azzimonti und Quadrini (2025), Ferrari Minesso und Siena (2026) sowie Barthelemy, Pedrono und

Schmidt (2025) zum internationalen Währungssystem und Hofmann, Mehrotra und Paulick (2026) zur Dollarisierung in Schwellenländern.[6]

Die dritte Richtung ist die Arbeit des öffentlichen Sektors 2025 und 2026, die von der Beschreibung zur Position übergegangen ist. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2025) prüft Stablecoins an Einheitlichkeit, Elastizität und Integrität und findet sie in allen drei Punkten mangelhaft, und ihr Bericht von 2026 sucht nach Innovation jenseits der Stablecoins (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2026); Hernández de Cos (2026) rahmt die Debatte für die BIZ und nennt die Integrität die Hauptsorge. Der Internationale Währungsfonds hat die Referenzbeschreibung (Adrian et al. 2025), das Konzept des synthetischen digitalen Zentralbankgelds (Adrian und Mancini-Griffoli 2019), die Analyse des Run-Risikos (Li et al. 2026) und eine Einschätzung der Tokenisierung im Zahlungsverkehr (Adrian, Mancini-Griffoli und Cabedo 2026) vorgelegt. Die OECD dokumentiert die Finanzstabilitätsrisiken aus Einlösedruck, Notverkäufen von Sicherheiten und einer instabilen Einlagenbasis und fordert eine engere internationale Zusammenarbeit in Regulierung und Aufsicht (Roulet 2026); ihre Berichte zu Tokenisierung und Kryptomärkten liefern den Hintergrund (OECD 2025, 2026). Die Federal Reserve hat untersucht, wie Banken sich an frühere Neuerungen angepasst haben (Board of Governors 2026b), ihre Regeln zum GENIUS Act vorgeschlagen (Board of Governors 2026a) und durch Gouverneur Waller ein begrenztes „payment account“ für Zahlungsdienstleister zur Diskussion gestellt (Waller 2025), während Finanzministerium, OCC und FDIC eigene Durchführungsvorschläge veröffentlicht haben (US Department of the Treasury 2026; OCC 2026; FDIC 2026). Die Bank of England hat ein Regime vorgelegt, in dem systemische Pfund-Coins 30 Prozent ihrer Deckung in unverzinsten Notenbankeinlagen halten (Bank of England 2026). EZB und ESZB haben in Reden von Lagarde (2026), Schnabel (2026a, 2026b) und Cipollone (2026), im Macroprudential Bulletin (Born et al. 2026), im EZB-Blog (Schaaf 2025), im Financial Stability Review (Europäische Zentralbank 2025a, 2025b), in der Empfehlung des ESRB zu Mehrfachemittenten-Systemen mit Drittländern (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken 2025), im Bericht der EBA zu tokenisierten Einlagen (Europäische Bankenaufsichtsbehörde 2024) und in der Antwort des ESZB auf die MiCAR-Überprüfung (Europäisches System der Zentralbanken 2026) Position bezogen. Angeloni (2026) und Eichengreen (2025) fügen die skeptische Lesart der amerikanischen Politik hinzu; Bindseil und Voloder (2026) den Reformvorschlag der Branche zu MiCAR.

Die vierte Richtung ist das Recht. Das Einlöserecht, das Zinsverbot, die Reservequoten, die Tauschmittelgrenzen und das geldpolitische Veto von MiCAR (Artikel 23, 24, 39, 40, 49, 50, 54 und 58), die Geldtransferregeln für Kryptowerte (Verordnung (EU) 2023/1113),

[6] Ältere Richtungen tragen ebenfalls zur Ausgestaltung bei: die staatliche Theorie des Geldes bei Knapp (1905), Lerner (1947) und Goodhart (1998) dazu, was der Staat zur Tilgung annimmt, sowie Gurley und Shaw (1960) und Tobin (1963) zu Beinahe-Geld und Geldschöpfung der Banken.

die Finalitätsrichtlinie, die in Verhandlung befindliche Verordnung über den digitalen Euro (Europäisches Parlament 2026), die MiCAR-Überprüfung der Kommission (Europäische Kommission 2026) und, auf der anderen Seite des Atlantiks, der GENIUS Act und die Executive Order 14178 stecken den Raum ab, in dem ein ECoinB gebaut werden müsste. Rupprechter (2026b) hat diese Instrumente durch die Unterscheidung der zwei Ebenen gelesen; die vorliegende Arbeit nimmt sie als Randbedingungen der Ausgestaltung.[7]

Die Arbeit setzt zugleich die beiden früheren Stablecoin-Studien des Autors fort, die beide auf SSRN verfügbar sind. Rupprechter (2026a) beschreibt Aufbau und Ökonomie des Dollar-Stablecoins und seinen Nutzen für Anleger; Rupprechter (2026b) analysiert die Gefahr für den Europäischen Wirtschaftsraum, sollte der Stablecoin von der Zahlungsebene in die Abrechnungsebene rutschen, und schlägt neun Maßnahmen vor, allen voran eine Unionsregel, dass Steuern, Bankverbindlichkeiten und Finalität allein in Euro zu tilgen sind. Diese Maßnahmen waren defensiv. Die vorliegende Arbeit ergänzt die konstruktive Hälfte: ein Instrument, das die Verteidigung selbsttragend macht, weil es dem Markt einen Euro-Token anbietet, der dem Dollar-Token genau in den Dimensionen überlegen ist—Sicherheit und Elastizität—, in denen das private Produkt am schwächsten ist.[8]

Der Beitrag ist vierfach. Erstens legt die Arbeit dar, warum die Eins-zu-eins-Bindung eines privaten Stablecoins nicht garantiert werden kann und warum die eines Notenbank-Token es kann, mit der Arithmetik der Episode vom März 2023 als Prüffall. Zweitens zeigt sie innerhalb der Rechnung von Summer (2026), dass ein ECoinB keinen Term der Zahlungskapazität des Euroraums bewegt und deshalb weder das Preisniveau anhebt noch den Eskalationspfad zu einem konkurrierenden Geld öffnet. Drittens entwirft sie das Instrument: Ausgabe über Banken und lizenzierte Kryptodienstleister, ein Gebühren- und Seigniorage-Teilungsmodell, das Banken zu Nutznießern statt zu Opfern macht, Zugangsstufen gegen Einlagenflucht und eine Abgrenzung zum digitalen Euro, dazu ein Sicherheitsnetz, das die Abrechnungsebene unabhängig vom Erfolg des Instruments sperrt und seine Annahme an Meilensteine bindet. Viertens quantifiziert sie die Nachfrage aus dem Euroraum sowie die Bilanz-, Seigniorage- und Kapitalimporteffekte für Tokenbestände zwischen 25 und 250 Mrd. Euro anhand der Eurosystem-Bilanz vom 9. Oktober 2026.[9]

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut. Kapitel 1 (der vorliegende Abschnitt) dient als Einleitung, umreißt die Forschungsfrage und gibt einen Überblick über die Literatur. Kapitel 2 beschreibt, wie der Stablecoin gebaut ist, wie er funktioniert, wie groß der Markt ist, warum die Bindung an den Dollar ein Versprechen und keine Eigenschaft ist und wofür

[7] Artikel 23 MiCAR beschränkt weithin als Tauschmittel genutzte Token, Artikel 24 regelt Entzug und Begrenzung, Artikel 39 und 49 gewähren das Einlöserecht, Artikel 40 und 50 verbieten Zinsen, Artikel 54 regelt die Anlage der Mittel, und Artikel 58 fügt Pflichten für signifikante E-Geld-Token hinzu.

[8] Die neun Empfehlungen von Rupprechter (2026b) betreffen die Abrechnungsebene, die Kreditvergabe und die Zahlungsebene; die erste, die Tilgung allein in Euro, wird in Abschnitt 6.7 der vorliegenden Arbeit wieder aufgegriffen.

[9] Alle Rechnungen verwenden den konsolidierten Ausweis des Eurosystems zum 9. Oktober 2026 (Europäische Zentralbank 2026c) und die Aggregate des Euroraums vom Juli 2026 aus Rupprechter (2026b, Tabelle 7).

die Kryptoszene den Token verwendet. Das dritte Kapitel fasst die Analyse der Abrechnungshierarchie von Summer (2026) zusammen und erklärt, warum die Antwort auf das Wanderungsproblem ein Instrument sein sollte und nicht ein Modell oder eine Aufklärungskampagne. Kapitel 4 definiert und entwirft den ECoinB. Kapitel 5 leitet seine Folgen für die Geldordnung ab. Kapitel 6 legt den Fahrplan vor: Rechtsgrundlage, Phasen, der Weg in den Kryptomarkt, die Rolle von Banken und Handel, die Vorkehrungen gegen Kannibalisierung, die Grenzen für Fremdwährungs-Coins und das Sicherheitsnetz für den Fall, dass eine der beiden Annahmen des Vorschlags nicht hält. Das siebte Kapitel liefert die quantitative Skizze, Kapitel 8 behandelt Herausforderungen und Einwände, und Kapitel 9 enthält die Empfehlungen und die Schlussbemerkungen.

2 Der Stablecoin: Aufbau, Funktionsweise und Größe

2.1 Ausgabe, Einlösung und das Geschäftsmodell des Emittenten

Ein fiatgedeckter Stablecoin ist eine auf einer Blockchain verbuchte Werteinheit, deren Emittent verspricht, sie jederzeit gegen eine Einheit einer Referenzwährung zu tauschen. Der Vorgang ist einfach. Ein Kunde überweist Dollar an den Emittenten; der Emittent schreibt dieselbe Zahl an Token der Blockchain-Adresse des Kunden gut („Minting“) und legt die Dollar in eine Reserve aus Bankguthaben und kurzlaufenden Staatspapieren. Ein Kunde, der Token zurückgibt, erhält Dollar zum Nennwert, und die Token werden vernichtet („Burning“). Zwischen diesen beiden Ereignissen wechseln die Token frei den Besitzer: auf Börsen, zwischen Wallets, über Grenzen, zu jeder Stunde. Weicht der Marktpreis von einem Dollar ab, schließt Arbitrage die Lücke—Händler kaufen unter pari und lösen zu pari ein oder lassen zu pari prägen und verkaufen darüber—, und der Mechanismus funktioniert umso besser, je offener der Zugang zu Prägung und Einlösung ist (Lyons und Viswanath-Natraj 2023).[10]

Das Geschäftsmodell folgt aus der Bilanz. Die Verbindlichkeiten des Emittenten—die Token—tragen keine Zinsen; GENIUS Act und MiCAR verbieten die Verzinsung der Inhaber. Seine Aktiva erzielen den Geldmarktzins. Tether meldete für das zweite Quartal 2026 einen operativen Nettogewinn von 1,5 Mrd. US-Dollar bei einem Tokenumlauf von 184,6 Mrd. US-Dollar, eine annualisierte Rendite von rund 3,3 Prozent auf die geschuldeten Verbindlichkeiten, bei einem Reserveüberschuss von 4,1 Mrd. US-Dollar (Tether 2026a). Die Marge ist Seigniorage, und das Wort ist genau: Der Emittent verdient, was eine Notenbank an Banknoten verdient, ohne deren Verpflichtungen. Für den Inhaber ist die Rechnung das Spiegelbild. Wer 100.000 US-Dollar ein Jahr lang in einem Stablecoin hält,

[10] Beim Marktführer ist die direkte Einlösung verifizierten Kunden ab 100.000 US-Dollar vorbehalten; Kleinanleger handeln über Börsen (Rupprechter 2026a). Nach Ma, Zeng und Zhang (2025) lösen bei Tether nur rund sechs Firmen im Monat ein; solch konzentrierte Arbitrage senkt das Run-Risiko auf Kosten der Preisstabilität.

verzichtet bei einer Schatzwechselrendite von 4 Prozent auf 4.000 US-Dollar Zinsen; das ist der Preis der Übertragbarkeit rund um die Uhr.

Zwei Merkmale dieser Konstruktion sind für alles Weitere entscheidend. Erstens arbeitet der Emittent nach dem Grundsatz „Geld zuerst“: Er kann einen Token erst ausgeben, nachdem er Geld dafür erhalten hat. Er schafft deshalb keine Kaufkraft; er ändert die Form bestehender Kaufkraft und verschiebt den Gegenwert in den Staatsanleihenmarkt. Zweitens ist der Token eine Forderung—gegen ein privates Unternehmen, nach dessen Geschäftsbedingungen, einklagbar vor dessen Gerichten—und kein Geld. Beide Merkmale sind Folgen der Einlösepflicht, und beide verschwinden in dem Augenblick, in dem diese Pflicht erlischt (Abschnitt 3).

2.2 Der Markt im Oktober 2026

Tabelle 1 und Abbildung 1 fassen den Markt zusammen. Drei Tatsachen stechen hervor. Der Markt wächst vorerst nicht mehr: Der Gesamtumlauf lag am 1. Oktober 2026 bei 300,9 Mrd. US-Dollar (RWA Foundation und Token Terminal 2026), und die Reihe von DefiLlama, die am 17. Mai 2026 mit rund 317 Mrd. US-Dollar ihren Höchststand erreichte, stand am 5. Oktober bei 309 Mrd. US-Dollar (DefiLlama 2026); und der Umlauf von Tether ging im dritten Quartal leicht zurück, während der von Circle stieg. Die Konzentration bleibt extrem: Zwei Emittenten halten 86 Prozent des Marktes, und 99 Prozent des Umlaufs hängen am Dollar. Und der Euro ist Randerscheinung: Alle Euro-Token zusammen überschritten Ende September 2026 nach Zählung von Token Terminal die Marke von 900 Mio. US-Dollar (DefiLlama: rund 800 Mio. US-Dollar), und Anfang September entfielen 63 Prozent davon auf Circles EURC und 20 Prozent auf den EURCV der Société Générale (Token Terminal 2026). Das Bankenkonsortium Qivalis, siebenunddreißig Institute aus fünfzehn Ländern, erhielt am 14. Oktober 2026 seine E-Geld-Lizenz von De Nederlandsche Bank und hat noch keinen Token ausgegeben.[11]

[11] Qivalis B.V. wurde am 14. Oktober 2026 als E-Geld-Institut zugelassen; die Ausgabe ist „within the next months“ geplant, vorbehaltlich der MiCAR-Anforderungen und der Veröffentlichung eines Whitepapers (Qivalis 2026).

Tabelle 1: Der Stablecoin-Markt im Oktober 2026

Position	Wert	Stand
Gesamtumlauf aller Stablecoins	300,9 Mrd. USD	1. Okt. 2026
Höchststand des Gesamtumlaufs (DefiLlama)	rund 317 Mrd. USD	17. Mai 2026
davon USDT (Tether)	184 Mrd. USD (61 %)	5. Okt. 2026
davon USDC (Circle)	74 Mrd. USD (25 %)	5. Okt. 2026
Anteil der auf Dollar lautenden Token	rund 99 %	Okt. 2026
Auf Euro lautende Token, gesamt	0,8–0,9 Mrd. USD	Ende Sept. 2026
Anteil von EURC (Circle) an den Euro-Token	63 %	7. Sept. 2026
Euro-Token laut EZB	rund 0,45 Mrd. EUR	Jan. 2026
Bruttotransfervolumen on-chain 2025	28 Bio. USD	2025
Bereinigtes Transaktionsvolumen 2025 (Visa-Daten)	rund 390 Mrd. USD	2025
Anteil der Stablecoin-Paare am Dollar-Kassahandel	83 %	März 2026
Tether, operativer Nettogewinn	1,5 Mrd. USD (Q2 2026)	30. Juni 2026

Quellen: RWA Foundation und Token Terminal (2026); Token Terminal (2026); DefiLlama (2026); Born et al. (2026); Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2026); Bitcoin.com (2026) nach Kaiko; Tether (2026a); eigene Zusammenstellung.
Anmerkungen: Summen weichen je nach Datenanbieter ab (DefiLlama: 309 Mrd. USD am 5. Okt. 2026); Anteile von USDT und USDC bezogen auf die Summe vom 1. Okt. 2026. Euro-Token zum Stichtag umgerechnet.

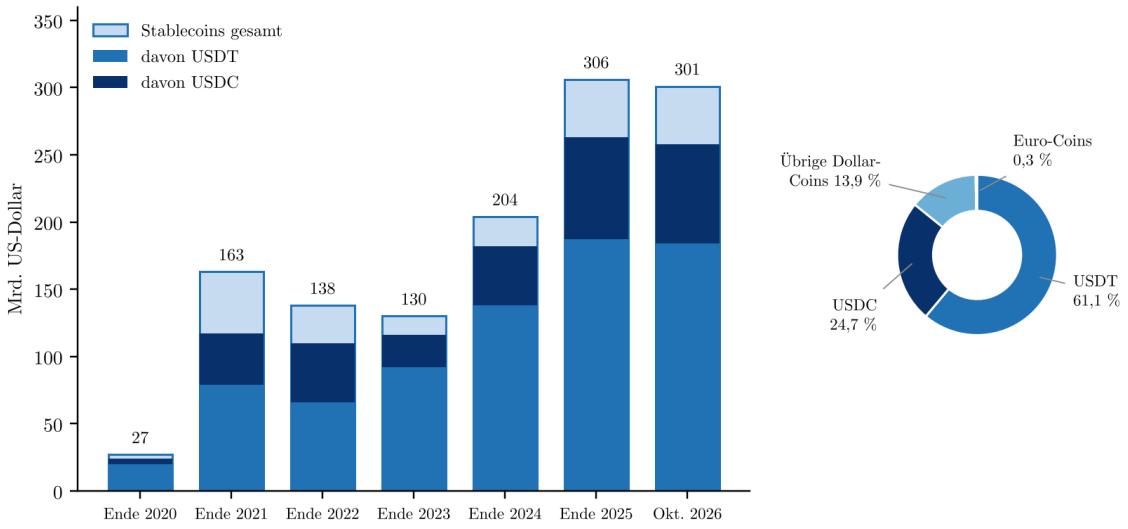


Abbildung 1: Gesamtumlauf der Stablecoins zu den Jahresenden 2020 bis 2025 und im Oktober 2026, Mrd. US-Dollar, mit den Anteilen von USDT und USDC (links) sowie die Zusammensetzung des Marktes im Oktober 2026 (rechts). Quellen: DefiLlama (2026) für die Jahresenden; RWA Foundation und Token Terminal (2026) für Oktober 2026; eigene Darstellung.

Die Umsatzzahlen rücken den Bestand ins Verhältnis. Die Blockchains trugen 2025 Stablecoin-Transfers von rund 28 Bio. US-Dollar, doch ohne Transfers zwischen Wallets desselben Eigentümers sind die Werte weit geringer, und eine bereinigte Schätzung auf

Basis von Visa-Daten setzt sie bei etwa 390 Mrd. US-Dollar an (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2026). Lagarde (2026) ergänzt, dass grenzüberschreitende Unternehmenszahlungen rund 60 Prozent des Stablecoin-Zahlungsvolumens ausmachen, aber nur 0,01 Prozent der weltweiten Zahlungsströme zwischen Unternehmen. Der Stablecoin ist, mit anderen Worten, eine gewaltige Abwicklungsmaschine für die Kryptowirtschaft und eine winzige für alles andere—eine Tatsache, die Abschnitt 2.4 zum Lastenheft des ECoinB macht.[12]

2.3 Warum die Eins-zu-eins-Bindung an den Dollar ein Versprechen ist und keine Eigenschaft

Der Satz „ein Token gleich ein Dollar“ ist eine Aussage über den Emittenten, nicht über den Token. Tabelle 2 führt die Episoden an, die ihn auf die Probe gestellt haben. Das Muster ist lehrreich. Gedeckte Coins weichen ab, wenn Reserve oder Einlösung in Zweifel geraten, und kehren zu pari zurück, wenn der Zweifel beseitigt ist; ungedeckte Coins verschwinden. Die Arithmetik der USDC-Episode vom März 2023 zeigt, wie wenig es braucht. Circle hielt rund 40 Mrd. US-Dollar Reserven, davon 3,3 Mrd. US-Dollar oder 8 Prozent als Einlagen bei der Silicon Valley Bank, als diese am 10. März geschlossen wurde. Wären diese Einlagen vollständig verloren gewesen, hätte der fundamentale Wert des Token 0,9175 US-Dollar betragen. Der Marktpreis fiel auf 0,877 US-Dollar (Lagarde 2026): vier Cent unter den schlechtesten fundamentalen Fall. Die Differenz ist die Run-Prämie—der Preis dafür, nicht zu wissen, wer sonst noch verkauft. Anadu et al. (2024) schätzen eine diskrete Schwelle („break-the-buck“) von einem US-Dollar, unterhalb derer sich die Einlösungen beschleunigen—dieselbe Fluchtdynamik wie bei Geldmarktfonds. Pari kehrte binnen Tagen zurück, nicht weil Circle etwas tat, sondern weil die amerikanischen Behörden am 12. März alle Einlagen bei der gescheiterten Bank garantierten.[13]

[12] Der Bruttowert beruht auf Chainalysis, der bereinigte auf Visa-Daten (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2026, Endnote 29); Hernández de Cos (2026) nennt für 2025 brutto 35 Bio. US-Dollar und rund 390 Mrd. US-Dollar zahlungsbezogener Ströme.

[13] Reservezahlen aus Circles Mitteilung vom 10. März 2023 (Circle 2023); die Einlagengarantie wurde von Treasury, Federal Reserve und FDIC in einer gemeinsamen Erklärung am 12. März 2023 verkündet (US Department of the Treasury et al. 2023).

Tabelle 2: Ausgewählte Abweichungen von Stablecoins von der Parität und ihre Ursachen

Ereignis	Datum	Tiefstkurs	Ursache und Ausgang
USDT unter Einlösedruck	Okt. 2018	0,85–0,93 USD je nach Börse	Zweifel an der Reserve; Erholung binnen Tagen, Frage der Deckung blieb
TerraUSD (algorithmisch)	Mai 2022	unter 0,10 USD	Keine Reserve; Vertrauensverlust; rund 40 Mrd. USD binnen einer Woche vernichtet
USDT im Terra-Umfeld	Mai 2022	rund 0,95 USD	Ansteckung; Einlösungen über 10 Mrd. USD bedient; rasche Erholung
USDC nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank	März 2023	0,877 USD	3,3 von 40 Mrd. USD Reserve bei der Bank eingefroren; Parität nach der staatlichen Einlagengarantie wiederhergestellt

Quellen: Rupprechter (2026a); Lagarde (2026); Marktdatenanbieter; eigene Zusammenstellung.
Anmerkungen: Tiefstkurse unterscheiden sich je Handelsplatz; gerundet.

Warum kann kein privater Emittent diese Lücke schließen? Fünf Gründe, in aufsteigender Tiefe. Erstens das Reserverisiko: Die Reserve ist ein Portfolio, und Portfolios können an Wert oder Liquidität verlieren—Bankeinlagen bei einem Bankzusammenbruch, Schatzwechsel bei einer Marktblockade. Die OECD warnt, dass sinkende Werte der Deckungsaktiva Einlösungen auslösen können, „with ensuing risks of liquidity shortages and fire sales of collateral“ (Roulet 2026). MiCAR verlangt, dass 30 Prozent der Reserve eines E-Geld-Token als Bankeinlagen gehalten werden, 60 Prozent bei signifikanten Token, sodass in Europa genau das Aktivum vorgeschrieben ist, das USDC gebrochen hat; das ESZB hat beantragt, diese Quoten durch Liquiditätsregeln zu ersetzen (Europäisches System der Zentralbanken 2026). Zweitens die Einlösefriktion: Die Einlösung läuft über die Banköffnungszeiten des Emittenten, seine Prüfungen, seine Mindestbeträge und, nach dem GENIUS Act, Einlösebeschränkungen, die die Aufsicht im Stress verhängen kann—das OCC schlägt vor, die Frist von zwei Geschäftstagen auf sieben Kalendertage zu verlängern, sobald die Anträge binnen 24 Stunden 10 Prozent des Umlaufs übersteigen (OCC 2026); Aronoff et al. (2026) zeigen, dass in einem großen Run Staatspapiere über Händler verkauft werden müssen, deren Bilanzkapazität eng begrenzt ist. Drittens die Zweistufigkeit: Nur Großkunden lösen direkt ein, Kleinanleger verkaufen am Sekundärmarkt, und der Sekundärmarkt preist die Angst (Ma, Zeng und Zhang 2025). Viertens kein Kreditgeber der letzten Instanz: Der Emittent hat kein Konto bei der Notenbank und keinen Zugang zu ihrer Liquidität, und die Stütze, die USDC rettete, war eine Ad-hoc-Garantie fremder Einlagen. Fünftens, und am tiefsten: Der Emittent kann das Aktivum nicht schaffen, in dem er zu zahlen versprochen hat. Er verspricht Dollar und hält Forderungen auf Dollar. Nur die Institution, die Dollar ausgibt, kann ein solches Versprechen bedingungslos halten. Aldasoro, Mehrling und Neilson (2023) fassen es in einem Satz: „Liquidity, not solvency, is the issue confronted by par settlement.“ Der IWF kommt zum selben Schluss: „Existing

stablecoins are vulnerable to run risks during stress periods“, und Regulierung kann diese Risiken mindern, doch „certain macrofinancial risks will remain“ (Adrian et al. 2025).[14]

Schnabel (2026b) nennt die zweite Anforderung, die ein Abrechnungsaktivum über die Sicherheit hinaus erfüllen muss: Elastizität. Ein Stablecoin-Emittent, so stellt sie fest, verfüge über keine eigenständige Fähigkeit („no independent capacity“), Liquidität elastisch bereitzustellen; er könne nur gegen bereits eingesammeltes Geld ausgeben. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2025) macht denselben Punkt mit ihren drei Prüfsteinen Einheitlichkeit, Elastizität und Integrität, die heutige Stablecoins allesamt nicht bestehen; zur Einheitlichkeit hält sie fest, dass sie sich „like financial assets“ verhalten, und Garratt und Shin (2023) zeigen, warum Inhabertoken vom Nennwert abweichen können, während tokenisierte Einlagen, die in Zentralbankgeld abgewickelt werden, die Einheitlichkeit wahren. Ein privater Token kann sicherer gemacht werden—durch volle Deckung in Zentralbankgeld, wie Li et al. (2026) und Summer (2026, Abschnitt 6.1) zeigen—, aber er kann nicht elastisch gemacht werden, und er kann nicht öffentlich gemacht werden. Der ECoinB beginnt dort, wo diese Unmöglichkeit endet.

2.4 Wofür die Kryptoszene Stablecoins nutzt: Parken und Wiederanlegen

Der Stablecoin wurde 2014 für ein praktisches Bedürfnis des Kryptohandels erfunden: Wer Bitcoin verkaufte, wollte den Erlös ohne den Umweg über ein Bankkonto parken und vom selben Ort aus wieder kaufen (Rupprechter 2026a). Das ist bis heute sein Kerngebrauch. Kaiko zählt 83 Prozent des auf Dollar lautenden Kassahandelsvolumens an zentralen Börsen in Stablecoin-Paaren, 17 Prozent in Fiat-Paaren (Bitcoin.com 2026); Schnabel (2026a) beziffert den Anteil des Plattformumsatzes, an dem ein Stablecoin beteiligt ist, auf rund 85 Prozent; die EZB setzt den Anteil der Geschäfte auf Kryptoplattformen, die einen Stablecoin verwenden, bei rund 80 Prozent an, nach 45 Prozent fünf Jahre zuvor, und die OECD übernimmt die Zahl (Europäische Zentralbank 2025a; Roulet 2026). Der Stablecoin ist das Bargeld der Kryptowirtschaft: das Aktivum, in dem Gewinne realisiert, Verluste aufgefangen, Sicherheiten gestellt und die nächste Position finanziert werden.[15]

Für einen Anleger mit Euro-Basis lautet dieses Bargeld auf die falsche Währung. Tabelle 3 begleitet einen Anleger, der Bitcoin im Wert von 1.000.000 Euro verkauft und neunzig Tage warten will, bevor er wieder kauft. Der Dollar-Stablecoin kostet eine Umtauschspanne beim Ein- und Ausstieg, setzt den Anleger einer Währung aus, die er nie gewählt hat—der Euro-Dollar-Kurs bewegte sich in den vergangenen zwölf Monaten um

[14] Artikel 54 MiCAR verlangt mindestens 30 Prozent der Mittel als Einlagen bei Kreditinstituten, die technischen Standards bei signifikanten Token 60 Prozent; das ESZB schlägt stattdessen Mindestanteile an Aktiva vor, die binnen eines und fünf Geschäftstagen fällig werden (Europäisches System der Zentralbanken 2026).

[15] Hernández de Cos (2026) berichtet für 2025 ein Stablecoin-Transaktionsvolumen von rund 35 Bio. US-Dollar gegenüber zahlungsbezogenen Strömen von rund 390 Mrd. US-Dollar—etwa ein Prozent—und hält es für denkbar, dass Stablecoins in ihrer heutigen Ausgestaltung ein Nischeninstrument bleiben („remain a ‘niche’ instrument“).

rund 3,6 Prozent, und Ausschläge von drei Prozent binnen neunzig Tagen sind gewöhnlich—, und macht ihn zum Gläubiger eines Unternehmens in El Salvador oder Delaware. Das Euro-Bankkonto beseitigt das Währungsrisiko, nimmt den Anleger aber von der Blockchain: Die Börse zahlt in ein bis zwei Geschäftstagen aus, die Compliance der Bank kann die Überweisung anhalten, und der Wiedereinstieg kostet eine weitere Gebühr und einen weiteren Tag. Der ECoinB hält ihn on-chain, in Euro, als Gläubiger der Notenbank, für eine Umtauschgebühr von wenigen Basispunkten. Der Vergleich ist die Nachfrageseite des Instruments.[16]

Tabelle 3: Drei Wege, 1.000.000 Euro realisierter Kryptogewinne neunzig Tage zu parken

Kriterium	Dollar-Stablecoin	Euro-Bankkonto	ECoinB
Bleibt on-chain	ja	nein	ja
Währungsrisiko	EUR/USD: ± 3 % in 90 Tagen (± 30.000 Euro)	keines	keines
Umtauschkosten (hin und zurück)	Devisenspanne 0,2–0,5 % (2.000–5.000 Euro)	Aus- und Einstiegsgebühren 0,2–1,0 %	Gateway-Gebühr 2 × 5 Bp (1.000 Euro)
Zeit bis zum Wiedereinstieg	Sekunden	1–2 Geschäftstage	Sekunden
Gegenpartei	privater Emittent	Bank (gesichert bis 100.000 Euro)	Eurosystem
Verzinsung	keine	0–2 %	keine
Risiko einer Abweichung von pari	ja (Tabelle 2)	keines	keines, konstruktionsbedingt

Quellen: Eigene Darstellung; Gebührenspannen nach Rupprechter (2026a) und Gebührentabellen der Börsen. *Anmerkungen*: Die Gateway-Gebühr von 5 Basispunkten je Umtausch ist die Annahme der Ausgestaltung in Abschnitt 6.4.

Ein weiterer Gebrauch verdient Erwähnung, weil er den öffentlichen Sektor am meisten beunruhigt: der Stablecoin als Offshore-Dollar-Wertaufbewahrung in Schwellenländern, wo die Zuflüsse bereits den Treibern klassischer Einlagendollarisierung folgen und zugleich an Kapitalverkehrskontrollen vorbeigleiten (Hofmann, Mehrotra und Paulick 2026). Der IWF warnt, dass Stablecoins „may contribute to currency substitution“ und die Volatilität der Kapitalströme erhöhen, vor allem wo das Vertrauen in den heimischen geldpolitischen Rahmen schwach ist (Adrian et al. 2025), und Aldasoro, Beltrán und Grinberg (2026) finden, dass Stablecoin-Ströme die Abweichungen von der gedeckten Zinsparität vergrößern. Ein ECoinB würde diesem Zweck nicht dienen, und er soll es nicht. Sein Zweck ist enger und besser zu rechtfertigen: der Euro zu sein an dem Ort, an dem der Euro derzeit fehlt.

[16] Der EZB-Referenzkurs EUR/USD stand am 15. Oktober 2026 bei 1,1208, rund 3,6 Prozent unter dem Vorjahreswert von 1,1622 (Europäische Zentralbank 2026f); die Dreimonatsspanne ist eine Illustration, keine Prognose.

3 Die Abrechnungshierarchie und das Wanderungsproblem

Dieser Abschnitt fasst die Analyse von Summer (2026) zusammen, soweit der ECoinB auf ihr aufbaut. Wo der Text ihre Ergebnisse wiedergibt, sagt er es und nennt den Abschnitt der Arbeit; der ECoinB selbst ist nicht Teil dieser Analyse, und der Gebrauch, der von dem Modell gemacht wird, liegt in der Verantwortung des Autors. Die Unterscheidung von Zahlungs- und Abrechnungsebene, auf der die Analyse ruht, ist dabei Gemeingut der Zahlungsverkehrsökonomik: Der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der BIZ hat schon 2003 festgehalten, dass Zentralbankgeld das Abrechnungsaktivum ohne Kredit- und Liquiditätsrisiko ist und dass die Einlösbarkeit von Geschäftsbankgeld zu pari in Zentralbankgeld die Einheitlichkeit der Währung trägt (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2003); Mehrling (2013) sowie Aldasoro, Mehrling und Neilson (2023) beschreiben dieselbe Hierarchie aus der Sicht der Geldtheorie, Kahn und Roberds (2009) aus der Sicht der Zahlungsverkehrsökonomik. Der Beitrag von Summer (2026) besteht darin, diese Hierarchie in einem Gleichgewichtsmodell des Preisniveaus abzubilden und die Gefahr des Übergangs von der einen in die andere Ebene formal zu fassen.[17]

3.1 Zahlungskapazität, Bestandseffekt und Flusseffekt

Im monetären Gleichgewichtsmodell von Dubey und Geanakoplos (2026) bewegt sich das Preisniveau mit der Zahlungskapazität der Volkswirtschaft, die Summer (2026, Abschnitt 3) als $M + qD + \vartheta B$ schreibt: der Bestand an Außengeld M, der Bankkredit D, bewertet zum Preis q künftigen Geldes, und der ausgabefähige Anteil ϑ des Staatsanleihenbestands B. Ein mit Schatzwechseln gedeckter Stablecoin ist in dieser Rechnung die Finanztechnik, die Anleihen ausgabefähig macht: Die Wechsel in der Reserve bleiben, wo sie sind, aber die darauf geschriebenen Token zahlen an der Kasse. Summer nennt den daraus folgenden Anstieg des Preisniveaus den Bestandseffekt (stock channel) und zeigt, dass er die Übertragung von Theorem 4 der Klein Lecture in sein Zwei-Zeitpunkte-Modell ist, „When Bonds Become Money, Prices Rise“ (Summer 2026, Abschnitt 3.1, Proposition 1; Dubey und Geanakoplos 2026). Seine Proposition 2 macht den ausgabefähigen Anteil ϑ zu einer Funktion der Größe S des Emittenten und seiner Reservezusammensetzung ρ (Summer 2026, Abschnitt 3.2), und sein Korollar 2 ergänzt den Flusseffekt (flow channel): Sobald ein solcher Sektor besteht, kommt neu begebene Staatsschuld teilweise ausgabefähig in die Welt, sodass jede begebene Anleihe stärker wirkt (Summer 2026, Abschnitt 3.3).

Zwei Einschränkungen seiner Arbeit sind hier von Bedeutung. Die Effekte wirken nur in dem Maß, in dem Coins bei der Bezahlung gewöhnlicher Güter akzeptiert werden; bei

[17] Summer (2026) ist das OeNB Working Paper 280 vom 1. September 2026, nach Kenntnis des Autors die erste Arbeit, die die Grenze zwischen Zahlungs- und Abrechnungsebene in einem Gleichgewichtsmodell des Preisniveaus formal fasst; die Dichte der Belege in diesem Abschnitt folgt daraus.

der heutigen, auf Kryptomärkte beschränkten Verbreitung liegt der wirksame ausgabefähige Anteil nahe null, der Mechanismus ist „in place; its cap is at zero“ (Summer 2026, Abschnitt 3.4). Und die Notenbank kann den Effekt mit ihrem Zinsinstrument ausgleichen, aber nur zu realen Kosten: Sie strafft gegen Zahlungskapazität, die sie nicht geschaffen hat, und die Last fällt auf den bankfinanzierten Handel; in seinem Rechenbeispiel kostet die Wiederherstellung des Preisniveaus, nachdem der gesamte Anleihenbestand ausgabefähig geworden ist, beide Haushalte Nutzen (Summer 2026, Abschnitt 5, Tabelle 5). Unabhängige Ergebnisse zeigen den Fußabdruck, den der Bestandseffekt voraussetzt: Stablecoin-Zuflüsse senken die Renditen kurzfristiger Schatzwechsel (Ahmed und Aldasoro 2025), die Reservenachfrage wirkt über einen „global safe asset channel“, der die US-Renditen drückt (Ferrari Minesso und Siena 2026; Azzimonti und Quadrini 2025), und in einem kalibrierten Makro-Bankenmodell erhöhen Stablecoins die Einlagenzinsen und verringern das Kreditangebot (Hofmann, Kaldorf und Rottner 2026). Rupprechter (2026b, Kapitel 8) erhielt mit einem einfachen Mengenmodell für den Euroraum Werte desselben Vorzeichens: Ein Euro-Coin von 500 Mrd. Euro erhöht die Zahlungskapazität um bis zu 2,8 Prozent, solange die Einlösepflicht gilt.[18]

3.2 Die Eskalationsleiter und der Verlust des Ankers

Das zweite Ergebnis betrifft „a risk of a different category“ (Summer 2026, Non-Technical Summary): den Anker selbst. Die Arbeit beschreibt drei Stufen (Summer 2026, Abschnitt 4, Abbildung 5). In Stufe 1—dem heutigen Regime—ist der Coin eine verpackte Forderung: Dollar herein, Wechsel gehalten, Einlösung zu pari; er lebt in der Zahlungsbedingung, und jede Verpflichtung wird weiterhin in Außengeld getilgt. In Stufe 2 ersetzt das Halten die Einlösung, und Schulden werden im Token geschrieben; der Kreislauf trägt sich selbst, während die volkswirtschaftliche Abrechnung noch in öffentlichem Geld aufgeht. In Stufe 3 wird der Token in der endgültigen Abrechnung akzeptiert—für Steuern und Bankverbindlichkeiten—und zirkuliert als zweites Außengeld. Die Verankerungsdichotomie (Summer 2026, Abschnitt 4.1) zeigt, dass es zwischen den Stufen keinen Ruhepunkt gibt: Ein Coin, dessen Einlöseband durchtrennt ist, wird entweder wertlos oder wechselt in die Abrechnung. Und Proposition 3 (Abschnitt 4.2) zeigt, was der Endzustand bedeutet: Mit zwei umlaufenden Außengeldern ist der Wechselkurs zwischen ihnen und mit ihm das Preisniveau in der Landeswährung unbestimmt. „The model turns ‘losing the nominal anchor’ from a metaphor into a theorem“ (Summer 2026, Abschnitt 1). Das Ergebnis steht in einer langen Reihe: Kareken und Wallace (1981) zeigten die Unbestimmtheit des Wechselkurses zwischen zwei ungedeckten Geldern, Fernández-Villaverde und Sanches (2019) finden, dass der Wettbewerb privater Währungen Preisstabilität nur in Sonderfällen

[18] Summers Tabelle 5: Ist der gesamte Anleihenbestand ausgabefähig, verlangt die Wiederherstellung des Preisniveaus einen Zins von 99 statt 67 Prozent in der Ausgangslage und kostet die beiden Haushalte 2,1 und 1,3 Prozent Nutzen (Summer 2026, Abschnitt 5).

liefert, Benigno, Schilling und Uhlig (2022) leiten ab, dass eine weltweit genutzte Kryptowährung die Geldpolitik der betroffenen Länder aneinanderbindet und ihnen den Spielraum nimmt, und die Dollarisierungsliteratur beschreibt den Verlust des Ankers durch Währungssubstitution seit Jahrzehnten (Calvo und Végh 1992; Hofmann, Mehrotra und Paulick 2026).

Für Europa fügt Summer (2026, Abschnitt 6.2) eine Wendung hinzu, die Rupprechter (2026b) in den Mittelpunkt seiner Analyse stellte: Ein Dollar-Coin an einer Kasse im Euroraum bewegt keinen Term der Zahlungskapazität des Euro, weil seine Deckung amerikanisch ist, aber er höhlt den Bereich der Geschäfte aus, die der Euro vermittelt, und er betritt die Eskalationsleiter „pre-anchored", also vorverankert—er muss den Verlust eines Einlöseankers nicht überstehen, weil er einen Anker importiert, den ein anderer Souverän unterhält (Summer 2026, Abschnitt 6.2). Der Dollar-Token ist deshalb für den Euroraum der gefährlichere Konkurrent, und die MiCAR-Grenzen für Fremdwährungs-Token sind, durch dieses Modell gelesen, die einzige Vorschrift in beiden Rechtsrahmen, die die Abrechnungsseite der Linie schützt (Summer 2026, Abschnitt 6.1). Die Gefahr ist seit dem Libra-Projekt bekannt: Die G7-Arbeitsgruppe zu Stablecoins (2019) hielt fest, dass ein globaler Stablecoin, der in Stresszeiten eine Landeswährung ersetzt, die Währungshoheit untergraben kann, und der Internationale Währungsfonds (2020, 2023) beschreibt dieselbe Gefahr als Währungssubstitution durch digitales Geld und rät, Kryptowerten keinen Status als amtliche Währung einzuräumen.[19]

3.3 Die Neutralität der Deckung in Zentralbankgeld

Das Ergebnis, auf dem der ECoinB ruht, ist das erste Beispiel der Politikdiskussion bei Summer (2026, Abschnitt 6.1, „First example: reserve backing"). Ein vollständig mit Zentralbankreserven gedeckter Coin ist eine Durchleitungsforderung auf M: Kein Term von $M + qD + \vartheta B$ bewegt sich, der Bestandseffekt ist abgeschaltet, und keine zusätzliche Nachfrage erreicht den Wechselmarkt, sodass mit ihm auch der Flusseffekt abgeschaltet ist. Die Arbeit nennt das das Neutralitätsventil $\rho = 1$, merkt an, dass es institutionell eine Narrow Bank ist, und stellt fest, dass es „one step away from a central bank digital currency" sitzt. Die Finanzstabilitätsliteratur gelangt aus der entgegengesetzten Richtung zur selben Ausgestaltung: Volle Deckung durch verzinste Zentralbankreserven senkt das Run-Risiko auf null (Li et al. 2026). Die BIZ hat den Schluss schon 2021 gezogen: Private Stablecoins könnten keine Grundlage eines soliden Geldsystems sein, und wenn digitale Währungen gebraucht würden, sollten die Notenbanken sie ausgeben (Carstens 2021). Gorton und Zhang (2023) nennen dasselbe Paar unter den Optionen des Staates: eine Deckung „one-for-one by short-term Treasuries or reserves at the central bank" oder „a

[19] Die Grenzen stehen in Artikel 23 Absatz 1 MiCAR, auf Fremdwährungs-E-Geld-Token angewandt durch Artikel 58 Absatz 3: eine Million Transaktionen und 200 Mio. Euro je Tag im Quartalsdurchschnitt; Artikel 24 Absatz 3 verlangt eine Deckelung, sobald die Notenbank eine Gefahr für die Währungshoheit feststellt.

sovereign digital-money competitor in the form of a central bank digital currency"; und Borio, Disyatat und Tarashev (2026) lesen Emittenten mit den heutigen Deckungsaktiva als Narrow Banks, nicht als Geldschöpfer. In Tabelle 6 der Arbeit, die Instrumente nach Emittent und Anker gliedert, sitzt ein solcher Coin an der Grenze des souveränen Feldes—die Konfiguration, die die Literatur als synthetisches digitales Zentralbankgeld bezeichnet (Adrian und Mancini-Griffoli 2019)—, „separated from the public instrument by legal form, not by monetary substance" (Summer 2026, Abschnitt 6.3).[20]

Der Schritt, der bleibt, ist der, den die Arbeit mit Absicht offenlässt. Die Deckung in Zentralbankgeld, heißt es dort, „is a statement about the composition of the issuer's assets ... not about who holds an account at the central bank", und ob Emittenten direkten Zugang zur Bilanz der Notenbank erhalten, „is a separate access-policy decision on which the model is silent" (Summer 2026, Abschnitt 6.1). Schnabel (2026b) beantwortet diese Frage von der Seite der Notenbank: Im Omnibus-Modell, in dem ein privater Intermediär mit Reserven gedeckte Token ausgibt, ist der Token, so hält sie fest, „a private law liability"—ein Modell, das sie als Ergänzung nicht ausschließt—, und sie fordert, dass Notenbanken „should embrace DLT and go on-chain themselves". Der ECoinB geht den letzten Schritt: Er nimmt den Intermediär aus der Forderung heraus. Der Token ist nicht mit Zentralbankgeld gedeckt; er ist Zentralbankgeld. In dieser Tabelle rückt er von der Grenze in das öffentlich-öffentliche Feld, neben Banknoten, Reserven und den digitalen Euro.

3.4 Von der Diagnose zum Instrument

Die Haltung, die Summer (2026, Abschnitt 6.3) formuliert, hat drei Sätze: das Verhalten in der Zahlungsebene regulieren, die Abrechnungsebene schützen und die Nachfrage nach anleihegedeckten Coins nicht verstärken. Den digitalen Euro und die Großbetragsinitiativen des Eurosystems liest die Arbeit als Versicherung, „keeping a public instrument present in the payment layer", und sie schließt mit der Beobachtung, dass „a monetary order is not found, it is chosen" (Summer 2026, Abschnitte 6.3 und 7). Rupprechter (2026b) schlug neun Maßnahmen derselben Richtung vor, angeführt von einer Unionsregel der Tilgung allein in Euro. Der Internationale Währungsfonds (2023) stellt an die Spitze seiner Grundsätze, die Währungshoheit zu schützen und Kryptowerten keinen Status als amtliche Währung oder gesetzliches Zahlungsmittel einzuräumen. All das sind Regeln und Infrastrukturen. Keine davon bietet der Kryptoszene einen Euro an, den sie halten würde.[21]

[20] Li et al. (2026) schlagen vor, die bei der Notenbank gehaltenen Reserven der Emittenten zu verzinsen, damit die Ausgabe rentabel bleibt; der ECoinB braucht diesen Umweg nicht, weil er den Emittenten entfallen lässt.

[21] Summer (2026, Abschnitt 6.3) liest den Vergleich eines wendigen privaten Coins mit einem schwerfälligen öffentlichen Projekt als Kategorienfehler, weil monetär der Träger der Forderung zählt, nicht die Technik.

Diese Auslassung ist die Lücke, die diese Arbeit schließt, und der Grund, warum sie für ein Instrument plädiert und nicht für ein Modell oder eine Aufklärungskampagne. Eine Regel, die den Token in der Abrechnung verbietet, wirkt nur, wenn jemand sie durchsetzt; eine Kampagne, die die Gefahr erklärt, wirkt nur, wenn das Publikum zuhört; und der digitale Euro kommt 2029 als digitale Form des Bargelds, ist nicht auf einer Blockchain gebaut und für die Ladenkasse entworfen, nicht für die Börse (Europäische Zentralbank 2026a). Unterdessen wird die Kryptoszene den Token halten, der am sichersten und am liquidesten ist, und das ist heute eine Dollarforderung gegen einen privaten Emittenten. Der ECoinB verwandelt das Verbot in eine Präferenz. Wenn der sicherste, elastischste und liquideste Token des Marktes Euro-Zentralbankgeld ist, wird das Wanderungsproblem nicht überwacht, sondern aufgelöst: Es bleibt nichts, was wandern könnte, denn der Token, der in der Zahlungsebene umläuft, ist bereits das Geld der Abrechnungsebene. Der öffentliche Sektor weist in dieselbe Richtung. Die BIZ sieht einen entscheidenden Schritt in „tokenised central bank reserves, tokenised commercial bank money and tokenised government bonds, all residing on a unified ledger“ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2025) und hält fest, dass Zentralbankgeld „needs to be available as a settlement asset wherever this is desirable for the public interest and practical“ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2026); der IWF stellt fest, dass es „remains the only settlement asset free of private credit risk“ (Adrian, Mancini-Griffoli und Cabedo 2026). Abbildung 2 zeigt den Platz des Instruments in der Hierarchie.[22]

[22] Hernández de Cos (2026) stellt fest, dass „well constructed regulatory frameworks have not, on their own, led to greater stablecoin use“—eine Warnung vor dem Glauben, Regeln allein bestimmten, was der Markt hält.

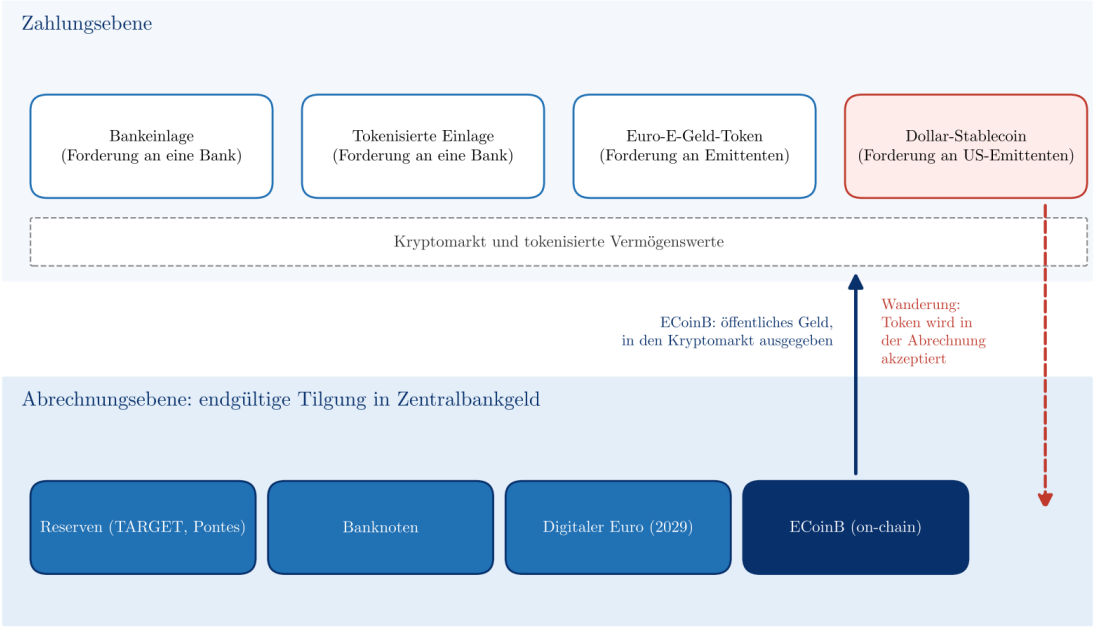


Abbildung 2: Zahlungsebene und Abrechnungsebene des Euroraums, mit dem ECoinB als öffentlichem Geld, das aus der Abrechnungsebene in den Kryptomarkt ausgegeben wird (blauer Pfeil), und der Wanderung eines privaten Dollar-Token in die endgültige Abrechnung als Gefahrenfall (rot gestrichelter Pfeil). Quelle: eigene Darstellung nach dem Zwei-Ebenen-Schema von Rupprechter (2026b) und dem Bedingungssystem von Summer (2026).

4 Der ECoinB: Definition und Ausgestaltung

4.1 Was der ECoinB ist

Der ECoinB ist eine unmittelbare, unverzinste Verbindlichkeit des Eurosystems, die auf Euro lautet, als frei übertragbarer Token auf einer oder mehreren öffentlichen Blockchains verbucht wird, allein vom Eurosystem geschaffen und vernichtet wird und über lizenzierte Gateways jederzeit zum Nennwert in ein Guthaben auf einem Eurosystem-Konto getauscht werden kann. Er verhält sich zum TARGET-Guthaben wie die Banknote zur Einlage: dasselbe Geld in anderer Form, auf einer anderen Schiene. Er ist kein gesetzliches Zahlungsmittel, niemand ist verpflichtet, ihn anzunehmen, und er ist keine Forderung auf irgendjemandes Reserve, denn er ist selbst das Reserveaktivum des Systems. Tabelle 4 vergleicht ihn mit den Instrumenten, mit denen er konkurriert und die er ergänzt.[23]

[23] Der Status als gesetzliches Zahlungsmittel ist für ein Abrechnungsaktivum nicht nötig: Reserveguthaben beim Eurosystem sind ebenfalls kein gesetzliches Zahlungsmittel und doch das Aktivum, in dem TARGET mit Finalität abwickelt. Der ECoinB erbt diese Stellung, nicht den Status der Banknote.

Tabelle 4: Der ECoinB im Vergleich mit dem Dollar-Stablecoin, dem Euro-E-Geld-Token und dem digitalen Euro

Eigenschaft	Dollar-Stablecoin	Euro-E-Geld-Token	Digitaler Euro	ECoinB
Emittent	privates Unternehmen (US-Recht)	Unternehmen oder Bank (MiCAR)	Eurosystem	Eurosystem
Rechtsnatur	Forderung an Emittenten	Forderung an Emittenten	Zentralbankgeld, gesetzliches Zahlungsmittel	Zentralbankgeld, kein gesetzliches Zahlungsmittel
Wertanker	Reserve aus Wechseln und Einlagen; Versprechen	Reserve, 30–60 % Einlagen; Versprechen	Identität	Identität
Elastizität des Angebots	Geld zuerst	Geld zuerst	unbegrenzt (Haltelimits)	unbegrenzt
Verzinsung	verboten	verboten	keine	keine (Option der EZB)
Schiene	öffentliche Blockchains	öffentliche Blockchains	zentrale Plattform, offline	öffentliche Blockchains
Hauptverwendung	Kryptohandel, Offshore-Dollar	Kryptohandel, B2B-Abwicklung	Zahlungsverkehr der Privatkunden	Krypto- und tokenisierte Märkte
Zugang	jedermann	jedermann	Gebietsansässige über PSPs	über Gateways; Stufen (Abschnitt 6.6)
Kreditgeber letzter Instanz	keiner	keiner	Eurosystem	Eurosystem

Quellen: Verordnung (EU) 2023/1114; GENIUS Act; Europäische Zentralbank (2026a); eigene Darstellung.

Drei Entscheidungen prägen das Instrument. Der ECoinB wird auf den öffentlichen Blockchains ausgegeben, die der Markt nutzt, nicht allein auf einem Register des Eurosystems, denn der Zweck ist, dort zu sein, wo die Kryptoszene ist; die DLT-Plattform des Eurosystems unter Pontes dient der Großbetragsabwicklung und kann den ECoinB ebenfalls führen, ersetzt die öffentliche Ausgabe aber nicht. Der ECoinB trägt keine Zinsen, sodass er mit dem Stablecoin konkurriert und nicht mit der Bankeinlage. Und er wird über Gateways ausgegeben, nicht unmittelbar an das Publikum, sodass Identifizierung, Sanktionsprüfung und der Schutz der Bankenrefinanzierung dort bleiben, wo sie heute sind: bei beaufsichtigten Intermediären. Die Ausgestaltung folgt der Sicht der BIZ, dass Notenbanken in einer zweistufigen Architektur „can offer tokenised central bank reserves, providing the anchor for tokenised deposits and other – well designed and regulated – tokenised monies“ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2026); der ECoinB trägt diesen Anker von geschlossenen Plattformen auf die öffentlichen Blockchains.[24]

[24] Das Regime der Bank of England für systemische Pfund-Coins weist in dieselbe Richtung: 30 Prozent der Deckung in unverzinsten Notenbankeinlagen, keine Zinsen an Inhaber, Einlösung bis Tagesende (Bank of England 2026). Der ECoinB hebt den öffentlichen Anteil auf 100 Prozent.

4.2 Ausgabe und Einlösung über Gateways

Gateways gibt es in zwei Arten. Die erste sind Kreditinstitute mit einem Konto in TARGET. Eine Kundin, die ECoinBs will, beauftragt ihre Bank; die Bank belastet die Einlage der Kundin und ihr eigenes Reservekonto, und das Eurosystem prägt die Token auf die Blockchain-Adresse, die die Bank für die Kundin registriert hat. Die Einlösung kehrt die Abfolge um: Die Kundin schickt Token an die Vernichtungsadresse des Gateways, das Eurosystem vernichtet sie und schreibt dem Reservekonto der Bank gut, und die Bank schreibt der Kundin gut. Die zweite Art sind nach MiCAR lizenzierte Kryptodienstleister—Börsen und Verwahrer—, die für diesen einen Zweck ein begrenztes Eurosystem-Konto erhalten: keine Zinsen, kein Überziehen, kein Zugang zu Kredit, Saldo gedeckelt auf den Umtauschbedarf des Tages. Vorbild ist das „payment account", dessen Prüfung Gouverneur Waller den Mitarbeitern der Federal Reserve für Zahlungsdienstleister aufgetragen hat (Waller 2025), und die Zugangsregeln des Eurosystems für Nichtbanken-Zahlungsdienstleister vom Juli 2024 liefern die Vorlage (Europäische Zentralbank 2024).[25]

Prägung und Vernichtung laufen rund um die Uhr, wie TIPS für Sofortzahlungen, und werden on-chain binnen Sekunden abgewickelt. Rechtliche Finalität entsteht durch die Benennung der ECoinB-Vereinbarung als System nach der Finalitätsrichtlinie, sodass ein geprägter Token im selben Sinn endgültig ist wie eine TARGET-Überweisung (Richtlinie 98/26/EG). Die Verbuchung on-chain ist das Eigentumsregister; das Eurosystem führt über einzelne Inhaber keine Aufzeichnung über das prägende Gateway hinaus, so wie es kein Register führt, wer welche Banknote hält. Die Identifizierung findet am Gateway nach den üblichen Geldwäscheregeln und der Geldtransferverordnung statt, genau wie heute, wenn ein Kunde auf einer lizenzierten Börse einen Stablecoin kauft.

4.3 Technik: öffentliche Blockchains, Einfrieren und Privatsphäre

Der Token wird als standardisierter fungibler Vertrag auf den wichtigsten öffentlichen Blockchains ausgerollt—Ethereum und seine Rollups, Solana und weitere, die euro-relevante Liquidität tragen—, mit dem Eurosystem als einziger Partei, die prägen und vernichten kann, und mit einem Compliance-Modul, das das Einfrieren von Adressen auf Anordnung einer zuständigen Behörde erlaubt. Das zweite Merkmal ist nicht neu: Tether hat 5,7 Mrd. US-Dollar auf fast zehntausend Adressen eingefroren, davon 344 Mio. US-Dollar in einer einzigen Maßnahme am 23. April 2026 in Abstimmung mit US-Behörden (BlockSec 2026). Der Unterschied liegt darin, wer entscheidet. Beim ECoinB wird die Einfrierbefugnis nach Unionsrecht ausgeübt, auf Ersuchen eines Gerichts oder einer Geldwäschemeldestelle, mit gerichtlicher Überprüfung—nicht nach dem Ermessen eines Unternehmens, das einer anderen Regierung verantwortlich ist. Für europäische Nutzer ist

[25] Waller (2025) beschreibt ein prototypisches „skinny" Master Account für Institute, die rechtlich für ein Fed-Konto in Frage kommen: keine Zinsen, mögliche Saldogrenzen, keine Tagesüberziehung, kein Diskontfenster.

das selbst ein Sicherheitsgewinn: Rupprechter (2026b, Abschnitt 7.4) beschrieb den Dollar-Token in der Abrechnung als Mittel struktureller Erpressbarkeit; der ECoinB nimmt diesen Hebel weg.[26]

Die Privatsphäre folgt dem Banknotenmodell, soweit die Technik es erlaubt. Übertragungen zwischen Adressen sind pseudonym und on-chain sichtbar; die Verbindung zwischen Adresse und Person besteht am Gateway, nicht bei der Notenbank. Das Eurosystem sieht Aggregate—Umlauf, Umlaufgeschwindigkeit, den bei Börsen gehaltenen Anteil, den Anteil in Kreditprotokollen—, was mehr ist, als es von Banknoten sieht, und weniger, als es von TARGET sieht. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2025) nennt die Integrität, die Durchsetzung der Geldwäscheregeln auf offenen Blockchains, die strukturelle Schwäche der Stablecoins; der ECoinB erbt die Schwäche der Schiene und beantwortet sie mit der Einfrierfunktion und mit der Tatsache, dass jeder ECoinB durch eine beaufsichtigte Tür auf die Blockchain kommt und sie wieder verlässt. Abschnitt 8.2 kehrt zu dem Einwand zurück.

4.4 Warum die Garantie kein Versprechen ist, sondern eine Identität

Das Eins-zu-eins-Verhältnis eines privaten Stablecoins ist ein Versprechen, ein Aktivum zu liefern, das der Emittent nicht schafft. Das Eins-zu-eins-Verhältnis des ECoinB ist eine Identität: Ein ECoinB ist eine Euro-Verbindlichkeit des Eurosystems, und sein Umtausch in ein Reserveguthaben ist eine Umbuchung zwischen zwei Zeilen derselben Bilanz. Abbildung 3 zeigt den Vorgang für einen Bestand von 100 Mrd. Euro. Am 9. Oktober 2026 schuldete das Eurosystem 1.633 Mrd. Euro an Banknoten, 332 Mrd. Euro auf Girokonten und 1.955 Mrd. Euro in der Einlagefazilität, bei Passiva von insgesamt 5.944 Mrd. Euro (Europäische Zentralbank 2026c). Tauschen Kunden des Euroraums 100 Mrd. Euro Einlagen in ECoinBs, sinkt die Einlagefazilität um 100 Mrd. Euro, und eine neue Verbindlichkeit von 100 Mrd. Euro erscheint. Kein Aktivum wird verkauft. Keine Anleihe wird gekauft. Die Bilanzsumme bleibt unverändert, wie sie unverändert bleibt, wenn eine Bank Banknoten gegen ihre Reserven abhebt.[27]

[26] Die Compliance-Funktionen—Einfrieren, Vernichten, Freigeben—sind öffentliche Ereignisse on-chain; BlockSec (2026) dokumentiert per 26. Juli 2026 9.597 eingefrorene USDT-Adressen auf Ethereum und Tron.

[27] Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 9. Oktober 2026: Bilanzsumme 5.943,9 Mrd. Euro; für geldpolitische Zwecke gehaltene Wertpapiere 3.316,3 Mrd. Euro; Kredite an Kreditinstitute 34,3 Mrd. Euro.

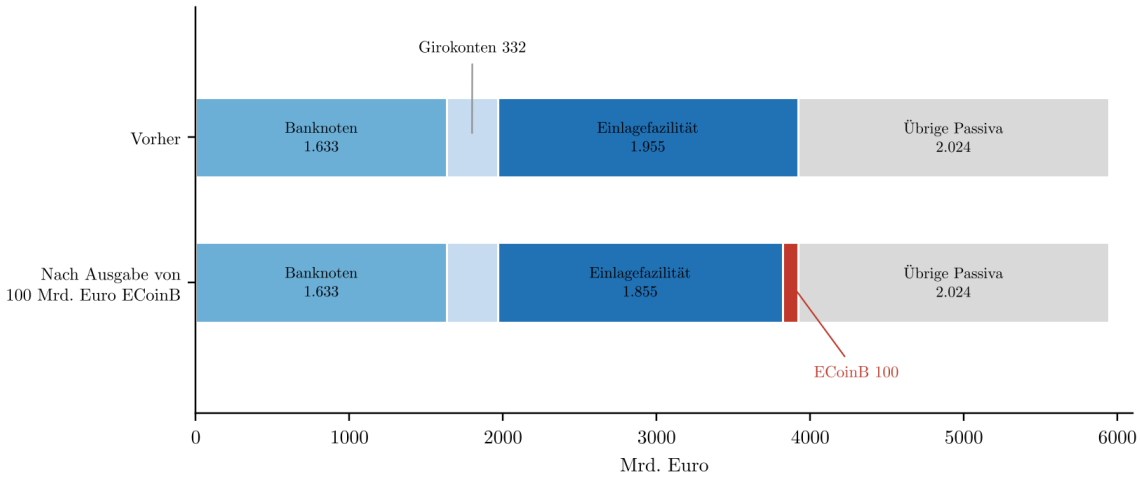


Abbildung 3: Passiva des Eurosystems am 9. Oktober 2026 und nach der Ausgabe von 100 Mrd. Euro ECoinBs gegen Reserven in der Einlagefazilität, Mrd. Euro. Quellen: Europäische Zentralbank (2026c); eigene Berechnung.

Die Einlöseseite ist der Punkt, an dem der Unterschied zum privaten Coin entscheidend wird. Angenommen, ein Kryptocrash veranlasst die Inhaber, 30 Prozent des Umlaufs eines Token binnen eines Tages zurückzugeben. Ein privater Emittent mit 184 Mrd. US-Dollar Umlauf muss an einem Tag 55 Mrd. US-Dollar aufbringen: Er verkauft Wechsel in einen fallenden Markt über Händler, deren Bilanzen bereits voll sind, und die ersten Inhaber, die einlösen, werden voll bezahlt, während die letzten den Abschlag des Sekundärmarktes tragen (Aronoff et al. 2026; Ma, Zeng und Zhang 2025). Das Eurosystem, das einer Rückgabe von 30 Mrd. Euro aus einem ECoinB-Bestand von 100 Mrd. Euro gegenübersteht, vernichtet 30 Mrd. Euro an Token und schreibt 30 Mrd. Euro auf Reservekonten gut. Es verkauft nichts, weil es nichts gegen den Token hält, das es verkaufen müsste; der Token war nie gedeckt, er war ausgegeben. Der umgekehrte Fall ist ebenso einfach: Treibt der Crash die Inhaber aus Dollar-Coins in den ECoinB, prägt das Eurosystem jede Menge, die die Gateways gegen die gelieferten Reserven verlangen, und in einer systemischen Stresslage kann es Banken ECoinBs gegen Sicherheiten zur Verfügung stellen, wie es heute Banknoten bereitstellt. Elastizität, die Eigenschaft, die Schnabel (2026b) als die eine nennt, die ein privater Emittent nicht haben kann, ist der Normalzustand einer Notenbank.

Die Bonität folgt aus derselben Tatsache. Der ECoinB trägt die Bonität des Eurosystems, und das ist die Bonität des Euro selbst. Es gibt keine Reserve zu testieren, keinen Prüfer zu befragen, keine Depotbank, die scheitern könnte. Von den fünf Gründen in Abschnitt 2.3, warum ein privater Emittent pari nicht garantieren kann, beseitigt der ECoinB alle fünf durch seine Konstruktion: kein Reserverisiko, keine Einlösefriktion bei

der Notenbank, kein zweistufiger Zugang zum Emittenten, der Kreditgeber der letzten Instanz ist der Emittent, und der Emittent schafft das Aktivum, in dem er zahlt.[28]

4.5 Verzinsung, Seigniorage und Gebühren

Der ECoinB trägt keine Zinsen. Diese Entscheidung stellt ihn neben die Banknote, den digitalen Euro und die Zinsverbote von MiCAR und GENIUS Act, und sie hält das Instrument in seiner Spur: Ein unverzinster Token konkurriert mit dem unverzinsten Stablecoin, nicht mit der verzinsten Bankeinlage. Summer (2026, Abschnitt 6.1, „Second example“) liest das Zinsverbot für private Coins als Deckel auf dem Inflationseffekt, weil ein verzinster, wechselgedeckter Coin „is simply a government bond that circulates“. Für den ECoinB existiert dieser Effekt nicht, das Verbot ist also aus monetären Gründen nicht nötig; nötig ist es aus Gründen des Bankensystems, und der EZB-Rat behält die Option, es als geldpolitisches Instrument zu ändern (Abschnitt 5.5).

Die Seigniorage entsteht aus dem Tausch auf der Passivseite. Reserven in der Einlagefazilität werden seit 16. September 2026 mit 2,50 Prozent verzinst; der ECoinB nicht. Jede 100 Mrd. Euro, die aus der Einlagefazilität in ECoinBs getauscht werden, ersparen dem Eurosystem deshalb 2,5 Mrd. Euro Zinsen je Jahr. Tether meldete zum Vergleich allein für das zweite Quartal 2026 einen operativen Nettogewinn von 1,5 Mrd. US-Dollar, aufs Jahr gerechnet rund 6 Mrd. US-Dollar, auf Token von 184,6 Mrd. US-Dollar (Tether 2026a), und das US-Finanzministerium erhielt einen gebundenen Käufer für seine Wechsel. Der ECoinB bringt das entsprechende Einkommen dem Eurosystem und über dessen Gewinnausschüttung den Mitgliedstaaten, und er tut es ohne jeden Kauf von Staatsschulden.[29]

Gebühren sind die andere Seite der Ausgestaltung. Das Eurosystem verrechnet den Gateways für Prägung und Vernichtung nichts, wie es für Banknoten nichts verrechnet, und gibt ein Drittel der ersparten Zinsen als Vertriebsvergütung an die Gateways weiter—bei einem Bestand von 100 Mrd. Euro rund 830 Mio. Euro je Jahr. Die Gateways verrechnen ihren Kunden ihrerseits eine Umtauschgebühr von rund fünf Basispunkten je Prägung oder Vernichtung sowie die üblichen Verwahr- und Wallet-Gebühren. Abschnitt 6.4 zeigt, dass der ECoinB damit für Banken auch nach den Einlagen, die sie an ihn verlieren, rentabel ist, und Abschnitt 7.2 liefert die Arithmetik.

[28] Tethers Reserveberichte sind vierteljährliche Testate; die erste vollständige Abschlussprüfung (Geschäftsjahr 2025) wurde erst im August 2026 gemeldet (Tether 2026b). Circles monatliche Reserveberichte sind Prüfungen nach Bestätigungsstandards (Rupprechter 2026a). Eine Notenbankverbindlichkeit braucht keines von beiden.

[29] Einlagesatz 2,50 Prozent nach den Erhöhungen vom 11. Juni und 10. September 2026 (Europäische Zentralbank 2026d). Die Ersparnis ist kleiner, wenn die getauschten Reserven als unverzinste Mindestreserven gehalten wurden.

5 Was der ECoinB in der Geldordnung ändert

5.1 Kein Bestandseffekt, kein Flusseffekt

In der Rechnung von Summer (2026) ist eine von Haushalten gehaltene Notenbankverbindlichkeit unmittelbar gehaltenes Außengeld M, und ihre Einführung „changes the form of M, not its size“; kein Term von $M + qD + \vartheta B$ bewegt sich (Summer 2026, Abschnitt 6.3; zur Äquivalenz Brunnermeier und Niepelt 2019). Dasselbe gilt für den ECoinB, und der Grund ist in Abbildung 3 sichtbar: Der Token wird gegen Reserven ausgegeben, nicht gegen Anleihen. Tauscht eine Kundin eine Einlage in ECoinBs, bleibt ihre Zahlungskapazität unverändert—sie konnte vorher 1 Mio. Euro ausgeben und kann es nachher—, und das Innengeld der Bank sinkt um genau den Betrag, um den das Außengeld in den Händen des Publikums steigt. Keine Anleihe wird ausgabefähig, weil keine Anleihe an dem Geschäft beteiligt ist; keine neue Schuld kommt ausgabefähig in die Welt, weil der ECoinB keine Nachfrage nach Schulden schafft. Bestandseffekt und Flusseffekt aus den Abschnitten 3.1 und 3.3 von Summer (2026) werden nicht gedrosselt, wie die MiCAR-Einlagenquote sie drosselt, und nicht durch eine Reserveregel abgeschaltet, wie die Konfiguration $\rho = 1$ sie abschaltet; sie fehlen aufgrund der Natur des Instruments.[30]

Der quantitative Kontrast zu Rupprechter (2026b) ist lehrreich. Dort erhöhte ein privat ausgegebener Euro-Coin von 500 Mrd. Euro die Zahlungskapazität und mit ihr das Preisniveau nach MiCAR-Regeln um 0,85 bis 2,84 Prozent und um bis zu 11,4 Prozent, wenn der Token in der Abrechnung akzeptiert würde und der Emittent gegen eine Reserve von 20 Prozent Kredit vergeben könnte. Ein ECoinB von 500 Mrd. Euro erhöht sie in beiden Fällen um null, denn es gibt keinen Emittenten, der gegen ihn Kredit vergeben könnte, und keine Reserve, die gehebelt werden könnte. Die europäische Spielart des Flusseffekts—die Konzentration der Coin-Nachfrage auf die knappste nationale Staatsschuld, die Summer (2026, Abschnitt 6.2) als ein Problem benennt, das die Vereinigten Staaten nicht haben, und deren Gegenstück im Run, auf wenige Staatsanleihemärkte konzentrierte Notverkäufe, Born et al. (2026) beschreiben—verschwindet mit ihm: Der ECoinB wählt keine nationale Schuld aus, weil er keine hält.

5.2 Keine Eskalation und kein importierter Anker

Die Eskalationsleiter von Summer (2026, Abschnitt 4) hat keine Sprosse für den ECoinB. Stufe 2 verlangt Inhaber, die den Coin halten statt ihn einzulösen, und Schulden, die im Token geschrieben sind: Beides wird beim ECoinB geschehen, und beides ist harmlos, denn eine in ECoinB geschriebene Schuld ist eine in Euro-Zentralbankgeld geschriebene Schuld,

[30] Summer (2026, Abschnitt 6.3) nennt die Einführung digitalen Zentralbankgelds „not a monetary event but a hierarchy event: a public option entering the payment layer“. Der ECoinB ist ein solches Ereignis auf den öffentlichen Blockchains.

und wer ihn hält, hält Außengeld. Stufe 3 verlangt, dass der Token in die Abrechnungsbedingung wechselt: Der ECoinB beginnt dort. Die Verankerungsdichotomie (Summer 2026, Abschnitt 4.1)—ein Instrument, das bei der Abrechnung weder Außengeld liefert noch zur Tilgung von Abrechnungsverpflichtungen akzeptiert wird, ist wertlos—ist trivial erfüllt, denn der ECoinB ist Außengeld und wird vom Eurosystem für jede Verpflichtung ihm gegenüber zum Nennwert angenommen. Die Unbestimmtheit der Proposition 3 (Summer 2026, Abschnitt 4.2; Kareken und Wallace 1981) braucht zwei Außengelder mit einem schwankenden Kurs zwischen ihnen; ECoinB und Reserveguthaben sind ein Geld mit einem Kurs von eins, festgelegt nicht durch Intervention, sondern durch Identität.[31]

Für den Euroraum ist das wichtigere Fehlen das des importierten Ankers. Ein Dollar-Token in der europäischen Abrechnung ließe den tokenisierten Teil der Wirtschaft amerikanischen Preisen und dem Wechselkurs folgen, die digitale Dollarisierung, die Brunnermeier, James und Landau (2019) beschreiben; Rupprechter (2026b, Abschnitt 7.2) errechnete, dass ein in Euro gemessenes Dollar-Preisniveau allein 2022 um 21 Prozent gestiegen wäre, gegenüber 8,4 Prozent beim HVPI. Ein ECoinB an derselben Stelle folgt dem Euro-Preisniveau, denn er ist der Euro. Das Zinsinstrument der EZB erreicht ihn: Der Satz, den Gateways auf Reserven verdienen, und die Gebühren, die sie für den Umtausch verlangen, bewegen sich mit dem Leitzins, und der EZB-Rat kann den Token verzinsen, wenn er es je beschließt. Der Kreditgeber der letzten Instanz erreicht ihn: Das Eurosystem kann einer Bank in Not oder über eine Bank einer Börse in Not ECoinBs zur Verfügung stellen, was für einen Dollar-Token in Europa niemand kann. Keine der drei unmöglichen Entscheidungen, die ein Dollar-Token in der Abrechnung der EZB aufzwingt—der Fed folgen, den Euro-Teil überkorrigieren oder den tokenisierten Teil aufgeben—, stellt sich (Rupprechter 2026b, Abschnitt 7.2).[32]

5.3 Stress und Krise: Wohin der Run läuft

Drei Stresslagen sind zu unterscheiden. Die erste ist ein Kryptocrash. Die Inhaber flüchten aus volatilen Anlagen in den sichersten verfügbaren Token; heute ist das ein Dollar-Stablecoin, eine Forderung an einen privaten Emittenten. Mit einem ECoinB am Markt geht ein Teil dieser Flucht in Euro-Zentralbankgeld, und das Eurosystem bedient sie, indem es gegen die von den Gateways gelieferten Reserven prägt. Der ECoinB ist der sichere Hafen der Kryptowelt, und ein sicherer Hafen, der zugleich der Euro ist, stärkt die Währung, statt sie zu bedrohen. Die zweite ist ein Run auf einen privaten Stablecoin, das

[31] Schulden im Token gibt es bereits: Kreditprotokolle lauten ihre Darlehen auf Stablecoins; die ausstehenden DeFi-Kredite betrugen im August 2026 rund 26 Mrd. US-Dollar (Rupprechter 2026b, Tabelle 1). In ECoinB wären solche Schulden Euro-Schulden.

[32] Die 21 Prozent sind die Veränderung des in Euro gemessenen US-Verbraucherpreisindex im Jahr 2022, verkettet aus Jahresdurchschnitten von CPI, HVPI und EUR/USD-Kurs, 2015 = 100 (Rupprechter 2026b, Abbildung 3).

Szenario von Anadu et al. (2024), die an Stresstagen des Kryptomarkts Nettoströme von riskanteren zu sichereren Stablecoins belegen, und vom März 2023. Inhaber, die ein ECoinB-Gateway erreichen, müssen sich nicht in die Schlange beim Emittenten stellen; der Run wird von einem Instrument aufgefangen, auf das kein Run möglich ist. Die dritte ist eine Bankenkrise, in der Einleger aus den Banken in die eigene Verbindlichkeit der Notenbank flüchten. Das ist der klassische Einwand gegen jedes Zentralbankgeld für das Publikum (Andolfatto 2021; Fernández-Villaverde et al. 2021; Keister und Sanches 2023), und die Ausgestaltung des ECoinB beantwortet ihn mit Zugangsstufen, Umtauschgrenzen für natürliche Personen und der Vollzuteilung des Eurosystems an Banken; die Abschnitte 6.6 und 7.5 liefern Mechanismus und Zahlen.[33]

5.4 Den Dollar-Coin aus der europäischen Zahlungsebene hinausdrängen

MiCAR begrenzt bereits die Verwendung von Fremdwährungs-Token als Tauschmittel und erlaubt den Behörden, die Ausgabe zu deckeln, wo die Währungshoheit auf dem Spiel steht (Artikel 23, 24 und 58). Rupprechter (2026b) argumentierte, dass diese Grenzen der Schutz der Abrechnungsseite des Euro sind, und empfahl, sie on-chain statt über Emittentenberichte durchzusetzen. Die Schwäche einer Grenze ist, dass sie ein Instrument wegnimmt, ohne eines anzubieten; sie verlangt vom Markt, einen Verlust an Bequemlichkeit im Namen einer Gefahr hinzunehmen, die der Markt nicht preist. Der ECoinB nimmt den Verlust weg. Eine europäische Börse, die ihre Euro-Paare heute gegen einen Dollar-Coin stellt, weil dort die Liquidität ist, kann sie gegen einen Token stellen, der sicherer ist und in der Heimatwährung abgerechnet wird; ein europäischer Treasurer, der Arbeitsguthaben in USDC hält, kann sie in Zentralbankgeld halten. Abschnitt 6.7 schlägt vor, Banken und Unternehmen in der Union in der Verwendung von Fremdwährungs-Stablecoins für Zahlung und Abrechnung zu beschränken, mit dem ECoinB als angebotenem Ersatz. Die Grenze wird kostenlos und damit durchsetzbar.[34]

Dies ist auch der Punkt, an dem der Vorschlag den dritten Satz der Haltung aus Abschnitt 3.4 beachtet, „do not amplify“. Verstärkung ist in dieser Lesart Gesetzgebung oder amtliche Befürwortung, die die Nachfrage nach der anleihegedeckten Konfiguration anfacht, in der neue Staatsschuld teilweise ausgabefähig in die Welt kommt (Summer 2026, Abschnitt 6.3). Der ECoinB tut das Gegenteil: Er verdrängt die anleihegedeckte Konfiguration durch eine reservegedeckte und nimmt die Nachfrage nach Wechseln weg,

[33] Im Modell von Diamond und Dybvig (1983) ist der Run ein Koordinationsversagen der Einleger; eine risikolose Ausweichmöglichkeit macht ihn wahrscheinlicher, sofern sie nicht rationiert oder die Liquidität der Bank nicht abgesichert ist, weshalb die Ausgestaltung beides verbindet.

[34] Lizenzierte Plattformen im EWR nahmen USDT nach ESMA-Leitlinien bis Anfang 2025 aus dem Angebot, doch Eigenverwahrung und Wallet-Transfers blieben unberührt (Rupprechter 2026b, Abschnitt 5.1); ein überlegener Euro-Token erreicht die Wallets, die eine Auslistung nicht erreicht.

die der Dollar-Coin erzeugt. Im Vokabular der drei Haltungen—unterdrücken, hinnehmen, verstärken—ist er eine vierte: ersetzen.

5.5 Ein neues Instrument für die EZB

Über den defensiven Zweck hinaus gibt der ECoinB dem Eurosystem etwas, das es nie hatte: eine Präsenz im Kryptomarkt und eine Reihe von Instrumenten, die ihn erreichen. Tabelle 5 nennt sechs. Das erste ist Beobachtung: Daten on-chain über Umlauf, Umlaufgeschwindigkeit, Konzentration bei Börsen und Verwendung als Sicherheit treffen in Echtzeit ein und vervollständigen die Statistik, die heute am Bankkonto der Börse endet. Das zweite ist die Verzinsungsoption: Ein Token, der nichts zahlt, kann durch Beschluss des EZB-Rats zum Zahlen oder zum Kosten gebracht werden—ein gestaffelter Satz auf Guthaben über einer Schwelle wäre das Gegenstück on-chain zum zweistufigen System für Reserven. Das dritte sind Umtauschgebühr und Ausgabeobergrenze als makroprudenzielle Bremse für Kryptohebel. Das vierte ist der ECoinB als Abrechnungsaktivum und Sicherheit auf Pontes und in tokenisierten Wertpapiermärkten, wo auf Dollar lautende Stablecoins nach Lagarde (2026) „the default settlement asset in tokenised finance“ geworden sind. Das fünfte ist die Funktion des Kreditgebers der letzten Instanz für die tokenisierte Eurowirtschaft. Das sechste ist ein Beobachtungspunkt für den Wechselkurs on-chain: Ein liquides Paar ECoinB–USDC ist ein Euro-Dollar-Markt, der rund um die Uhr handelt. Benigno (2026) findet, dass ein Zwischenregime mit kleiner Notenbankbilanz und „an elastic backstop“ Liquiditätsprämien und Inflation stabilisiert; für die Wirtschaft on-chain wäre der ECoinB ein solcher Rückhalt.[35]

Tabelle 5: Sechs Instrumente, die der ECoinB dem Eurosystem verschafft

Instrument	Wirkung	Gegenstück heute
Beobachtung on-chain	Umlauf, Umlaufgeschwindigkeit, Konzentration und Sicherheitenverwendung des Euro in Kryptomärkten in Echtzeit	keines; Statistik endet am Bankkonto
Verzinsungsoption	gestaffelter positiver oder negativer Satz auf ECoinB-Guthaben durch Beschluss des EZB-Rats	zweistufige Verzinsung der Reserven
Umtauschgebühr, Ausgabeobergrenze	makroprudenzielle Bremse für Zuflüsse, Hebel und Einlagenflucht	Haltelimits des digitalen Euro
Abrechnungsaktivum auf Pontes	Geldseite für tokenisierte Wertpapiere in Zentralbankgeld	Pontes-Geldtoken (nur Großbetrag)
Kreditgeber der letzten Instanz	ECoinB-Liquidität an Banken gegen Sicherheiten; über Banken an Börsen	ELA und Vollzuteilung in Reserven
Wechselkursbeobachtung	Euro-Dollar-Markt rund um die Uhr in Paaren ECoinB–USDC	Interbanken-Devisenmarkt

Quellen: Eigene Darstellung.

[35] Schnabel (2026b) argumentiert, dass die Notenbank auf einem programmierbaren Register Zinssätze, Sicherheitenanforderungen und Zugangsbedingungen „with immediate effect“ ändern könnte; der ECoinB dehnt diese Fähigkeit auf die öffentlichen Blockchains aus.

5.6 Die internationale Dimension: ausländisches Kapital und der Euro

Lagarde (2026) ist skeptisch, dass Euro-Stablecoins die internationale Rolle des Euro stärken können: „If we want to strengthen the international appeal of the euro, stablecoins are not an efficient way of doing so“, denn die Grundlagen seien tiefe Kapitalmärkte und eine Basis sicherer Anlagen: „Stablecoins cannot build those foundations for us“. Für private Coins ist das Argument richtig, und der ECoinB gibt nicht vor, diese Grundlagen zu schaffen. Sein Anspruch ist enger. Die Kryptoszene hält rund 300 Mrd. US-Dollar an Parkguthaben, fast alle in Dollar, und sie hält sie nicht, weil sie den Dollar vorzieht, sondern weil der Dollar-Token der liquideste und unter den privaten Token der sicherste ist. Ein Euro-Token, der sicherer ist als jeder Dollar-Token, gibt dieser Szene einen Grund, Euro zu halten, den sie nie hatte. Jede Milliarde, die aus einem Dollar-Coin in den ECoinB wandert, ist eine Milliarde Euro, die am Devisenmarkt gekauft und als Forderung an das Eurosystem gehalten wird statt an ein Unternehmen, das das amerikanische Finanzministerium finanziert.

Die Größenordnungen sind neben der Rolle des Euro in Reserven und Handel bescheiden, und Abschnitt 7.4 beziffert sie: Ein Anteil von 10 Prozent am weltweiten Stablecoin-Markt wären zum Wechselkurs vom Oktober 2026 rund 27 Mrd. Euro ausländischer Euro-Nachfrage. Aber die Richtung stimmt, die Nachfrage ist neu, und sie kommt aus dem Teil des Finanzsystems, der am schnellsten wachsen wird. Hofmann, Mehrotra und Paulick (2026) finden, dass Stablecoin-Ströme in Schwellenländer dieselben Treiber haben wie die Einlagendollarisierung und von Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend unberührt bleiben; ein ECoinB ist das einzige Instrument, mit dem der Euro auf derselben Schiene um dieselben Ersparnisse konkurrieren kann. Und wo die Nachfrage aus dem Ausland kommt, wird die Seigniorage aus Abschnitt 4.5 von Ausländern bezahlt—das exorbitante Privileg im Kleinen.[36]

6 Die Einführung des ECoinB

6.1 Rechtsgrundlage und Mandat

Ob das Eurosystem einen ECoinB ausgeben darf, ist eine Rechtsfrage, die diese Arbeit stellen, aber nicht entscheiden kann. MiCAR steht nicht im Weg: Die Verordnung gilt nicht für die EZB und die Zentralbanken der Mitgliedstaaten, wenn sie als Währungsbehörden handeln (Artikel 2 Absatz 2 Buchstabe c), sodass ein in dieser Eigenschaft ausgegebener ECoinB nicht unter die Verordnung fiele. Drei Wege bestehen. Der erste ist ein Rechtsakt der Union nach dem Vorbild der vorgeschlagenen Verordnung

[36] Azzimonti und Quadrini (2025) sowie Ferrari Minesso und Siena (2026) analysieren, wie die Reservenachfrage der Stablecoins den Appetit auf sichere US-Anlagen nährt; der ECoinB lenkt einen Teil dieser Nachfrage in den Euro, ohne Nachfrage nach der Schuld eines bestimmten Staates zu schaffen.

über den digitalen Euro, die den digitalen Euro zum gesetzlichen Zahlungsmittel machen und seine Haltelimits und sein Vergütungsmodell festlegen würde (Europäisches Parlament 2026). Der zweite ist ein Beschluss des EZB-Rats nach der ESZB-Satzung: Artikel 17 erlaubt der EZB und den nationalen Zentralbanken, Konten für Kreditinstitute und andere Marktteilnehmer zu eröffnen, Artikel 20 erlaubt mit Zweidrittelmehrheit andere Instrumente der Geldpolitik, und Artikel 22 erlaubt der EZB, Einrichtungen zur Verfügung zu stellen und Verordnungen zu erlassen, um effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme zu gewährleisten. Die DLT-Abwicklung des Eurosystems unter Pontes, die nach Schnabel (2026b) native Tokenisierung und Programmierbarkeit auf die eigene Plattform des Eurosystems bringt, kann sich auf diesen zweiten Weg stützen. Der dritte Weg ist eine Verbindung: ein Beschluss des EZB-Rats für das Instrument und ein Rechtsakt der Union für den Zugang der Nichtbanken-Gateways und für die Grenzen für Fremdwährungs-Token aus Abschnitt 6.7.[37]

Zwei Schranken gelten auf jedem Weg. Das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in Artikel 123 AEUV bleibt unberührt, denn der ECoinB wird gegen Reserven ausgegeben und niemals gegen Staatsschulden; er verringert sogar die private Nachfrage nach Wechseln, die der Dollar-Coin erzeugt. Und die Unabhängigkeit der EZB bleibt unberührt, denn die Menge der ECoinBs bestimmt sich aus der Nachfrage zu festem Preis, wie die Menge der Banknoten, und der EZB-Rat behält jedes Instrument, das er heute hat.

6.2 Phasen und Zeitplan

Tabelle 6 und Abbildung 4 legen eine Abfolge dar, die den Markt vor dem digitalen Euro erreicht und die Infrastruktur nutzt, die das Eurosystem ohnehin baut. 2027 wird der Rechtsakt vorbereitet und der EZB-Rat entscheidet; der Bericht zur MiCAR-Überprüfung, fällig bis 30. Juni 2027, ist das natürliche Vehikel für die Änderungen des Unionsrechts. Derselbe Rechtsakt sperrt die Abrechnungsebene—Steuern, Bankverbindlichkeiten und Finalität allein in Euro—, bevor der Token besteht (Abschnitt 6.8). Ab dem zweiten Halbjahr 2027 wird der Token gebaut und mit einer Gruppe von Banken und lizenzierten Kryptodienstleistern auf zwei oder drei öffentlichen Blockchains erprobt, parallel zum Pilotbetrieb des digitalen Euro, der im selben Halbjahr beginnt. Anfang 2029 wird der ECoinB für alle Gateways gestartet, an europäischen Börsen notiert und an Pontes angebunden. Ab 2029 greifen die Grenzen für Fremdwährungs-Stablecoins bei Banken und Unternehmen, gestaffelt über achtzehn Monate. 2030 überprüft der EZB-Rat

[37] Artikel 128 Absatz 1 AEUV gibt der EZB das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Euro-Banknoten zu genehmigen; ob ein Token eine Banknote in neuer Form oder ein neues Instrument nach der Satzung ist, ist eine Frage für die Unionsgerichte, nicht für diese Arbeit.

Zugangsstufen und Verzinsungsoption im Licht der Daten des ersten Jahres und prüft den ersten Meilenstein des Sicherheitsnetzes.[38]

Tabelle 6: Phasen der Einführung des ECoinB, 2027 bis 2031

Zeitraum	Schritt	Zuständig
1. Hj. 2027	Rechtsprüfung; Unionsrechtsakt oder Beschluss des EZB-Rats; Zugangsregeln für Nichtbanken-Gateways; Abstimmung mit dem Bericht zur MiCAR-Überprüfung; Sperre der Abrechnungsebene (Abschnitt 6.8)	EZB, Kommission, Parlament, Rat
2. Hj. 2027–1. Qu. 2029	Technischer Aufbau auf zwei oder drei öffentlichen Blockchains; Pilot mit 10–15 Banken und lizenzierten CASPs; Compliance-Modul; Benennung nach der Finalitätsrichtlinie	Eurosystem, EBA, ESMA
2. Hj. 2027–2029	Pilot des digitalen Euro (ab 2. Hj. 2027) und Ausgabe (2029) auf eigener Spur	Eurosystem, PSPs
1. Qu. 2029	Start für alle Gateways; Börsennotierung; Euro-Paare in ECoinB gestellt; Anbindung an Pontes	Eurosystem, CASPs, Banken
2029–Mitte 2030	Grenzen für Fremdwährungs-Stablecoins bei Banken und Unternehmen, gestaffelt über achtzehn Monate	Kommission, nationale Behörden
2030–2031	Überprüfung der Zugangsstufen, Umtauschgrenzen und der Verzinsungsoption; Meilensteine des Sicherheitsnetzes	EZB

Quellen: Eigene Darstellung; Termine des digitalen Euro nach Europäische Zentralbank (2026a).

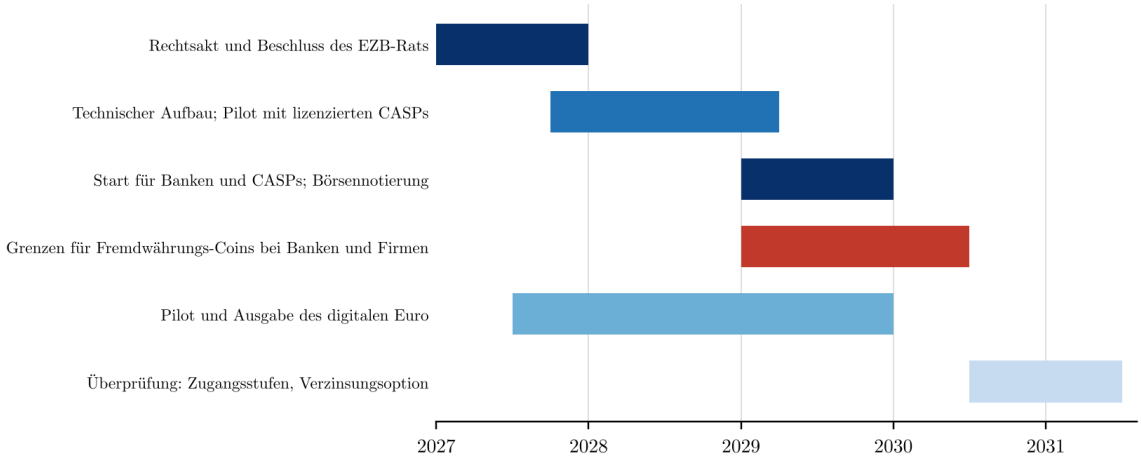


Abbildung 4: Zeitplan der Einführung des ECoinB und die parallele Spur des digitalen Euro, 2027 bis 2031. Quelle: eigene Darstellung.

6.3 Den ECoinB in den Kryptomarkt einschleusen

Ein Token, den niemand handelt, ist kein Geld, und das stärkste Aktivum des Dollar-Coins ist seine Liquidität. Fünf Maßnahmen bauen vom ersten Tag an Liquidität für den ECoinB auf. Erstens die Notierung: Lizenzierte europäische Börsen stellen ihre Euro-Paare gegen

[38] Die MiCAR-Überprüfung folgt Artikel 140 der Verordnung; die gezielte Konsultation der Kommission lief vom 20. Mai bis 30. September 2026 und fragt, ob ein Gleichwertigkeitsregime für globale Stablecoins eingeführt werden soll (Europäische Kommission 2026, Frage 40).

den ECoinB, und der Zulassungsrahmen von MiCAR kann verlangen, dass eine lizenzierte Plattform, die Eurohandel anbietet, ECoinB-Abwicklung anbietet. Zweitens Market Making: Die Gateway-Banken und die großen Börsen verpflichten sich zu beidseitigen Kursen in den Paaren ECoinB–USDC und ECoinB–USDT, in den ersten zwei Jahren finanziert aus der Vertriebsvergütung nach Abschnitt 4.5.[39] Drittens eine gebührenfreie Zeit: Das Eurosystem erlässt nichts, weil es nichts verrechnet, aber die Gateways erlassen die Umtauschgebühren in den ersten zwölf Monaten, um Guthaben zu bewegen. Viertens Programmierbarkeit: Der Token unterstützt die Standards, die Kreditprotokolle und Plattformen für tokenisierte Vermögenswerte verwenden, sodass der ECoinB als Sicherheit und als Geldseite von Wertpapieren on-chain dienen kann. Fünftens Interoperabilität zwischen den Blockchains über eine kanonische, vom Eurosystem betriebene Brücke, sodass derselbe ECoinB auf jeder unterstützten Blockchain umläuft, ohne verpackte Kopien.[40]

Die Ökonomie der Verbreitung begünstigt den öffentlichen Token, sobald er besteht. Für eine Börse beseitigt die Abwicklung in ECoinB das Gegenparteirisiko des Emittenten, die Reservetestate, die sie überwachen muss, und die regulatorische Unsicherheit um Fremdwährungs-Token unter MiCAR. Für einen Market Maker beseitigt ein Token, der nicht von pari abweichen kann, das Basisrisiko zwischen Coin und Währung. Für einen Kunden mit Euro-Basis zeigte Tabelle 3 die Ersparnis. Und die OECD (2025) sieht im Fehlen tokenisierter Geldformen einen Grund, warum sich tokenisierte Märkte bisher nicht entwickelt haben; der ECoinB liefert dieses Geld in seiner sichersten Form. Hernández de Cos (2026) beobachtete, dass Regulierung allein keine Verwendung erzeugt hat; der ECoinB erzeugt Verwendung durch Überlegenheit, nicht durch Verpflichtung, und die Verpflichtung aus Abschnitt 6.7 schließt nur die Tür hinter dem Markt, nachdem er hindurchgegangen ist.

6.4 Banken: Gateways, Gebühren und Annahme zur Tilgung

Banken sind die Gateways des Systems, und die Ausgestaltung muss die Rolle lohnend machen. Tabelle 7 nennt ihre Ertragsquellen. Die Vertriebsvergütung des Eurosystems ist ein Drittel der ersparten Zinsen, rund 83 Basispunkte je Jahr auf den Bestand, den eine Bank geprägt hat. Umtauschgebühren von fünf Basispunkten je Prägung oder Vernichtung erbringen bei einem jährlichen Umtauschumsatz vom Vierfachen des Bestands 20 Basispunkte. Verwahr-, Wallet-, Melde- und Compliance-Dienste für Firmen- und Privatkunden bringen weitere 25 bis 30 Basispunkte auf den verwahrten Anteil. Dem stehen die Einlagen gegenüber, die die Bank verliert: Ersetzt die Hälfte des ECoinB-

[39] Lyons und Viswanath-Natraj (2023) finden, dass ein breiterer Zugang der Anleger zur Arbitrage beim Emittenten die absolute Größe der Kursabweichungen halbierte; ein offener Zugang über Gateways erfüllt beim ECoinB denselben Zweck.

[40] Verpackte Kopien—von einem Dritten ausgegebene und mit dem Original gedeckte Token—würden genau die private Forderungsstruktur wieder einführen, die der ECoinB beseitigen soll; die kanonische Brücke hält jede Einheit als unmittelbare Verbindlichkeit des Eurosystems.

Bestands einer Bank ihre eigenen Einlagen—die andere Hälfte ersetzt Dollar-Coins und ausländische Guthaben—und verdiente die Bank eine Marge von zwei Prozentpunkten zwischen Einlagesatz der Fazilität und ihrem Einlagenzins, beträgt der Verlust 100 Basispunkte des Bestands. Die Summe ist positiv: rund 116 bis 118 Basispunkte Ertrag gegen 100 Basispunkte verlorene Marge, vor dem Neugeschäft, das der Token bringt. Abbildung 5 zeigt das Ergebnis je 100 Mrd. Euro: 2,5 Mrd. Euro Ersparnis des Eurosystems, 0,83 Mrd. Euro an die Gateways, 0,35 Mrd. Euro Nutzergebühren, 1,0 Mrd. Euro verlorene Marge und ein Nettogewinn der Banken von rund 0,18 Mrd. Euro.[41]

Tabelle 7: Ertrag und Kosten einer Gateway-Bank je 100 Euro ECoinB-Bestand, je Jahr

Position	Annahme	Basispunkte
Vertriebsvergütung des Eurosystems	ein Drittel der ersparten Zinsen bei einem Einlagesatz von 2,50 %	+83
Umtauschgebühren	5 Bp je Prägung oder Vernichtung; Jahresumsatz Vierfaches des Bestands	+20
Verwahr-, Wallet- und Compliance-Dienste	25–30 Bp auf den verwahrten Anteil; Hälfte des Bestands	+13 bis +15
Verlorene Einlagenmarge	Hälfte des Bestands ersetzt eigene Einlagen; Marge 200 Bp	−100
Netto		+16 bis +18

Quellen: Eigene Berechnung.
Anmerkungen: Abbildung 5 verwendet das obere Ende der Verwahrspanne (15 Bp) und zeigt netto 18 Bp je 100 Euro Bestand, also 0,18 Mrd. Euro je 100 Mrd. Euro.

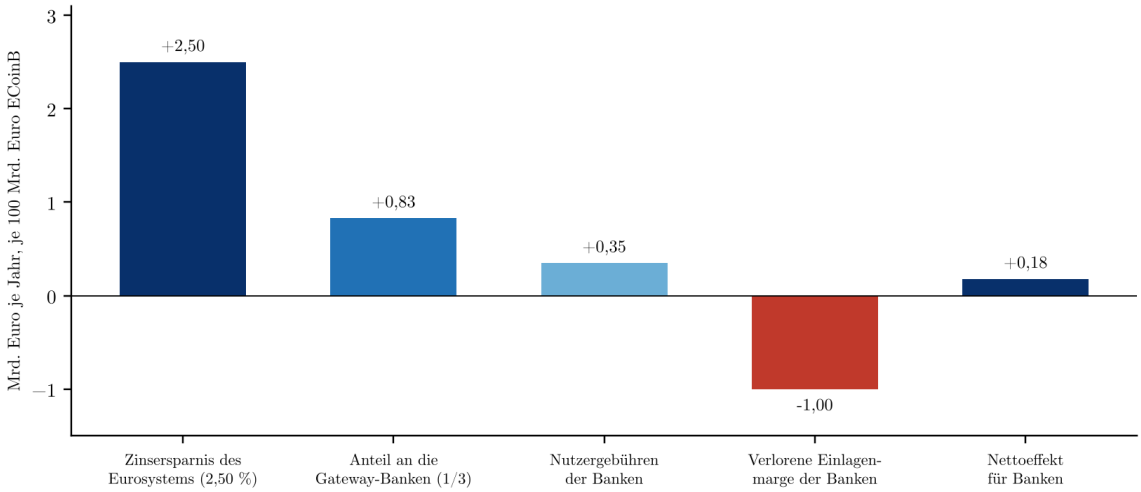


Abbildung 5: Wer je 100 Mrd. Euro ECoinB-Bestand was verdient, Mrd. Euro je Jahr: Zinsersparnis des Eurosystems bei einem Einlagesatz von 2,50 Prozent, der an die Gateway-Banken weitergegebene Anteil, Nutzergebühren, die von den Banken verlorene Einlagenmarge und der Nettoeffekt für die Banken. Quelle: eigene Berechnung.

[41] Die Marge von zwei Prozentpunkten ist die Differenz zwischen dem Einlagesatz von 2,50 Prozent und einem durchschnittlichen Zins auf täglich fällige Einlagen von rund 0,5 Prozent; sie ist eine Annahme über den laufenden Zinszyklus und sinkt mit dem Leitzins.

Die Annahme zur Tilgung folgt aus der Gateway-Rolle. Eine Bank, die einen ECoinB binnen Sekunden zum Nennwert in ein Reserveguthaben tauschen kann, trägt kein Risiko, wenn sie ihn zum Nennwert zur Rückzahlung eines Kredits, als Sicherheitsleistung oder als Sicherheit annimmt. Ein Kryptounternehmen, das einer Bank 10 Mio. Euro schuldet, kann in ECoinB zurückzahlen; die Bank vernichtet die Token, ihr Reservekonto wird gutgeschrieben, und der Kredit ist getilgt.[42] Dasselbe gilt für das Eurosystem selbst, das den ECoinB für jede Verpflichtung ihm gegenüber zum Nennwert annimmt. Der Kreis schließt sich: Der Token wird in der Abrechnungsebene nicht angenommen, weil eine Verordnung es erlaubt, sondern weil er das Abrechnungsaktivum ist. Banken, die den vollen Kreislauf anbieten—prägen, verwahren, annehmen, vernichten—, werden zur Heimat der Euro-Kryptowirtschaft, die heute in Delaware und El Salvador ihre Bank hat. Tokenisierte Einlagen können daneben stehen: Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (2024) stellt fest, dass die Tokenisierung einer Einlage „does not per se alter the fundamental nature of the claim“, sodass eine Gateway-Bank Geschäftsbankgeld und Zentralbankgeld auf derselben Schiene anbieten kann.

6.5 Handel, Unternehmen und weitere Teilnehmer

Der ECoinB ist nicht für die Ladenkasse entworfen, und Händler müssen ihn nicht annehmen; der digitale Euro und die Bankeinlage bedienen den Zahlungsverkehr der Privatkunden. Drei Gruppen jenseits von Banken und Börsen werden ihn nutzen. Unternehmenstreasuries, die heute Arbeitsguthaben für Geschäfte on-chain in Dollar-Coins halten, halten sie in ECoinB und begleichen Lieferantenzahlungen on-chain in Euro; Rupprechter (2026a) brachte das Beispiel einer Wiener Firma, die einen Lieferanten in Buenos Aires binnen Sekunden bezahlt, und diese Firma zahlt nun in ihrer eigenen Währung. Emittenten und Plattformen tokenisierter Wertpapiere verwenden den ECoinB als Geldseite und wickeln Lieferung gegen Zahlung in Zentralbankgeld auf öffentlichen Blockchains ab, ergänzend zur eigenen Plattform des Eurosystems unter Pontes. Und außereuropäische Nutzer—der Sparer im Schwellenland, die asiatische Börse, das lateinamerikanische Fintech—erreichen den Token über lizenzierte Gateways nach der üblichen Identifizierung und bringen damit die ausländische Nachfrage aus Abschnitt 5.6.[43]

6.6 Kannibalisierung vermeiden: Einlagen, digitaler Euro, Bargeld

Drei Grenzen müssen halten. Die erste verläuft zwischen ECoinB und Bankeinlage. Der Schutz ist mehrschichtig: keine Zinsen, sodass der Token ein Kassenguthaben ist und kein

[42] Tether International hat seinen Sitz in El Salvador, Circle Internet Group in Delaware; das Kreditbeispiel unterstellt das eigene Gateway der Bank, sodass Vernichtung und Gutschrift binnen Sekunden in ihren eigenen Büchern geschehen.

[43] Lagarde (2026) zählt rund 60 Prozent des Stablecoin-Zahlungsvolumens zu grenzüberschreitenden Unternehmenszahlungen; in diesem Segment, nicht an der Ladenkasse, ersetzt der ECoinB den Dollar-Coin zuerst.

Sparvehikel; Umtauschgebühren und Verwahrkosten, sodass das Halten des Token außerhalb seines Zwecks teurer ist als das Halten einer Einlage; Zugangsstufen, sodass lizenzierte Intermediäre unbegrenzt tauschen, Unternehmen im Umfang ihres nachgewiesenen Zahlungs- und Abrechnungsbedarfs und natürliche Personen über ein Gateway bis zu einer Tages- und einer Bestandsschwelle, die bei der Identifizierung durchgesetzt wird, nach dem Vorbild der Haltelimits des digitalen Euro; und die Sicherungen aus Tabelle 5, sodass der EZB-Rat in einer systemischen Stresslage binnen Stunden die Umtauschgebühr anheben oder die Ausgabe deckeln kann. Abschnitt 7.5 zeigt, dass eine Einlagenflucht in den ECoinB selbst ohne diese Sicherungen durch die Vollzuteilung aufgefangen wird und die betroffene Bank die Spanne zwischen Einlagenzins und Hauptrefinanzierungssatz kostet, nicht ihre Solvenz.[44]

Die Beschränkung der Unternehmen auf ihren nachgewiesenen Bedarf schließt eine Lücke, die die größten Einlagen betrifft. Die Einlagensicherung deckt 100.000 Euro je Einleger und Bank (Richtlinie 2014/49/EU). Im Durchschnitt der Sicherungssysteme sind 57,4 Prozent der erstattungsfähigen Einlagen gedeckt, bei natürlichen Personen 78,9 Prozent, bei juristischen Personen 20,9 Prozent, und die 4 Prozent der Einleger, die nicht voll gedeckt sind, sind überwiegend Unternehmen (Europäische Bankenaufsichtsbehörde 2023). Neben gedeckten Einlagen von 8,6 Bio. Euro (Europäische Bankenaufsichtsbehörde 2025) steht damit ein ungedeckter Bestand in der Größenordnung von 6 Bio. Euro, für den ein unbegrenzt verfügbares, jederzeit übertragbares Zentralbankgeld eine neue Ausweichmöglichkeit wäre: Ohne die Bedarfsprüfung könnte ein vermögender Anleger, der seine Mittel über eine Holdinggesellschaft hält, die Schwelle für natürliche Personen umgehen und Beträge in Millionenhöhe als ECoinB aufbewahren. In ruhigen Zeiten ist der Anreiz gering, denn der unverzinste Token bietet dieselbe Sicherheit wie kurzlaufende Staatspapiere, aber nicht deren Ertrag; bei 5 Mio. Euro und 2,50 Prozent entgehen dem Inhaber rund 125.000 Euro im Jahr. Die Umgehung der Einlagensicherung ist deshalb kein Bestands-, sondern ein Fluchtproblem: In einer Vertrauenskrise fallen einige Tage ohne Zins gegenüber dem Risiko, eine ungedeckte Einlage zu verlieren, nicht ins Gewicht, und die Runs vom März 2023 wurden von wenigen großen, institutionellen Einlegern getragen und spielten sich an zwei Geschäftstagen ab (Cipriani, Eisenbach und Kovner 2024). Die Banken träfe das an der empfindlichsten Stelle ihrer Refinanzierung. Das Netto der Tabelle 7 ist nur positiv, weil dort die Hälfte des Bestands eigene Einlagen ersetzt: Jede Einlage, die darüber hinaus in den Token flüchtet, kostet die Bank 200 Basispunkte Marge gegen höchstens 118 Basispunkte Ertrag aus der Gateway-Rolle, und ersetzt der Token zu drei Vierteln eigene Einlagen, wird das Netto negativ (Abschnitt 7.6).[45]

[44] Grenzen je Adresse sind auf einer öffentlichen Blockchain nicht durchsetzbar, weil eine Adresse aufgeteilt werden kann; die Schwellen gelten deshalb für die identifizierte Person am Gateway, wo sie auch der digitale Euro ansetzt.
[45] Gedeckte Einlagen Ende 2024 von 8,6 Bio. Euro geteilt durch die ungewichtete durchschnittliche Deckungsquote Ende 2022 von 57,4 Prozent ergeben erstattungsfähige Einlagen von rund 15 Bio. Euro; die Zahl ist eine Annäherung, weil der Durchschnitt große und kleine Sicherungssysteme gleich gewichtet.

Der Hebel muss deshalb dort ansetzen, wo Identität und Euro zusammentreffen: am Gateway, also bei der Bank oder dem lizenzierten Kryptodienstleister, der den Kunden identifiziert. Neben der Bedarfsprüfung für Unternehmen schließen drei Regeln die Lücke. Erstens gelten die Schwellen je wirtschaftlich Berechtigtem und über alle Gateways hinweg, so wie das Haltelimit des digitalen Euro je Nutzer gilt; eine Holdinggesellschaft teilt damit die Schwelle ihres Eigentümers, und die Angaben dazu hat das Gateway nach der Geldwäscheverordnung ohnehin zu erheben (Verordnung (EU) 2024/1624). Zweitens werden Guthaben über der Schwelle, die ein Gateway verwahrt, zum Tagesende auf das verknüpfte Bankkonto des Inhabers zurückgeführt, wie es der digitale Euro mit seiner Rückführung über das verknüpfte Konto („reverse waterfall“) vorsieht (Demertzis und Mejino-López 2024). Drittens bleibt für den Stressfall der Preis: Eine Umtauschgebühr für Beträge über der Schwelle, die der EZB-Rat in einer Krise binnen Stunden anheben kann, folgt der Logik der zweistufigen Verzinsung, mit der Bindseil (2020) digitales Zentralbankgeld als Zahlungsmittel attraktiv und als Wertaufbewahrung unattraktiv halten und in einer Krise gegen eine Einlagenflucht verschärfen will. Weil jeder ECoinB durch ein Gateway auf die Blockchain kommt, der Euro dafür von einem Bankkonto stammt und Guthaben über der Schwelle dorthin zurückfließen, wird die Bank nicht umgangen: Der Wechsel großer Beträge in Zentralbankgeld bleibt an ihre Bücher gebunden.[46]

Die zweite Grenze verläuft zwischen ECoinB und digitalem Euro, und sie ist eine Grenze des Zwecks, nicht der Konkurrenz. Die amtliche Begründung der EZB für den digitalen Euro lautet, dass er eine digitale Form des Bargelds sein soll, die den Bürgern Zugang zu Zentralbankgeld in digitaler Form gibt, als gesetzliches Zahlungsmittel überall im Euroraum angenommen wird, für die Grundnutzung kostenlos ist, offline funktioniert, ein hohes Maß an Sicherheit und Privatsphäre bietet und die Währungshoheit des Euroraums, die strategische Autonomie Europas und die Widerstandsfähigkeit des Zahlungsverkehrs gegen Cyberangriffe und technische Störungen stärkt (Europäische Zentralbank 2026a); in einer Wirtschaft, in der Zentralbankgeld im Einzelhandel auf das physische Bargeld beschränkt ist, müsse die EZB dafür sorgen, dass öffentliches Geld auch im digitalen Zeitalter den Bedürfnissen der Europäer genügt (Cipollone 2026). Hinter diesen Zielen steht eine Abhängigkeit, die die EZB selbst beziffert: Fast zwei Drittel der Kartenzahlungen im Euroraum werden von außereuropäischen Unternehmen abgewickelt, und ein digitaler Euro auf europäischer Infrastruktur soll Europa die Verfügung über die Schienen seines Zahlungsverkehrs zurückgeben (Cipollone 2026). Der digitale Euro läuft auf einer zentralen Plattform des Eurosystems statt auf einer öffentlichen Blockchain, wird von Zahlungsdienstleistern mit einem Vergütungsmodell vertrieben, trägt Haltelimits und ist für die Ladenkasse entworfen. Der ECoinB ist nichts davon: Er ist ein Inhabertoken auf

[46] Die Prüfung über alle Gateways hinweg braucht keinen Einblick des Eurosystems in Einzelbestände; ein pseudonymisierter Abgleich der netto geprägten Beträge je Berechtigtem zwischen den Gateways genügt.

öffentlichen Blockchains für Krypto- und tokenisierte Märkte, gehalten von Intermediären und professionellen Nutzern, ohne Anspruch auf den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels. Tabelle 8 zieht die Linie. Beide sind Formen von M; das Publikum erhält schlicht die Form, die zu der Schiene passt, die es benutzt, so wie es Bargeld für die Straße und die Einlage für den Dauerauftrag hat.

Tabelle 8: Abgrenzung des ECoinB vom digitalen Euro, von der Bankeinlage und vom Bargeld

Kriterium	ECoinB	Digitaler Euro	Bankeinlage	Bargeld
Zweck	Krypto- und tokenisierte Märkte	Zahlungsverkehr der Privatkunden	Zahlung, Sparen, Kredit	Zahlungsverkehr der Privatkunden
Gesetzliches Zahlungsmittel	nein	ja	nein	ja
Verzinsung	keine (Option)	keine	ja	keine
Haltelimit	Stufen; Schwellen je wirtschaftlich Berechtigtem	ja (bis 3.000 Euro im Test)	keines	keines
Schiene	öffentliche Blockchains	zentrale Plattform, offline	Banksysteme	physisch
Vertrieb	Banken und lizenzierte CASPs	Zahlungsdienst-leister	Banken	Banken, Automaten
Gegenpartei	Eurosystem	Eurosystem	Bank (gesichert)	Eurosystem

Quellen: Europäische Zentralbank (2026a); eigene Darstellung.

Die dritte Grenze, zwischen ECoinB und Bargeld oder Reserven, braucht keinen Schutz, weil sie der Sache nach nicht besteht: Alle drei sind M. Der Tausch von Reserven in ECoinBs ändert die Zinsrechnung des Eurosystems (Abschnitt 4.5), aber nicht die Menge des Zentralbankgelds, und eine Bank, die ECoinBs statt Reserven hält, hält dasselbe Aktivum in einer Form, die nicht auf die Mindestreserve angerechnet wird und nichts abwirft, weshalb Banken nur den Bestand halten werden, den sie für ihr Gateway-Geschäft brauchen.[47]

6.7 Fremdwährungs-Stablecoins bei Banken und Unternehmen begrenzen

Der ECoinB wirkt am besten im Verbund mit der Regel, die Rupprechter (2026b) an die Spitze seiner Empfehlungen stellte: Steuern, Bankverbindlichkeiten und Finalität in der Union werden allein in Euro getilgt, und der Euro in Tokenform ist der ECoinB. Dieser Regel auf der Abrechnungsseite fügt die vorliegende Arbeit eine Regel auf der Zahlungsseite hinzu: Kreditinstitute und Nichtfinanzunternehmen mit Sitz in der Union dürfen Fremdwährungs-Stablecoins für Zahlung und Abrechnung nur innerhalb von

[47] Mindestreserven liegen auf den Girokonten bei den nationalen Zentralbanken (331,6 Mrd. Euro am 9. Oktober 2026) und werden seit September 2023 nicht verzinst; von einer Bank gehaltene ECoinBs würden nicht darauf angerechnet.

Geringfügigkeitsgrenzen halten und verwenden, eingeführt über achtzehn Monate nach dem Start des ECoinB. Die Regel verwandelt die Tauschmittelgrenzen von MiCAR, die heute den Emittenten binden und aus Emittentenberichten gemessen werden, in eine Pflicht des Nutzers, die die Aufsicht in dessen Büchern prüfen kann. Privatpersonen sind nicht betroffen; der Kryptohändler, der USDT halten will, darf es. Der Sinn der Regel ist nicht, den Dollar-Token aus Europa zu verbannen, sondern ihn aus der Abrechnung europäischer Banken und aus den Treasuries europäischer Unternehmen herauszuhalten—den beiden Orten, an denen auf der Eskalationsleiter des Abschnitts 3.2 Stufe 2 gebaut würde. Der Vorschlag fügt sich in eine Überprüfung, die bereits läuft: Der ESRB hat empfohlen, dass die Kommission Mehrfachemittenten-Systeme mit Drittländern nicht „as being permitted within the current MiCAR framework" betrachtet (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken 2025), das ESZB verlangt Liquiditätsregeln statt Einlagenquoten (Europäisches System der Zentralbanken 2026), und die Kommission fragt, ob ein Gleichwertigkeitsregime für globale Stablecoins nötig ist (Europäische Kommission 2026).[48]

Ohne den ECoinB wäre eine solche Regel ein Kostenfaktor: Sie nähme europäischen Unternehmen ein Abrechnungsaktivum, das rund um die Uhr funktioniert, und gäbe ihnen nichts an seine Stelle. Mit dem ECoinB ist sie ein Wechsel zwischen zwei Token, von denen der zweite sicherer, billiger und in der eigenen Währung des Unternehmens denominiert ist. Die Reihenfolge ist deshalb wichtig, und sie ist für die beiden Regeln verschieden: Die Regel der Abrechnungsseite kostet nichts, solange dort niemand in einem Fremdwährungs-Token abrechnet, und kann dem Instrument vorausgehen; die Grenze der Zahlungsseite braucht das Instrument als Ersatz. Zuerst die Sperre, dann das Instrument, dann die Grenze—Abschnitt 6.8 legt diese Abfolge und ihre Absicherung fest.

6.8 Das Sicherheitsnetz: zwei Annahmen und ihre Absicherung

Der Vorschlag ruht auf zwei Annahmen, die diese Arbeit begründet, aber nicht beweisen kann. Die erste lautet, dass Handel, Privatkunden und Banken in der Union den Dollar-Coin nicht in der endgültigen Abrechnung annehmen werden, solange ihnen ein besserer Euro-Token zur Verfügung steht. Die zweite lautet, dass die Kryptoszene den ECoinB annehmen wird, weil er sicherer und elastischer ist als jeder private Token. Beide Annahmen sind plausibel, keine ist gewiss; für die zweite sagt es Abschnitt 8.5 ausdrücklich. Und die Reihenfolge des Abschnitts 6.7—zuerst das Instrument, dann die Grenze—ließe die Abrechnungsebene bis zum Start des ECoinB 2029 und bis zum Ende der Übergangsfrist Mitte 2030 ohne die Regel, die sie schützen soll. Ein Vorschlag, der eine Notenbank bittet, einen Markt zu betreten, muss sagen, was gilt, wenn seine Annahmen

[48] Die Grenze sollte als Anteil am Zahlungsvolumen des Unternehmens festgelegt werden und nicht als absoluter Betrag, damit sie weder einen kleinen Importeur behindert noch eine große Plattform ausnimmt; ein Wert von 5 Prozent wird zur Diskussion gestellt.

nicht halten. Das ist der Zweck des Sicherheitsnetzes, das dieser Abschnitt entwirft und Tabelle 9 zusammenfasst. Es folgt einem Grundsatz: Das Netz darf nicht an dem Instrument hängen, das es sichern soll. Jede seiner Sicherungen kostet nichts, solange die Annahme hält, die sie absichert, und greift erst, wenn die Annahme fällt.[49]

Die erste Seite des Netzes sichert die Abrechnungsebene, und sie tut es vor dem Instrument und unabhängig von ihm. Ein Dollar-Coin kann nur wandern, wenn jemand in der Union ihn in der endgültigen Abrechnung annimmt: der Staat für Steuern, Banken für ihre Forderungen, Zahlungssysteme für die Finalität sowie Handel und Privatkunden als Recheneinheit, in der Preise und Schulden geschrieben werden. Das sind die vier Türen, durch die die Eskalationsleiter des Abschnitts 3.2 in Stufe 2 und Stufe 3 führt, und vor jede dieser Türen setzt das Netz eine Sperre. Die erste gilt dem Staat. In der staatlichen Theorie des Geldes ist Geld, was der Staat zur Tilgung von Steuern annimmt (Knapp 1905; Lerner 1947; Goodhart 1998), und die oberste Sprosse der Leiter ist genau diese Annahme. Die Unionsregel aus Rupprechter (2026b), dass Steuern allein in Euro getilgt werden, ist heute nationale Praxis und soll Unionsrecht werden, damit kein einzelner Mitgliedstaat die Tür für den gesamten Währungsraum öffnen kann: Ein Token, der über Grenzen hinweg fungibel ist, wäre, einmal von einem Finanzamt angenommen, in jedem Mitgliedstaat des Euroraums Abrechnungsaktivum. Die Regel kostet nichts, denn niemand zahlt heute Steuern in einem Dollar-Coin, und sie gehört deshalb in den Rechtsakt von 2027 und nicht in die Übergangsfrist nach dem Start.

Die zweite Sperre gilt den Banken, und sie ist das Spiegelbild der Annahme zur Tilgung aus Abschnitt 6.4. Ein Kreditinstitut nimmt den ECoinB zum Nennwert an, weil es ihn binnen Sekunden in ein Reserveguthaben tauschen kann; einen Fremdwährungs-Stablecoin nimmt es nur zum Umtausch an und nie zur Tilgung. Drei Regeln fassen das. Ein Kreditinstitut mit Sitz in der Union schreibt keine Einlage und keinen Kredit in einem Fremdwährungs-Stablecoin. Ein Token, den ein Kunde liefert, wird über ein Gateway oder einen lizenzierten Kryptodienstleister zum Marktkurs in Euro getauscht, bevor eine Forderung als getilgt verbucht wird; die Tilgung geschieht in Euro, und die Bank bleibt Wechselstube, statt Annahmestelle zu werden. Und Bestände über die Geringfügigkeitsgrenze des Abschnitts 6.7 hinaus sind unzulässig, wobei sie schon heute in der Liquiditätsdeckungsquote nicht als liquide Aktiva zählen (Delegierte Verordnung (EU) 2015/61). Das Beispiel aus Abschnitt 6.4 zeigt, dass diese Sperre den Schuldner von selbst auf die Seite des ECoinB zieht: Wer einer Bank 10 Mio. Euro schuldet und in ECoinB zahlt, tilgt zum Nennwert; wer in einem Dollar-Coin zahlt, trägt die Devisenspanne von 0,2 bis 0,5 Prozent aus Tabelle 3, also 20.000 bis 50.000 Euro, und das Kursrisiko bis zur Gutschrift. Die Sperre verbietet den Banken nichts, was sie heute tun; sie legt fest, dass

[49] Diese Asymmetrie unterscheidet das Netz von den Grenzen des Abschnitts 6.7: Eine Grenze kostet den Markt vom ersten Tag an etwas; eine Sperre der Abrechnungsebene kostet nichts, solange dort niemand in einem Fremdwährungs-Token abrechnet, und das ist nach Summer (2026, Abschnitt 3.4) heute der Fall: „its cap is at zero“.

Stufe 2—Schulden, die im Token geschrieben werden—in den Büchern der Banken nicht beginnen kann.

Die dritte Sperre gilt der Finalität. Die Union benennt nach der Finalitätsrichtlinie nur Systeme, die in Euro abwickeln—TARGET, Pontes und die ECoinB-Vereinbarung aus Abschnitt 4.2—, und die Übertragung eines Dollar-Coins mag technisch unumkehrbar sein; rechtliche Finalität in der Union hat sie nicht (Richtlinie 98/26/EG). Die Folge ist keine Strafe, sondern eine Verteilung des Risikos: Wer einen Dollar-Coin als Zahlung annimmt, trägt ihn bis zum Umtausch als Forderung an ein Unternehmen in Delaware oder El Salvador, und keine zentrale Gegenpartei und kein Zentralverwahrer in der Union rechnet in ihm ab. Rupprechter (2026b) hat diese Regel an die Spitze seiner Empfehlungen gestellt; das Netz gibt ihr ein Datum, 2027, und einen Rang, vor dem Instrument.

Die vierte Sperre gilt Handel und Privatkunden, und sie ist mit Absicht kein Verbot. MiCAR erlaubt dem Händler, einen Fremdwährungs-Token anzunehmen, ein Verbot wäre an der Ladenkasse nicht durchsetzbar, und der Kryptohändler, der USDT halten will, darf es weiterhin. Die Sperre liegt in der Recheneinheit. Solange Preise, Rechnungen, Bücher und Steuern in Euro geführt werden—und alle vier verlangt das Recht der Union und der Mitgliedstaaten bereits—, ist ein Dollar-Coin an der Ladenkasse ein fremdes Zahlungsmittel, das der Zahlungsdienstleister des Händlers zum Tageskurs in Euro tauscht, wie eine ausländische Karte, und keine Recheneinheit, in der eine Schuld entsteht. Stufe 2 verlangt, dass Schulden im Token geschrieben werden; eine Rechnung in Euro, die mit einem Dollar-Coin beglichen wird, schreibt keine. Dazu kommt die Tauschmittelgrenze des Artikels 23 MiCAR, die, wie Rupprechter (2026b) vorgeschlagen hat, on-chain statt aus Emittentenberichten gemessen wird, mit der Deckelung nach Artikel 24 MiCAR als Folge, sobald die Notenbank eine Gefahr für die Währungshoheit feststellt. Ein Rechenbeispiel zeigt, wie viel Raum diese Grenze lässt. Sie erlaubt je Token Zahlungen von 200 Mio. Euro am Tag, rund 73 Mrd. Euro im Jahr. Wird ein an der Ladenkasse verwendeter Bestand einmal in der Woche umgeschlagen, trägt ein Bestand von 1,4 Mrd. Euro dieses Volumen; wird er einmal im Monat umgeschlagen, ein Bestand von 6,1 Mrd. Euro. Gegenüber täglich fälligen Einlagen von 9.680 Mrd. Euro sind das 0,01 bis 0,06 Prozent, für die beiden großen Dollar-Coins zusammen das Doppelte. Selbst an der gesetzlichen Grenze bleibt der Dollar-Coin im Zahlungsverkehr des Euroraums also eine Randerscheinung, weit unter dem kleinsten ECoinB-Szenario des Abschnitts 7, und der Deckel, den Summer (2026, Abschnitt 3.4) beschreibt, bleibt, wo er heute liegt: bei null.[50]

Die zweite Seite des Netzes gilt der Annahme des ECoinB durch die Kryptoszene. Hernández de Cos (2026) hat festgestellt, dass gut gebaute Regelwerke allein keine Verwendung erzeugt haben, und dasselbe gilt für ein gut gebautes Instrument: Die fünf

[50] Die Grenze gilt je Token (Artikel 58 Absatz 3 in Verbindung mit Artikel 23 Absatz 1 MiCAR); die Umschlagshäufigkeiten sind Annahmen zur Veranschaulichung. Entscheidend ist nicht der Betrag, sondern dass Preis und Schuld in Euro geschrieben bleiben.

Maßnahmen des Abschnitts 6.3 bauen Liquidität auf, aber sie sagen nicht, woran der EZB-Rat erkennt, dass sie wirken, und was er tut, wenn sie es nicht tun. Das Netz fügt beides hinzu. Zwei Meilensteine, die an die Szenarien der Abschnitte 7.1 und 7.4 anknüpfen, werden zur Diskussion gestellt. Zwölf Monate nach dem Start, also Anfang 2030 und damit zur Überprüfung, die Tabelle 6 ohnehin vorsieht, soll der ECoinB-Bestand 5 Mrd. Euro erreicht haben, rund das Sechsfache aller heutigen Euro-Token und weniger als die rechnerische Kassenposition der Haushalte des Euroraums (Abschnitt 7.3), und mindestens die Hälfte des Euro-Kassahandels auf lizenzierten Plattformen des EWR soll in ECoinB abgewickelt werden. Vierundzwanzig Monate nach dem Start, Anfang 2031, soll der Bestand 25 Mrd. Euro erreicht haben, das kleinste Szenario der Tabelle 10, und von ausländischen Nutzern gehaltene ECoinBs sollen 5 Prozent des weltweiten Stablecoin-Marktes ausmachen, das kleinste Szenario der Tabelle 12. Die Beobachtung on-chain aus Tabelle 5 liefert die Bestände in Echtzeit; die Handelsanteile liefern die Meldungen der Plattformen an ihre Aufsicht.

Werden die Meilensteine verfehlt, antwortet der EZB-Rat in zwei Stufen, die er aus dem Instrument selbst bezahlt. Die erste Stufe gilt der Liquidität: Die Gebührenfreiheit der Gateways wird um zwölf Monate verlängert, das verbindliche Market Making um ein Jahr, und der Anteil der ersparten Zinsen, der an die Gateways fließt, steigt von einem Drittel auf zwei Fünftel. Abschnitt 7.2 zeigt, dass sich das Netto der Banken damit verdoppelt; das Eurosystem behält je 100 Mrd. Euro Bestand 1,5 statt 1,67 Mrd. Euro Seigniorage. Die zweite Stufe gilt Zugang und Preis: Außereuropäische Börsen und Verwahrer unter einer als gleichwertig anerkannten Aufsicht erhalten das begrenzte Eurosystem-Konto aus Abschnitt 4.2, und der EZB-Rat übt die Verzinsungsoption aus Tabelle 5 für die Guthaben lizenzierter Intermediäre aus—nicht für natürliche Personen, damit die Grenze zur Bankeinlage aus Abschnitt 6.6 hält. Ein Satz von einem Prozent auf die Guthaben der Intermediäre, bei einem Bestand von 100 Mrd. Euro etwa 30 Mrd. Euro, kostet 0,3 Mrd. Euro im Jahr und lässt dem Eurosystem noch 1,2 Mrd. Euro; ein privater Emittent kann ihn nicht erwidern, weil MiCAR und GENIUS Act ihm die Verzinsung verbieten (Artikel 40 und 50 MiCAR). Das ist die stärkste Sicherung der zweiten Seite, und sie liegt bereit, ohne ausgeübt zu werden, solange der Markt den Token aus eigenem Antrieb hält.[51]

Die beiden Seiten des Netzes sind so verbunden, dass keine je von der anderen abhängt. Die Sperren der ersten Seite sind unbedingt: Sie gelten ab 2027, ob der ECoinB kommt oder nicht und ob er angenommen wird oder nicht. Die Grenzen der Zahlungsseite aus Abschnitt 6.7 dagegen sind bedingt, denn ohne einen Euro-Token, den der Markt tatsächlich hält, nähmen sie den Unternehmen etwas weg, ohne ihnen etwas zu geben. Das

[51] Die Verzinsung bliebe auf Guthaben beschränkt, die lizenzierte Intermediäre für Umtausch und Abwicklung halten; sie wäre ein Preis für die Annahme und keine Ertragsquelle für Sparer, und der EZB-Rat könnte sie nach Erreichen der Meilensteine wieder auf null setzen.

Netz gibt ihnen deshalb eine Verschiebeklausel: Ist der erste Meilenstein zwölf Monate nach dem Start verfehlt, kann die Kommission das Inkrafttreten der Geringfügigkeitsgrenzen um bis zu zwölf Monate verschieben, längstens bis Mitte 2031, damit die beiden Stufen der Antwort wirken können, bevor die Grenze greift. Und das Netz benennt die Rückfallposition. Bleibt der ECoinB ein Nischeninstrument, behält die Union eine Sperre der Abrechnungsebene, die sie heute nicht hat, einen öffentlichen Euro-Token auf Pontes und in tokenisierten Euro-Wertpapieren, den sie heute nicht hat, und auf jeden Bestand, der zustande kommt, eine Seigniorage von 2,5 Prozent zum heutigen Einlagesatz. Der Dollar-Coin bleibt dann, was er heute ist: ein Instrument der Zahlungsebene, dessen Deckel bei null liegt. Die Union ist im Erfolgsfall besser gestellt und im Misserfolgsfall nicht schlechter als ohne den Vorschlag. Diese Asymmetrie ist das eigentliche Argument für das Netz, und sie verfeinert die Reihenfolge des Abschnitts 6.7 zu drei Schritten: zuerst die Sperre der Abrechnungsebene, die nichts kostet; dann das Instrument; dann die Grenze der Zahlungsseite, die ohne das Instrument etwas kostete.

Tabelle 9: Das Sicherheitsnetz: Sperren der Abrechnungsebene, Meilensteine der Annahme und Antworten

Sicherung	Inhalt	Bedingung und Zeitpunkt	Zuständig
Sperre: Steuern	Tilgung allein in Euro als Unionsregel; kein Mitgliedstaat nimmt Fremdwährungs-Token an	unbedingt; Rechtsakt 2027	Parlament, Rat, Kommission
Sperre: Banken	Annahme nur zum Umtausch, nie zur Tilgung; keine Einlagen und Kredite im Token; Bestände nur bis zur Geringfügigkeitsgrenze	unbedingt; 2027	EBA, nationale Aufsicht
Sperre: Finalität	Benennung nach der Finalitätsrichtlinie nur für Systeme, die in Euro abwickeln	unbedingt; 2027	Mitgliedstaaten, EZB
Sperre: Recheneinheit	Preis, Rechnung, Buch und Steuer in Euro; Tauschmittelgrenze on-chain gemessen; Deckelung nach Artikel 24 MiCAR	unbedingt; ab 2027	EBA, ESMA, nationale Behörden
Meilenstein 1	Bestand 5 Mrd. Euro; Hälfte des Euro-Kassahandels lizenzierter Plattformen in ECoinB	zwölf Monate nach dem Start (Anfang 2030)	EZB-Rat
Antwort Stufe 1	Gebührenfreiheit und Market Making um ein Jahr verlängert; Gateway-Anteil zwei Fünftel	bei Verfehlen von Meilenstein 1	EZB-Rat, Gateways
Meilenstein 2	Bestand 25 Mrd. Euro; von ausländischen Nutzern gehaltene ECoinBs 5 Prozent des Weltmarkts	vierundzwanzig Monate nach dem Start (Anfang 2031)	EZB-Rat
Antwort Stufe 2	Eurosystem-Konto für außereuropäische Intermediäre; Verzinsung der Intermediärsguthaben	bei Verfehlen von Meilenstein 2	EZB-Rat
Verschiebeklausel	Inkrafttreten der Geringfügigkeitsgrenzen bis zu zwölf Monate später	bei Verfehlen von Meilenstein 1; längstens bis Mitte 2031	Kommission
Rückfallposition	Sperre der Abrechnungsebene bleibt; ECoinB als Abrechnungsaktivum auf Pontes und in tokenisierten Euro-Wertpapieren	ohne Bedingung	Eurosystem

Quellen: Eigene Darstellung.
Anmerkungen: Meilensteine zur Diskussion gestellt; Bestände nach der Beobachtung on-chain (Tabelle 5), Handelsanteile nach den Meldungen der Plattformen an die zuständigen Behörden.

7 Eine quantitative Skizze

Dieser Abschnitt legt Zahlen auf die Ausgestaltung für drei ECoinB-Bestände: 25 Mrd. Euro, eine Nische von rund dem Dreißigfachen aller heutigen Euro-Token; 100 Mrd. Euro, rund das Anderthalbfache von USDC; und 250 Mrd. Euro, rund das Anderthalbfache des größten Dollar-Coins und nahe an der Größe des gesamten heutigen Stablecoin-Marktes. Die Rechnungen sind linear und nachvollziehbar, sie verwenden die Eurosystem-Bilanz

vom 9. Oktober 2026 und die Aggregate des Euroraums vom Juli 2026, und sie sind eine Skizze, keine Prognose.[52]

7.1 Die Bilanz des Eurosystems

Tabelle 10 zeigt die erste Zeile der Wirkungen. Ein gegen Reserven ausgegebener ECoinB-Bestand von 100 Mrd. Euro tauscht 5,1 Prozent der Einlagefazilität in unverzinstes Zentralbankgeld; selbst 250 Mrd. Euro lassen die Einlagefazilität über 1.700 Mrd. Euro und die Überschussliquidität der Banken unberührt. Gegenüber der Geldmenge sind die Zahlen klein: 100 Mrd. Euro sind 0,6 Prozent von M3 und 1,0 Prozent der täglich fälligen Einlagen—und nur der Teil, der Einlagen des Euroraums ersetzt statt Dollar-Coins und ausländische Guthaben, verringert M3 überhaupt. Neben dem Banknotenumlauf von 1.633 Mrd. Euro ist ein ECoinB von 100 Mrd. Euro rund ein Sechzehntel davon.

Tabelle 10: Wirkungen dreier ECoinB-Bestände auf das Eurosystem, die Geldmenge und die Erträge, je Jahr

Position	25 Mrd. EUR	100 Mrd. EUR	250 Mrd. EUR
Anteil an der Einlagefazilität (1.954,7 Mrd. EUR)	1,3 %	5,1 %	12,8 %
Anteil am Banknotenumlauf (1.633,4 Mrd. EUR)	1,5 %	6,1 %	15,3 %
Anteil an M3 (17.614 Mrd. EUR)	0,1 %	0,6 %	1,4 %
Anteil an den täglich fälligen Einlagen (9.680 Mrd. EUR)	0,3 %	1,0 %	2,6 %
Zinsersparnis des Eurosystems bei 2,50 %, Mrd. EUR	0,63	2,50	6,25
Vertriebsvergütung an Gateways (ein Drittel), Mrd. EUR	0,21	0,83	2,08
Netto-Seigniorage des Eurosystems, Mrd. EUR	0,42	1,67	4,17
Nutzergebühren der Banken (35 Bp), Mrd. EUR	0,09	0,35	0,88
Verlorene Einlagenmarge der Banken (100 Bp), Mrd. EUR	0,25	1,00	2,50
Nettoeffekt für die Banken, Mrd. EUR	0,05	0,18	0,46
Preisniveaueffekt (Bestands- und Flusseffekt)	0	0	0

Quellen: Europäische Zentralbank (2026c, 2026d); Rupprechter (2026b, Tabelle 7); eigene Berechnung.
Anmerkungen: Annahmen wie in Tabelle 7; die Hälfte des Bestands ersetzt Einlagen des Euroraums.

7.2 Seigniorage und die Ökonomie der Banken

Die Ertragszeile verdient einen zweiten Blick, denn hier hält die Ausgestaltung oder sie scheitert. Das Eurosystem erspart sich Zinsen in Höhe des Einlagesatzes auf die getauschten Reserven; bei 2,50 Prozent und 100 Mrd. Euro sind das 2,5 Mrd. Euro je Jahr. Ein Drittel gibt es an die Gateways weiter und behält 1,67 Mrd. Euro, ausgeschüttet an die nationalen Zentralbanken und über sie an die Mitgliedstaaten. Die Banken verdienen 0,83 Mrd. Euro

[52] Aggregate des Euroraums nach Rupprechter (2026b, Tabelle 7): M3 17.614 Mrd. Euro, täglich fällige Einlagen 9.680 Mrd. Euro, Kredite an Haushalte 7.241 Mrd. Euro und an nichtfinanzielle Unternehmen 5.490 Mrd. Euro, alle Juli 2026, nach der Monetärstatistik der EZB.

vom Eurosystem und 0,35 Mrd. Euro von ihren Kunden und verlieren 1,0 Mrd. Euro Marge auf den Einlagen, die abwandern. Ihr Nettogewinn von 0,18 Mrd. Euro ist bescheiden, aber positiv, und er lässt das Geschäft außer Acht, das der Token bringt: Verwahrmandate von Börsen, Abwicklungsdienste für tokenisierte Wertpapiere und die Rückkehr einer Euro-Kryptowirtschaft, die heute im Ausland ihre Bank hat.

Das Ergebnis ist robust gegenüber dem Zinszyklus, denn sowohl die Vertriebsvergütung als auch die verlorene Marge bewegen sich mit dem Leitzins. Bei einem Einlagesatz von 2,0 Prozent und einer Einlagenmarge von 160 Basispunkten beträgt das Netto der Banken 22 Basispunkte; bei 3,0 Prozent und 240 Basispunkten sind es 15. Der an die Gateways weitergegebene Anteil ist die entscheidende Größe: Bei einem Viertel statt einem Drittel wird das Netto der Banken beim heutigen Zins leicht negativ, bei zwei Fünfteln verdoppelt es sich. Der EZB-Rat legt diesen Anteil fest, und er kann ihn so festlegen, dass die Gateway-Rolle attraktiv wird, ohne zur Subvention zu werden.[53]

7.3 Euro-Nachfrage aus dem Euroraum

Die Bestände des Abschnitts 7.1 sind Annahmen; wie groß die Nachfrage aus dem Euroraum selbst sein kann, zeigen die Daten zum Kryptobesitz europäischer Anleger, die Tabelle 11 zusammenfasst. Nach der Verbraucherumfrage der EZB besaßen im November 2024 9,7 Prozent der befragten Haushalte Kryptowerte; die Haushalte des Euroraums halten mindestens 75 Mrd. Euro, rund 0,23 Prozent ihres Geldvermögens und rund 3 Prozent der Marktkapitalisierung aller Kryptowerte, und 54 Prozent der Besitzer halten weniger als 1.000 Euro (Europäische Zentralbank 2025a). Gemessen an den Umsätzen ist das Gewicht größer. Der Kassahandel in Euro erreichte 2025 362 Mrd. Euro, 31 Prozent mehr als im Vorjahr, und der Anteil des Euro am Handel zwischen Fiatwährungen und Kryptowerten stieg von 7,5 Prozent im Jahr 2024 auf 9,0 Prozent im ersten Quartal 2026, hinter dem US-Dollar und dem koreanischen Won (Kaiko 2026); für 2020 bis 2023 kam die ESMA auf rund 10 Prozent (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde 2024). Dieser Umsatz enthält beide Richtungen, den Wechsel aus dem Euro in Kryptowerte und zurück, und er wird fast ganz gegen Euroguthaben in Bankgeld abgewickelt: Auf Euro-Stablecoins entfielen nur 7,5 Prozent des Euro-Handels (Kaiko 2026). Rund 335 Mrd. Euro im Jahr, knapp 1 Mrd. Euro an jedem Tag, werden damit gegen Guthaben gehandelt, die als Bankgeld bei den Börsen liegen und nur auf dem langsamen Weg der Tabelle 3 auf das Konto des Anlegers zurückfinden; diese Guthaben sind es, die der ECoinB auf die Blockchain brächte.[54]

[53] Bei 2,0 Prozent: $67 + 35 - 80 = +22$ Basispunkte; bei 3,0 Prozent: $100 + 35 - 120 = +15$; bei einem Anteil von einem Viertel und 2,50 Prozent: $63 + 35 - 100 = -2$; bei zwei Fünfteln: $100 + 35 - 100 = +35$.

[54] Kaiko (2026) entstand im Auftrag der Börse Bitvavo und ist nach eigener Angabe unabhängig verfasst. Jeder Kauf gegen Euro ist zugleich ein Verkauf gegen Euro; der Umsatz enthält beide Richtungen und weist keine Nettoströme aus.

Tabelle 11: Der Euro im Kryptomarkt: Bestände, Umsätze und Kassenposition europäischer Anleger

Position	Wert	Stand
Haushalte im Euroraum mit Kryptowerten	9,7 % der Befragten	Nov. 2024
Kryptobestände der Haushalte im Euroraum	mindestens 75 Mrd. EUR	Nov. 2024
Anteil an der Marktkapitalisierung aller Kryptowerte	rund 3 %	Nov. 2024
Anteil Mittel-, Nord- und Westeuropas an den weltweit empfangenen Kryptowerten on-chain	rund 20 %	2021–2023
Kassahandel in Euro, beide Richtungen	362 Mrd. EUR (+31 %)	2025
Anteil des Euro am Handel zwischen Fiatwährungen und Kryptowerten	7,5 % bzw. 9,0 %	2024 bzw. 1. Qu. 2026
Anteil der Euro-Stablecoins am Euro-Handel	7,5 %	Mai 2026
Anteil der Stablecoins an der Marktkapitalisierung aller Kryptowerte	rund 10 % (300,9 von 2.960 Mrd. USD)	30. Sept. 2026
Rechnerische Kassenposition der Haushalte im Euroraum	rund 7,6 Mrd. EUR	Okt. 2026

Quellen: Europäische Zentralbank (2025a); Kaiko (2026); Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (2024) nach Chainalysis; CoinGecko (2026); RWA Foundation und Token Terminal (2026); eigene Berechnung. *Anmerkungen*: Kassenposition gleich Kryptobestände der Haushalte mal Anteil der Stablecoins an der Marktkapitalisierung; Untergrenze ohne Unternehmen, Börsen und Market Maker.

Für die Kassenposition folgt daraus eine erste Größenordnung. Stablecoins machten Ende September 2026 rund 10 Prozent der Marktkapitalisierung aller Kryptowerte von 2,96 Bio. US-Dollar aus (CoinGecko 2026; Tabelle 1). Halten die Haushalte des Euroraums ihre Kassenposition im selben Verhältnis, sind das rund 7,6 Mrd. Euro, die heute in Dollar-Coins oder als Euroguthaben bei Börsen geparkt sein dürften. Die Zahl beruht auf der Annahme, dass die Haushalte ihre Kassenposition im selben Verhältnis halten wie der Markt insgesamt, und sie ist insofern eine Untergrenze, als sie Unternehmen, Börsen und Market Maker außer Acht lässt. Sie liegt bereits über dem ersten Meilenstein des Sicherheitsnetzes von 5 Mrd. Euro (Abschnitt 6.8): Diesen Meilenstein kann die Kassenhaltung europäischer Privatanleger allein erreichen; den zweiten von 25 Mrd. Euro erreicht der ECoinB erst mit Unternehmen, tokenisierten Wertpapieren und der ausländischen Nachfrage des Abschnitts 7.4.

Ein Gedankenexperiment trennt den robusten vom bestreitbaren Teil dieses Potenzials. Gäben auch die Federal Reserve, die People's Bank of China und die Bank of Japan eigene Token auf öffentlichen Blockchains aus, verlöre der ECoinB seinen Vorsprung an Sicherheit und Elastizität, denn jeder dieser Token wäre in seiner Währung ebenfalls Geld kraft Identität. Seinen Vorsprung in der Währung verlöre er nicht: Für den Anleger mit Euro-Basis bliebe jeder fremde Notenbank-Token eine Fremdwährungsposition mit einem Wechselkursrisiko, das für den Dollar bei rund 3 Prozent in neunzig Tagen liegt (Tabelle 3) und das kein Zins vergütet. Bei gleicher Sicherheit und gleichem Ertrag von null ist die Kassenposition in der eigenen Währung im Sinne der Mittelwert-Varianz-Analyse die

dominante Wahl.[55] Die Nachfrage aus dem Euroraum ist damit der Kern, um den der ECoinB mit keinem anderen öffentlichen Token konkurrieren muss, die ausländische Nachfrage des Abschnitts 7.4 dagegen der bestreitbare Teil. Für den aktiven Handel gilt die Dominanz nicht im selben Maß, weil dort die Liquidität der Dollar-Paare zählt; deshalb sieht die Ausgestaltung verbindliches Market Making in den Paaren ECoinB–USDC und ECoinB–USDT vor (Abschnitt 6.3).

7.4 Euro-Nachfrage aus dem Ausland

Tabelle 12 schätzt die ausländische Nachfrage nach Euro, wenn der ECoinB einen Anteil am weltweiten Stablecoin-Bestand von rund 300 Mrd. US-Dollar gewinnt. Ein Anteil von 5 Prozent—der ECoinB als zweites Abrechnungsaktivum europäischer und einiger asiatischer Börsen—sind 15 Mrd. US-Dollar oder 13 Mrd. Euro zum Wechselkurs vom Oktober 2026. Ein Anteil von 10 Prozent sind 27 Mrd. Euro; ein Anteil von 20 Prozent, der den ECoinB zum drittgrößten Stablecoin machen würde, 54 Mrd. Euro. Jeder Euro dieser Nachfrage wird am Devisenmarkt gekauft, als Forderung an das Eurosystem gehalten und wirft—weil der Token keine Zinsen trägt—dem Euroraum Seigniorage ab, die Ausländer bezahlen. Zum Vergleich: Allein der größte Dollar-Emittent hielt im Oktober 2025 rund 135 Mrd. US-Dollar an US-Staatspapieren, mehr als Deutschland (Rupprechter 2026a). Ein Arbeitspapier der BIZ findet, dass Zuflüsse in Stablecoins die Renditen kurzfristiger US-Schatzwechsel messbar senken (Ahmed und Aldasoro 2025), und die OECD hält fest, dass die Emittenten „are now major holders of US Treasury bills“ (Roulet 2026). Der Stablecoin-Markt ist heute ein Finanzierungsinstrument des amerikanischen Staates; der ECoinB machte eine Scheibe davon zu einem Finanzierungsinstrument niemandes Schuld und zu einem Einkommen des Euroraums.[56]

[55] Bei einem Ertrag von null für beide Token und einem Wechselkurs ohne erwartete Veränderung, was für kurze Fristen empirisch eine gute Näherung ist (Meese und Rogoff 1983), ist das erwartete Ergebnis gleich; die Varianz in Euro ist beim Euro-Token null, beim fremden Token gleich der des Wechselkurses.

[56] EUR/USD 1,12 am 15. Oktober 2026. Die Marktanteile sind Illustrationen; die Leitplanke der Bank of England von 40 Mrd. Pfund je systemischem Pfund-Coin (Bank of England 2026) zeigt, welche Größenordnung eine Behörde dort für einen einzelnen Coin für plausibel hält.

Tabelle 12: Ausländische Euro-Nachfrage und Seigniorage für drei Marktanteile des ECoinB am weltweiten Stablecoin-Markt

Anteil am Weltmarkt	5 %	10 %	20 %
Von ausländischen Nutzern gehaltener ECoinB-Bestand, Mrd. USD	15	30	60
in Euro zu 1,12, Mrd. EUR	13,4	26,8	53,6
Von ausländischen Inhabern bezahlte Seigniorage bei 2,50 %, Mrd. EUR je Jahr	0,33	0,67	1,34
Anteil an den US-Staatspapieren des größten Dollar-Emittenten (135 Mrd. USD)	11 %	22 %	44 %

Quellen: RWA Foundation und Token Terminal (2026); Rupprechter (2026a); eigene Berechnung.

7.5 Ein Kryptocrash und eine Bankenkrise

Zwei Stressfälle schließen die Skizze ab. Im ersten veranlasst ein Kryptocrash die Inhaber, 30 Prozent eines ECoinB-Bestands von 100 Mrd. Euro binnen eines Tages zurückzugeben. Das Eurosystem vernichtet 30 Mrd. Euro an Token und schreibt 30 Mrd. Euro auf die Reservekonten der Gateways gut; die Einlagefazilität steigt um denselben Betrag; kein Wertpapier wird verkauft, kein Kurs bewegt sich, und die Inhaber, die zuletzt einlösen, werden genau wie die ersten bezahlt. Ein privater Emittent derselben Größe müsste an einem Tag 30 Mrd. Euro an Wechseln liquidieren. Der zweite Fall ist eine Einlagenflucht: Eine Bank verliert in einer Vertrauenskrise binnen eines Tages 10 Mrd. Euro Einlagen an den ECoinB. Ihre Reserven sinken mit ihren Einlagen um 10 Mrd. Euro. Sie ersetzt die Refinanzierung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, in Vollzuteilung gegen Sicherheiten, zu 2,65 Prozent statt der 0,5 Prozent, die sie auf die Einlagen zahlte: Kosten von 215 Mio. Euro je Jahr auf den geflüchteten Betrag, kein Solvenzereignis. Ihre Liquiditätsdeckungsquote sinkt leicht, denn die verlorenen Reserven zählen voll als liquide Aktiva, während die verlorenen Einlagen die Nettoabflüsse nur zu einem Bruchteil verringern; eine Bank mit einer Quote von 150 Prozent landet bei rund 141 Prozent. Und der EZB-Rat behält die Sicherungen aus Tabelle 5 für den Fall, dass die Flucht systemisch ist und nicht institutsbezogen.[57]

7.6 Sensitivität

Drei Parameter treiben die Zahlen. Der Einlagesatz skaliert die Seigniorage eins zu eins und lässt das Netto der Banken annähernd unverändert, wie Abschnitt 7.2 zeigte. Der Anteil des Bestands, der Einlagen des Euroraums statt ausländischer Guthaben ersetzt, entscheidet über die verlorene Marge der Banken: Bei einem Viertel statt der Hälfte steigt das Netto der Banken von 18 auf 68 Basispunkte, bei drei Vierteln fällt es auf −32; der Gateway-Anteil kann entsprechend angepasst werden. Und der Umtauschumsatz

[57] LCR-Beispiel: liquide Aktiva 150, Nettoabflüsse 100; nach der Flucht 140 und 99,5 (stabile Privatkundeneinlagen tragen nach der Delegierten Verordnung (EU) 2015/61 eine Abflussrate von 5 Prozent), also 140,7 Prozent. Hauptrefinanzierungssatz 2,65 Prozent seit 16. September 2026.

entscheidet über die Nutzergebühren: Beim Zweifachen des Bestands je Jahr beträgt der Umtauschertrag 10 Basispunkte, beim Achtfachen 40. Keiner dieser Parameter ändert das Vorzeichen des Preisniveaueffekts, der unter jeder Annahme null ist, oder die Elastizität des Instruments, die unter jeder Annahme unbegrenzt ist. Das ist der Unterschied zwischen einer Konstruktion und einem Versprechen.[58]

8 Herausforderungen und Einwände

8.1 Disintermediation der Banken

Der älteste Einwand gegen Zentralbankgeld in den Händen des Publikums lautet, es entziehe den Banken Einlagen und schrumpfe so den Kredit (Andolfatto 2021; Fernández-Villaverde et al. 2021; Keister und Sanches 2023). Vier Antworten gelten. Die Größenordnung ist klein: 100 Mrd. Euro sind ein Prozent der täglich fälligen Einlagen, und der Teil, der aus Einlagen des Euroraums abwandert, ist noch kleiner, weil der erste Markt des Token Guthaben sind, die heute in Dollar-Coins und im Ausland liegen. Die Ausgestaltung ist zielgerichtet: keine Zinsen, Zugangsstufen, Umtauschschwellen für natürliche Personen und Umtauschgebühren machen den ECoinB zu einem schlechten Sparvehikel und zu einem guten Abrechnungsaktivum. Die Notenbank kann Mittel zurückleiten: Brunnermeier und Niepelt (2019) zeigen, dass die Äquivalenz privaten und öffentlichen Geldes gilt, wenn die Notenbank den Erlös ihrer neuen Verbindlichkeit an die Banken zurückverleiht, was die Vollzuteilung mechanisch tut. Für private Coins ist der Effekt beziffert: Im Makro-Bankenmodell von Hofmann, Kaldorf und Rottner (2026) erhöhen Stablecoins die Einlagenzinsen und verringern das Kreditangebot; wo der ECoinB einen Dollar-Coin ersetzt, fügt er dem nichts hinzu, und wo er Euro-Einlagen ersetzt, begrenzen ihn die Zugangsstufen aus Abschnitt 6.6.[59] Und die Banken gewinnen ein Geschäft: Die eigene historische Rückschau der Federal Reserve ergibt, dass Banken sich an den Geldmarktfonds, die letzte vergleichbare Neuerung, angepasst haben, unter anderem durch eigene Fonds—bankeigene Fonds halten heute über 40 Prozent der Vermögen amerikanischer Geldmarktfonds (Board of Governors 2026b); das Gateway-Modell ist diese Anpassung durch Konstruktion.

Ein Einwand aus dieser Familie verdient eine direkte Antwort, weil er in die andere Richtung weist. MiCAR verlangt von privaten Euro-Token, 30 bis 60 Prozent ihrer Reserven als Bankeinlagen zu halten; die EZB warnte 2025, dass diese Einlagen bei einem

[58] Netto der Banken in Basispunkten = 83 + 5t + 15 − 200s, mit t dem jährlichen Umtauschumsatz im Verhältnis zum Bestand und s dem Anteil des Bestands, der Euro-Einlagen ersetzt; t = 4 und s = 0,5 ergeben die 18 Basispunkte von Tabelle 7.

[59] Schnabel (2026a) warnt, dass der Ersatz von Privatkundeneinlagen durch stablecoinbezogene Großkundenmittel die Refinanzierung der Banken konzentrierter und volatiler macht; diese Sorge gilt den Reserveeinlagen privater Coins nach Artikel 54 MiCAR, die der ECoinB nicht hat.

Run auf den Token plötzlich abgezogen werden können und die Refinanzierung der Banken anfälliger machen (Europäische Zentralbank 2025b), und das ESZB hat beantragt, die Quote zu ersetzen (Europäisches System der Zentralbanken 2026; Rupprechter 2026b, Abschnitt 5.2). Der ECoinB hat keine Reserve und deshalb keine Reserveeinlagen. Ein Run auf ihn ist unmöglich, und ein Run in ihn landet auf der Bilanz des Eurosystems, wohin Runs gehören.

8.2 Integrität: Geldwäsche, Sanktionen und Einfrieren auf öffentlichen Blockchains

Hernández de Cos (2026) nennt die finanzielle Integrität die Hauptsorge: Stablecoins „now account for most illicit transactions within the crypto ecosystem“, und nicht verwahrte Wallets und öffentliche Blockchains begrenzen die Reichweite der Geldwäschekontrollen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2025) führt die Integrität als dritten Prüfstein an, den heutige Stablecoins nicht bestehen. Ein ECoinB auf öffentlichen Blockchains erbt die Schiene und muss den Einwand beantworten. Vier Elemente tun es. Jeder ECoinB kommt durch ein beaufsichtigtes Gateway, das seinen Kunden identifiziert, auf die Blockchain und verlässt sie wieder; die Geldtransferverordnung gilt für jede Gateway-Transaktion; das Compliance-Modul friert Adressen auf Anordnung zuständiger Behörden ein, mit der Geschwindigkeit, die Tether gezeigt hat, und dem Rechtsschutz, der Tether fehlt; und die Verbuchung on-chain ist dauerhaft und öffentlich, was den ECoinB nachvollziehbarer macht als die Banknote, das anonymste Instrument, das das Eurosystem ausgibt. Die Notenbank sollte nicht zur Ermittlerin werden: Das Einfrieren wird vom Eurosystem auf Ersuchen vollzogen und anderswo entschieden. Diese Trennung hält das Instrument neutral und die Behörden verantwortlich.[60]

8.3 Betriebliche und technische Risiken

Eine Notenbankverbindlichkeit auf einer Infrastruktur, die die Notenbank nicht kontrolliert, ist eine neue Art von Exposition. Öffentliche Blockchains können stillstehen, sich spalten oder verstopfen; Smart Contracts können Fehler enthalten; Brücken waren der Schauplatz der größten Diebstähle der Kryptogeschichte; und Summer (2026, Abschnitte 6.1 und 6.3) fügt die systemische Warnung hinzu, dass ein in offene globale Infrastruktur eingewobenes Zahlungssystem nicht auf sich selbst zurückfallen kann, wenn die internationale Verbindung abreißt. Schnabel (2026b) stellt die Governance-Fragen unmittelbar: Wer haftet, wenn ein Smart Contract versagt, wer lässt Teilnehmer zu, wer entscheidet über Aktualisierungen. Die Ausgestaltung antwortet mit Redundanz und mit Recht. Redundanz: Ausrollen auf mehreren Blockchains, eine kanonische, vom Eurosystem

[60] Die Verordnung (EU) 2023/1113 dehnt die Geldtransferregeln seit 30. Dezember 2024 auf Kryptowerte-Transfers aus; das Eurosystem stellte die Ausgabe der 500-Euro-Banknote 2019 aus Integritätsbedenken derselben Art ein.

betriebene Brücke, eine Anhaltefunktion, formale Verifikation der Verträge und die eigene DLT-Plattform des Eurosystems unter Pontes als Rückfallebene, auf der jeder ECoinB neu ausgegeben werden kann, wenn eine öffentliche Blockchain ausfällt. Recht: Die Finalität eines ECoinB ist rechtlich, nicht technisch—ein Token auf einer stillstehenden Blockchain bleibt eine Verbindlichkeit des Eurosystems, an jedem Gateway einlösbar, sobald die Verbuchung rekonstruiert ist, genau wie eine Banknote in einem verbrannten Tresor eine Verbindlichkeit des Eurosystems bleibt. Das betriebliche Risiko ist real und begrenzt; das Risiko, das Feld privaten Token auf denselben Blockchains zu überlassen, ist real und unbegrenzt.[61]

8.4 Reputation und Mandat

Soll eine Notenbank ihren Namen auf ein Instrument setzen, dessen erste Nutzer Kryptohändler sind? Der Einwand hat Gewicht, und drei Überlegungen beantworten ihn. Das Eurosystem gibt bereits das Instrument der Wahl jedes illegalen Marktes aus, die Banknote, ohne eine ihrer Verwendungen gutzuheißen; ein Abrechnungsaktivum ist keine Billigung. Das Eurosystem ist bereits on-chain: Pontes wickelt seit 21. September 2026 tokenisierte Vermögenswerte in Zentralbankgeld ab (Europäische Zentralbank 2026e), und die EZB hat Vorarbeiten aufgenommen, einen kleinen Teil ihrer Eigenmittel in tokenisierte Wertpapiere anzulegen (Europäische Zentralbank 2026b). Und die Alternative ist nicht ein Europa ohne Kryptogeld, sondern eine europäische Kryptowirtschaft, die in der Verbindlichkeit eines ausländischen Unternehmens nach dem GENIUS Act abgerechnet wird—die Konstellation, die Rupprechter (2026b, Abschnitt 7.4) als Hebel struktureller Erpressbarkeit beschrieb. Zwischen einem öffentlichen Euro und einem privaten Dollar auf demselben Markt liegt das Reputationsrisiko beim zweiten. Angeloni (2026) fasst die Frage ebenso: Es gehe „fundamentally about who controls those instruments“. Die Mandatsfrage ist die aus Abschnitt 6.1; die politische Frage ist, ob EZB-Rat und Gesetzgeber lieber der Öffentlichkeit einen ECoinB erklären oder der Nachwelt eine Dollar-Abrechnungsebene.[62]

8.5 Nimmt die Kryptoszene ihn an?

Die ehrliche Antwort lautet, dass es niemand weiß und dass es wenig kostet, es herauszufinden. Der Vorteil des Dollar-Coins sind Liquidität und Gewohnheit: USDT stellt 61 Prozent des Stablecoin-Umlaufs (Tabelle 1), beherrscht das Tron-Netz und den asiatischen Freiverkehr, und ein neuer Token beginnt bei null. Dem stehen vier Tatsachen

[61] Die größten Brückendiebstähle: Ronin (März 2022, rund 625 Mio. US-Dollar) und Poly Network (August 2021, rund 610 Mio. US-Dollar); eine vom Eurosystem betriebene kanonische Brücke mit Anhaltefunktion ist die Antwort der Ausgestaltung.

[62] Die Debatte um den digitalen Euro hat die politischen Kosten von Zentralbankgeld für Privatkunden gezeigt; der ECoinB vermeidet die Front der Privatsphäre im Massengeschäft, denn seine Inhaber sind Intermediäre und professionelle Nutzer, die am Gateway identifiziert sind.

gegenüber. Der ECoinB gewinnt seinen ersten Markt, ohne um den des Dollars zu kämpfen: Europäische Börsen, Euro-Paare, europäische Unternehmen und tokenisierte Euro-Wertpapiere brauchen ein Euro-Abrechnungsaktivum und verwenden heute ein Dollar-Aktivum, weil keines besteht. Der ECoinB ist der sicherste Token auf jeder Blockchain, und Sicherheit ist das, wohin Kryptomärkte in jedem Crash flüchten. Öffentliche Emittenten können auf öffentlichen Schienen bestehen: Der Bundesstaat Wyoming gibt seinen Stable Token FRNT auf sieben öffentlichen Blockchains aus, seit Januar 2026 auch für das Publikum erwerbbar, und die Nationalbank Kasachstans unterzeichnete im Oktober 2026 mit Tether eine Absichtserklärung zur Prüfung eines Tenge-gedeckten Stablecoin-Pilotprojekts (State of Wyoming 2026; CoinDesk 2026). Und die Kosten eines Scheiterns sind gering: Das Eurosystem baut auf der Pontes-Infrastruktur auf, die es ohnehin betreibt, und ein ECoinB, der ein Nischeninstrument bleibt, gibt den europäischen Märkten dennoch ein öffentliches Abrechnungsaktivum und der EZB ein Fenster in die Kryptowirtschaft. Lagarde (2026) stellt fest, dass die Technologie zwei Dinge zugleich tut („doing two distinct things at once – reshaping monetary demand and transforming settlement infrastructure"); der ECoinB greift das Zweite auf und versorgt die neue Infrastruktur mit der einen Forderung, die nicht ausfallen kann. Was gilt, wenn die Annahme ausbleibt, legt das Sicherheitsnetz des Abschnitts 6.8 fest: zwei Meilensteine, eine zweistufige Antwort und eine Rückfallposition, die die Union in keinem Fall schlechter stellt als heute.[63]

8.6 Die Lehre der Wisselbank

Ein öffentliches Buchgeld in der Abrechnungsebene ist keine neue Idee. Quinn und Roberds (2023) zeigen, dass die 1609 gegründete Bank von Amsterdam ab 1683 ein Bankgeld ausgab, das keine einlösbare Forderung auf Münze mehr war, sondern selbst das Aktivum, in dem die Kaufleute Europas endgültig abrechneten—reines Buchgeld, im Eigentum der Stadt, getragen von der Bilanz der Bank und der Disziplin ihrer Leitung. Es funktionierte ein Jahrhundert lang bei nahezu stabilen Preisen. Zerbrochen ist es nicht am Übergang in die Abrechnungsebene, sondern an dem, was der Übergang erst ermöglichte: Kreditschöpfung der Emittentin ohne Einlösepflicht, in Gestalt von Krediten an die Vereinigte Ostindische Kompanie im Vierten Englisch-Niederländischen Krieg. Die Episode ist der historische Fall der Eskalation, die Summer (2026, Abschnitt 4) abstrakt beschreibt, und sie trägt die Lehre, die die Ausgestaltung des ECoinB beachten muss. Ein öffentlicher Token in der Abrechnungsebene ist über Generationen tragfähig; was ihn zerstört, ist die undisziplinierte Kreditvergabe der Emittentin selbst. Das Eurosystem besitzt diese Disziplin in einer Form, die der Wisselbank fehlte: das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in Artikel 123 AEUV, die Unabhängigkeit nach dem Vertrag, ein

[63] FRNT wird von der Wyoming Stable Token Commission nach dem Wyoming Stable Token Act von 2023 ausgegeben, der Reserven von mindestens 100 Prozent in einem Treuhandvermögen verlangt (W.S. 40-31-106(b)); der öffentliche Erwerb begann am 7. Januar 2026 (State of Wyoming 2026).

Mandat für Preisstabilität und die Tatsache, dass der ECoinB gegen Reserven in einem Tausch von Verbindlichkeiten ausgegeben wird und niemals als Kredit. In den Begriffen von Hellwig (1985) und Summer (2026, Abschnitt 4.3) ist die Governance der Notenbank die Bindungseinrichtung, die ein Außengeld seinen Wert halten lässt, und die Wisselbank ist der Fall, der zeigt, was geschieht, wenn die Bindung erodiert.[64]

8.7 Die amerikanische Reaktion

Der GENIUS Act ist in seiner eigenen strategischen Lesart ein Instrument der Dollardominanz: Er lenkt private Dollarnachfrage weltweit in Schatzwechsel, und eine Präsentation vor dem Treasury Borrowing Advisory Committee des Finanzministeriums rechnet bis 2028 mit einem Markt von rund 2 Bio. US-Dollar (Treasury Borrowing Advisory Committee 2025; Rupprechter 2026a). Ein ECoinB, der einen Teil dieser Nachfrage übernimmt, wird in Washington nicht willkommen sein, und die Gleichwertigkeitsentscheidungen für amerikanische Emittenten in der MiCAR-Überprüfung sind der Hebel, über den die Reibung zu spüren sein wird. Zwei Tatsachen begünstigen Europa. Die Vereinigten Staaten haben sich den öffentlichen Token selbst verboten: Die Executive Order 14178 untersagt Bundesbehörden, digitales Zentralbankgeld einzuführen, auszugeben oder zu fördern,[65] sodass die amerikanische Antwort auf einen ECoinB kein Fedcoin sein kann, sondern nur mehr private Coins, mit allen Schwächen aus Abschnitt 2.3. Und das Argument von Gouverneur Waller (2021), ein digitales Zentralbankgeld sei „a solution in search of a problem“, ist vom Problem überholt worden: Summer (2026, Abschnitt 1) liest den Vergleich privater Schienen mit öffentlichen Projekten als Kategorienfehler, weil monetär zählt, wer die Forderung trägt, die auf den Schienen reist. Der ECoinB nimmt die Schienen an und wechselt den Träger. Das ist eine Wettbewerbsposition, die der Dollar nicht kopieren kann, ohne seine eigene Politik umzukehren. Und selbst eine Kehrtwende ließe den Kern der Nachfrage unberührt, denn bei gleicher Sicherheit hält der europäische Anleger seine Kassenposition in der eigenen Währung (Abschnitt 7.3). Eichengreen (2025) fasste die lange Sicht in seiner Kritik am GENIUS Act in einem Satz: „The arrow of history points away from the private provision of multiple kinds of money.“

[64] Der Hinweis auf Quinn und Roberds (2023) ist Martin Summer zu verdanken (persönliche Mitteilung, 13. Oktober 2026). Das Rezepissensystem der Bank von 1683 machte den Bankgulden der Sache nach zu einem Fiatgeld; die Kredite an die VOC fallen in die Jahre 1780 bis 1784.

[65] Abschnitt 5(a) der Anordnung lautet: „Except to the extent required by law, agencies are hereby prohibited from undertaking any action to establish, issue, or promote CBDCs within the jurisdiction of the United States or abroad.“

9 Schlussfolgerung und Empfehlungen

Der Stablecoin ist das Bargeld der Kryptowirtschaft, und dieses Bargeld ist amerikanisch. Er ist das Versprechen eines privaten Unternehmens, einen Dollar zu zahlen, den es nicht schafft, gehalten, solange seine Reserve gesund und sein Einlöseschalter offen ist, und gebrochen—kurz oder endgültig—, sobald eines von beiden versagt. Für den Euroraum trägt er drei Gefahren, die die Forschung des Jahres 2026 präzise gefasst hat: einen Druck auf das Preisniveau, solange der Coin mit Anleihen gedeckt ist, den Verlust des nominalen Ankers, sollte der Coin je in der endgültigen Abrechnung akzeptiert werden, und, weil der Coin ein Dollar-Coin ist, den Import eines fremden Preisniveaus in den tokenisierten Teil der Wirtschaft (Summer 2026; Rupprechter 2026b; zur Währungshoheit auch G7-Arbeitsgruppe zu Stablecoins 2019 und Internationaler Währungsfonds 2023, zur digitalen Dollarisierung Brunnermeier, James und Landau 2019). Diese Einschätzung ist breit geteilt: Die BIZ findet, dass Stablecoins die Prüfsteine Einheitlichkeit, Elastizität und Integrität nicht bestehen (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2025), der IWF, dass sie anfällig für Runs sind und zur Währungssubstitution beitragen können (Adrian et al. 2025), die OECD, dass Einlösungen Notverkäufe von Sicherheiten erzwingen können (Roulet 2026), und die EZB, dass sie kein effizienter Weg zur Stärkung des Euro sind und die Bankenrefinanzierung volatiler machen können (Lagarde 2026; Schnabel 2026a). Europa hat mit Regeln und mit Infrastruktur geantwortet. Es hat nicht mit einem Euro geantwortet, den die Kryptoszene halten würde.

Der ECoinB ist diese Antwort. Als unmittelbare Verbindlichkeit des Eurosystems auf öffentlichen Blockchains ist er ein Euro kraft Identität, nicht kraft Versprechen; er kann unbegrenzt ausgegeben und ohne Verkauf zurückgenommen werden; er bewegt keinen Term der Zahlungskapazität der Volkswirtschaft, kann nicht zu einem konkurrierenden Geld eskalieren, importiert keinen Anker und erhält die Instrumente der EZB und ihre Funktion als Kreditgeber der letzten Instanz für die Eurowirtschaft on-chain. Er bindet die Kassenposition der europäischen Kryptoanleger, die auch gegen öffentliche Token anderer Notenbanken Bestand hätte, zieht ausländisches Kapital in den Euro, wirft dem Eurosystem Seigniorage ab und lässt—wird ein Drittel dieser Seigniorage mit den Gateways geteilt—die Banken besser dastehen als die Einlagen, die sie verlieren. Er ist kein Rivale des digitalen Euro, der das Bargeld in digitaler Form erhalten soll, sondern dessen Gegenstück auf der Schiene, die der digitale Euro nicht nutzt. Er verwandelt die Grenzen für Fremdwährungs-Stablecoins, die Europa braucht, von einem Kostenfaktor in einen Wechsel, und er hängt an keiner Hoffnung: Ein Sicherheitsnetz sperrt die Abrechnungsebene, bevor das Instrument kommt, und bindet seine Annahme an Meilensteine mit festgelegten Antworten.[66]

[66] Summer (2026, Abschnitt 7) schließt mit dem Satz, dass „a monetary order is not found, it is chosen"; der ECoinB ist eine Entscheidung derselben Art, getroffen mit einem Instrument statt mit einer Regel.

Elf Empfehlungen folgen; Tabelle 13 fasst sie nach Adressat und Zeitpunkt zusammen.

1. Das Instrument beschließen. Der EZB-Rat sollte 2027 die rechtliche und technische Ausgestaltung eines Euro-Token des Eurosystems auf öffentlichen Blockchains in Auftrag geben, mit dem Bericht zur MiCAR-Überprüfung vom Juni 2027 als Vehikel für die Änderungen des Unionsrechts.

2. Über Gateways ausgeben. Banken mit TARGET-Zugang und lizenzierte Kryptodienstleister mit einem begrenzten, unverzinsten Eurosystem-Konto prägen und vernichten den Token für identifizierte Kunden; das Eurosystem tritt dem Publikum nie unmittelbar gegenüber.

3. Keine Zinsen zahlen und die Seigniorage teilen. Der Token ist unverzinst; ein Drittel der Zinsen, die das Eurosystem erspart, wird als Vertriebsvergütung an die Gateways gezahlt, und der Anteil wird jährlich überprüft, damit die Gateway-Rolle rentabel bleibt, ohne zur Subvention zu werden.

4. Das Compliance-Modul nach Unionsrecht bauen. Einfrieren auf Anordnung zuständiger Behörden mit gerichtlicher Überprüfung, die Geldtransferregeln an jedem Gateway und öffentliche Verbuchung on-chain; das Eurosystem vollzieht, die Behörden entscheiden.

5. Die Bankenrefinanzierung durch Konstruktion schützen. Keine Zinsen, Umtauschgebühren, Zugangsstufen mit Schwellen je wirtschaftlich Berechtigtem über alle Gateways hinweg, Umtausch für Unternehmen im Umfang ihres nachgewiesenen Bedarfs, Rückführung verwahrter Guthaben über der Schwelle auf das Bankkonto und Sicherungen—Umtauschgebühr und Ausgabeobergrenze—, die der EZB-Rat binnen Stunden aktivieren kann.[67]

6. Vom digitalen Euro abgrenzen. Der digitale Euro bleibt die digitale Form des Bargelds mit Status als gesetzliches Zahlungsmittel für Privatkunden auf eigener Plattform; der ECoinB ist das Abrechnungsaktivum on-chain für Krypto- und tokenisierte Märkte; beide sind Formen eines Geldes und werden so kommuniziert.

7. Liquidität vom ersten Tag an aufbauen. Verpflichtende ECoinB-Abwicklung für Euro-Paare auf lizenzierten Plattformen, verbindliches Market Making in Paaren ECoinB–Dollar-Coin, zwölf Monate Gebührenfreiheit an den Gateways und eine kanonische Brücke des Eurosystems zwischen den Blockchains.

8. An Pontes anbinden. Der ECoinB dient als Geldseite tokenisierter Wertpapiere auf öffentlichen Blockchains und wird vom Eurosystem für jede Verpflichtung ihm

[67] Die Bank of England ersetzte ihre vorgeschlagenen Haltelimits je Person durch eine Ausgabeleitplanke von 40 Mrd. Pfund je systemischem Coin (Bank of England 2026); eine Ausgabeobergrenze ist die einfachste Sicherung, weil sie keine Identifizierung on-chain braucht.

gegenüber zum Nennwert angenommen, sodass die Annahme zur Tilgung aus dem Instrument folgt und nicht aus einer Verordnung.[68]

9. Fremdwährungs-Stablecoins bei Banken und Unternehmen begrenzen. Tilgung von Steuern, Bankverbindlichkeiten und Finalität allein in Euro, wie in Rupprechter (2026b) empfohlen, als Unionsregel ab 2027; dazu Geringfügigkeitsgrenzen für die Verwendung von Fremdwährungs-Token zu Zahlung und Abrechnung durch Kreditinstitute und Unternehmen der Union, eingeführt über achtzehn Monate nach dem Start.

10. Das Sicherheitsnetz spannen. Die Sperre der Abrechnungsebene—Steuern, Banken, Finalität, Recheneinheit—gilt unbedingt und vor dem Instrument; die Annahme des ECoinB wird an zwei Meilensteine zwölf und vierundzwanzig Monate nach dem Start gebunden, mit einer zweistufigen Antwort aus Gateway-Anteil, Zugang und Verzinsungsoption, einer Verschiebeklausel für die Grenzen der Zahlungsseite und einer benannten Rückfallposition.

11. Mit einer Stimme sprechen. Eurosystem und Union sollten den ECoinB nicht als Zugeständnis an die Kryptowelt darstellen, sondern als Schutz der Abrechnungsebene durch Besetzung, was er ist.

Tabelle 13: Die elf Empfehlungen nach Adressat und Zeitpunkt

Nr.	Empfehlung	Adressat	Zeitpunkt
1	Instrument beschließen; rechtliche und technische Ausgestaltung	EZB-Rat, Kommission	2027
2	Zweistufige Ausgabe über Banken und lizenzierte CASPs	Eurosystem, EBA	2027–2028
3	Keine Zinsen; ein Drittel der ersparten Zinsen an Gateways	EZB-Rat	ab Start
4	Compliance-Modul nach Unionsrecht	Eurosystem, Kommission, FIUs	2028
5	Stufen, Schwellen je wirtschaftlich Berechtigtem, Sicherungen	EZB-Rat	ab Start
6	Abgrenzung vom digitalen Euro	Eurosystem	laufend
7	Liquidität: Notierung, Market Making, Gebührenfreiheit, Brücke	ESMA, CASPs, Gateways	2029
8	Geldseite auf Pontes; Annahme zum Nennwert durch das Eurosystem	Eurosystem	2029
9	Tilgung allein in Euro; Grenzen für Fremdwährungs-Token	Parlament, Rat, Kommission	2027; 2029–Mitte 2030
10	Sicherheitsnetz: Sperre der Abrechnungsebene, Meilensteine, gestufte Antwort, Verschiebeklausel	EZB-Rat, Kommission, Parlament, Rat	2027; 2030–2031
11	Eine europäische Stimme	Eurosystem, Kommission	laufend

Quellen: Eigene Darstellung.

[68] Pontes startete am 21. September 2026 mit rechtlicher Finalität der Geldseite in TARGET (Europäische Zentralbank 2026e); Schnabel (2026b) erwartet, dass die Finalität auf die DLT-Plattform des Eurosystems übergeht und Smart Contracts sowie Betrieb rund um die Uhr folgen.

Die Grenzen der Analyse sind so deutlich zu benennen wie ihre Aussagen. Die Rechtsgrundlage ist umrissen, nicht entschieden. Die quantitative Skizze ist linear und lässt die Reaktion der Umlaufgeschwindigkeit, der Bankkonditionen und des Wechselkurses außer Acht.[69] Die Verbreitung ist ungewiss, und das betriebliche Risiko öffentlicher Blockchains ist begrenzt, aber nicht beseitigt. Weitere Forschung sollte den optimalen Gateway-Anteil und die Zugangsstufen formal modellieren, die Nachfrage nach einem öffentlichen Euro-Token über die Größenordnung des Abschnitts 7.3 hinaus aus den Orderbüchern europäischer Börsen schätzen und untersuchen, wie ein ECoinB in einer Bankenkrise mit den Haltelimits des digitalen Euro zusammenwirkt. Was die Arbeit beansprucht, ist enger und, so glaubt der Autor, robust: Von allen Token, die ein Kryptoanleger am Ende eines Handelstages halten kann, wäre ein ECoinB der einzige, der kein Versprechen ist. Diese Eigenschaft wird der Markt preisen, und nur eine Notenbank kann sie liefern.

[69] Marktdaten per 1. bis 15. Oktober 2026, Eurosystem-Bilanz vom 9. Oktober 2026; alle Rechnungen sind aus den Tabellen 7, 10, 11 und 12 nachvollziehbar.

Literaturverzeichnis

Adrian, T. und Mancini-Griffoli, T. (2019), The Rise of Digital Money. IMF FinTech Note 19/01, Internationaler Währungsfonds, Washington.

Adrian, T., Bains, P., Bechara, M., Cerutti, E., Forte, S., Grinberg, F., Gullo, A., Hengge, M., Jekabsone, A., Kao, K., Mancini Griffoli, T., Martinez Peria, M. S., Miccoli, M., Reuter, M. und Sugimoto, N. (2025), Understanding Stablecoins. IMF Departmental Paper 25/09, Internationaler Währungsfonds, Washington, Dezember 2025.

Adrian, T., Mancini-Griffoli, T. und Cabedo, Y. (2026), The Rise of Tokenization: Deciphering New Trends in Payments and Asset Tokenization. IMF Note 2026/006, Internationaler Währungsfonds, Washington, Juli 2026.

Ahmed, R. und Aldasoro, I. (2025), Stablecoins and safe asset prices. BIS Working Paper 1270, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Aldasoro, I., Beltrán, P. und Grinberg, F. (2026), Stablecoin flows and spillovers to FX markets. BIS Working Paper 1340, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Aldasoro, I., Mehrling, P. und Neilson, D. H. (2023), On par: A Money View of stablecoins. BIS Working Paper 1146, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Altissimo, F., Bassanetti, A., Cristadoro, R., Forni, M., Hallin, M., Lippi, M., Reichlin, L. und Veronese, G. (2001), EuroCOIN: A Real Time Coincident Indicator of the Euro Area Business Cycle. CEPR Discussion Paper 3108, Centre for Economic Policy Research, London.

Anadu, K., Azar, P., Cipriani, M., Eisenbach, T. M., Huang, C., Landoni, M., La Spada, G., Macchiavelli, M., Malfroy-Camine, A. und Wang, J. C. (2024), Runs and Flights to Safety: Are Stablecoins the New Money Market Funds? Staff Report 1073, Federal Reserve Bank of New York.

Andolfatto, D. (2021), Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks. Economic Journal 131(634), 525–540.

Angeloni, I. (2026), Whither Stablecoins? IEP@BU Working Paper 418, Università Bocconi, Mailand, 5. Mai 2026.

Aronoff, D. J., Calabia, F. C., Brownworth, A., Samuel, A. und Narula, N. (2026), The Hidden Plumbing of Stablecoins: Financial and Technological Risks in the GENIUS Act Era. MIT Digital Currency Initiative, Cambridge, Mass., Februar 2026.

Azzimonti, M. und Quadrini, V. (2025), Digital Economy, Stablecoins, and the Global Financial System. NBER Working Paper 34066, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2003), The role of central bank money in payment systems. Bericht des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS), Basel, August 2003.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2025), The next-generation monetary and financial system. Annual Economic Report 2025, Kapitel III, Basel.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2026), Anchoring trust in money: innovation beyond stablecoins. Annual Economic Report 2026, Kapitel III, Basel.

Bank of England (2026), Sterling-denominated systemic stablecoins: policy statement and consultation on draft Code of Practice. London, 22. Juni 2026.

Barthelemy, J., Pedrono, J. und Schmidt, J. (2025), The International Monetary System: Are Stablecoins Game Changers? SSRN Working Paper 5953957, Dezember 2025.

Benigno, P. (2026), Stablecoins and Central Bank Digital Currencies: Who Supplies Liquidity? CEPR Discussion Paper 21033, Centre for Economic Policy Research, London, Januar 2026.

Benigno, P., Schilling, L. M. und Uhlig, H. (2022), Cryptocurrencies, currency competition, and the impossible trinity. Journal of International Economics 136, 103601.

Bindseil, U. (2020), Tiered CBDC and the financial system. ECB Working Paper 2351, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, Januar 2020.

Bindseil, U. und Voloder, E. (2026), Reforming MiCA for Euro Stablecoins. Gemeinsamer Bericht, Blockchain for Europe, Brüssel, 27. April 2026.

Bitcoin.com (2026), Stablecoins capture 83% of USD crypto spot trading volume as fiat pairs fade, Kaiko finds. 24. März 2026.

BlockSec (2026), USDT Freeze 2026: who's frozen, how to check, live data. Analyse per 26. Juli 2026.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2026a), Implementing the Federal Reserve Board's Responsibilities Under the GENIUS Act. Notice of proposed rulemaking, Docket R-1899, Federal Register, 29. September 2026.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2026b), Banks in the Age of Stablecoins: Lessons from Their Historical Responses to Financial Innovations. FEDS Notes, Washington, 1. Mai 2026.

Borio, C., Disyatat, P. und Tarashev, N. (2026), Stablecoins and the exorbitant privilege of money creation. VoxEU-Kolumne, Centre for Economic Policy Research, London, 1. Februar 2026.

Born, A., Lambert, C., Nguyen, B., Soons, O., Staunton, D. und van der Kraaij, A. (2026), Euro stablecoins and their potential effect on sovereign bond markets. ECB Macroprudential Bulletin 33, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, April 2026.

Brunnermeier, M. K., James, H. und Landau, J.-P. (2019), The Digitalization of Money. NBER Working Paper 26300, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Brunnermeier, M. K. und Niepelt, D. (2019), On the Equivalence of Private and Public Money. Journal of Monetary Economics 106, 27–41.

Calvo, G. A. und Végh, C. A. (1992), Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction. IMF Working Paper 92/40, Internationaler Währungsfonds, Washington.

Carstens, A. (2021), Digital currencies and the future of the monetary system. Rede, Hoover Institution Policy Seminar, Basel, 27. Januar 2021.

Catalini, C., de Gortari, A. und Shah, N. (2022), Some Simple Economics of Stablecoins. Annual Review of Financial Economics 14, 117–135.

Cipollone, P. (2026), The digital euro: strengthening Europe's payments ecosystem. Rede bei der Veranstaltung „The digital euro in Cyprus", Nikosia, 6. Februar 2026.

Cipriani, M., Eisenbach, T. M. und Kovner, A. (2024), Tracing Bank Runs in Real Time. Staff Report 1104, Federal Reserve Bank of New York, Mai 2024, überarbeitet Juni 2026.

Circle (2023), Mitteilung zu den bei der Silicon Valley Bank gehaltenen USDC-Reserven. Circle Internet Financial, Beitrag auf X, 10. März 2023.

CoinDesk (2026), Kazakhstan's central bank explores stablecoin and tokenization projects with Tether. 7. Oktober 2026.

CoinGecko (2026), 2026 Q3 Crypto Industry Report. CoinGecko Research, Oktober 2026.

Cointelegraph (2019), EU Needs Own Digital 'EuroCoin' to Compete With Libra, Says France. September 2019.

DefiLlama (2026), Stablecoins dashboard. Daten abgerufen am 5. Oktober 2026.

Demertzis, M. und Mejino-López, J. (2024), On the digital euro holding limits. Bruegel Analysis 25/2024, Brüssel, 16. Juli 2024.

Diamond, D. W. und Dybvig, P. H. (1983), Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. Journal of Political Economy 91(3), 401–419.

Dubey, P. und Geanakoplos, J. (2026), 2024 Klein Lecture – Monies, Transactions, and Inflation: Part 1. International Economic Review 67(1), 3–33.

Eichengreen, B. (2025), The Genius Act Will Bring Economic Chaos. The New York Times, 17. Juni 2025.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde (2023), EBA Report on Deposit Coverage in Response to the European Commission's Call for Advice. EBA/Rep/2023/39, Paris, Dezember 2023.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde (2024), Report on Tokenised Deposits. EBA, Paris, Dezember 2024.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde (2025), The EBA observes that EU Deposit Guarantee Scheme funds to protect depositors against bank failures have reached €79bn. Pressemitteilung, Paris, 21. Mai 2025.

Europäische Kommission (2026), Gezielte Konsultation zur Überprüfung der Verordnung (EU) 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte. Brüssel, 20. Mai 2026 (Frist 30. September 2026).

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (2024), Crypto assets: Market structures and EU relevance. ESMA TRV Risk Analysis, ESMA50-524821-3153, Paris, April 2024.

Europäische Zentralbank (2020), Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area.

ECB Occasional Paper 247, Crypto-Assets Task Force, Frankfurt am Main, September 2020.

Europäische Zentralbank (2024), Policy on access by non-bank payment service providers to central bank-operated payment systems and to central bank accounts. Eurosystem, Frankfurt am Main, Juli 2024.

Europäische Zentralbank (2025a), Just another crypto boom? Mind the blind spots. Financial Stability Review, Sonderbeitrag, Frankfurt am Main, Mai 2025.

Europäische Zentralbank (2025b), Financial Stability Review, November 2025. Frankfurt am Main, 26. November 2025.

Europäische Zentralbank (2026a), FAQs on the digital euro. Frankfurt am Main, Stand Oktober 2026.

Europäische Zentralbank (2026b), ECB to invest part of own funds in tokenised securities, with settlement via Pontes. Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 21. September 2026.

Europäische Zentralbank (2026c), Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 9. Oktober 2026. Frankfurt am Main, 13. Oktober 2026.

Europäische Zentralbank (2026d), Geldpolitische Beschlüsse. Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 10. September 2026.

Europäische Zentralbank (2026e), Eurosystem brings central bank money to tokenised finance. Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 21. September 2026.

Europäische Zentralbank (2026f), Euro-Referenzkurse: US-Dollar. ECB Data Portal, abgerufen am 15. Oktober 2026.

Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2025), Empfehlung vom 25. September 2025 zu Stablecoin-Mehrfachemittenten-Systemen mit Drittländern (ESRB/2025/9). Amtsblatt der Europäischen Union, C/2025/6342, 21. November 2025.

Europäisches Parlament (2026), Verfahrensakte 2023/0212(COD): Digitaler Euro. Legislative Observatory; Abstimmung im Ausschuss am 23. Juni 2026, Verhandlungsmandat des Plenums am 9. Juli 2026; Stand Oktober 2026.

Europäisches System der Zentralbanken (2026), Antwort auf die gezielte Konsultation der Europäischen Kommission zur Überprüfung von MiCAR. Frankfurt am Main, September 2026.

Fama, E. F. (1980), Banking in the Theory of Finance. Journal of Monetary Economics 6(1), 39–57.

FDIC (2026), GENIUS Act Requirements and Standards for FDIC-Supervised Permitted Payment Stablecoin Issuers and Insured Depository Institutions. Notice of proposed rulemaking, Federal Register, 10. April 2026.

Fernández-Villaverde, J. und Sanches, D. (2019), Can currency competition work? Journal of Monetary Economics 106, 1–15.

Fernández-Villaverde, J., Sanches, D., Schilling, L. und Uhlig, H. (2021), Central Bank Digital Currency: Central Banking for All? Review of Economic Dynamics 41, 225–242.

Ferrari Minesso, M. und Siena, D. (2026), Private Money and Public Debt: U.S. Stablecoins and the Global Safe Asset Channel. ECB Working Paper 3174, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, Januar 2026.

G7-Arbeitsgruppe zu Stablecoins (2019), Investigating the impact of global stablecoins. G7 Working Group on Stablecoins, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Oktober 2019.

Garratt, R. und Shin, H. S. (2023), Stablecoins versus tokenised deposits: implications for the singleness of money. BIS Bulletin 73, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Gersbach, H., van Buggenum, H. und Zelzner, S. (2026), Stablecoins as Private Money: A Policy Agenda. CFS Working Paper 738, Center for Financial Studies, Frankfurt am Main; veröffentlicht in Digital Finance 8(3), Artikel 52, 2026.

Goodhart, C. A. E. (1998), The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. European Journal of Political Economy 14(3), 407–432.

Gorton, G. B. und Zhang, J. Y. (2023), Taming Wildcat Stablecoins. University of Chicago Law Review 90(3), 909–971.

Gurley, J. G. und Shaw, E. S. (1960), Money in a Theory of Finance. Brookings Institution, Washington.

Hayek, F. A. (1976), Denationalisation of Money. Institute of Economic Affairs, London.

Hellwig, M. (1985), What Do We Know about Currency Competition? Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften 105(5), 565–588.

Hernández de Cos, P. (2026), Stablecoins: framing the debate. Rede, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Tokio, 20. April 2026.

Hofmann, B., Kaldorf, M. und Rottner, M. (2026), The macroeconomics of stablecoins. BIS Working Paper 1363, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Hofmann, B., Mehrotra, A. und Paulick, J. (2026), Dollarisation and monetary control: what lessons for the rise of stablecoins? BIS Working Paper 1370, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Internationaler Währungsfonds (2020), Digital Money Across Borders: Macro-Financial Implications. IMF Policy Paper 2020/050, Washington, Oktober 2020.

Internationaler Währungsfonds (2023), Elements of Effective Policies for Crypto Assets. IMF Policy Paper, Washington, Februar 2023.

Kahn, C. M. und Roberds, W. (2009), Why pay? An introduction to payments economics. Journal of Financial Intermediation 18(1), 1–23.

Kaiko (2026), The State of the European Crypto Market 2025–2026: Trends in Trading Activity. Kaiko Research, Mai 2026.

Kareken, J. und Wallace, N. (1981), On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates. Quarterly Journal of Economics 96(2), 207–222.

Keister, T. und Sanches, D. (2023), Should Central Banks Issue Digital Currency? Review of Economic Studies 90(1), 404–431.

Klein, B. (1974), The Competitive Supply of Money. Journal of Money, Credit and Banking 6(4), 423–453.

Knapp, G. F. (1905), Staatliche Theorie des Geldes. Duncker & Humblot, Leipzig.

Lagarde, C. (2026), Stablecoins and the future of money: separating functions from instruments. Rede, Banco de España LatAm Economic Forum, 8. Mai 2026.

Lerner, A. P. (1947), Money as a Creature of the State. American Economic Review 37(2), 312–317.

Li, B., Mancini Griffoli, T., Miccoli, M., Tan, B. und Zhang, L. (2026), Making Stablecoins Stable. IMF Working Paper 26/74, Internationaler Währungsfonds, Washington, April 2026.

Lyons, R. K. und Viswanath-Natraj, G. (2023), What keeps stablecoins stable? Journal of International Money and Finance 131, 102777.

Ma, Y., Zeng, Y. und Zhang, A. L. (2025), Stablecoin Runs and the Centralization of Arbitrage. Becker Friedman Institute, University of Chicago.

Meese, R. A. und Rogoff, K. (1983), Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample? Journal of International Economics 14(1–2), 3–24.

Mehrling, P. (2013), The Inherent Hierarchy of Money. In: Taylor, L., Rezai, A. und Michl, T. (Hrsg.), Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley, Routledge, London, 394–404.

Niepelt, D. (2026), Central Bank Digital Currency and Monetary Architecture. CEPR Discussion Paper 21141, Centre for Economic Policy Research, London.

OCC (2026), GENIUS Act Regulations: Notice of Proposed Rulemaking. Office of the Comptroller of the Currency, Bulletin 2026-3, Washington, 25. Februar 2026 (Federal Register, 2. März 2026).

OECD (2025), Tokenisation of assets and distributed ledger technologies in financial markets: Potential impediments to market development and policy implications. OECD Business and Finance Policy Papers, OECD Publishing, Paris, 8. Januar 2025.

OECD (2026), Developments in crypto-asset markets. In: Asia Capital Markets Report 2026, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, Paris, Juni 2026.

Qivalis (2026), Qivalis receives EMI authorisation from De Nederlandsche Bank. Pressemitteilung, Amsterdam, 14. Oktober 2026.

Quinn, S. und Roberds, W. (2023), How a Ledger Became a Central Bank: A Monetary History of the Bank of Amsterdam. Studies in Macroeconomic History, Cambridge University Press, Cambridge.

Roulet, C. (2026), Stablecoins on the rise: a risk for financial stability? OECD ECOSCOPE Blog, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris, 20. Januar 2026.

Rupprechter, R. (2026a), Stablecoins als privates digitales Dollargeld: Funktionsweise, ökonomische Wirkungen und Folgerungen für Anleger. R&B Working Paper 16, Dornbirn, August 2026. SSRN (englisch): https://ssrn.com/abstract=7338398.

Rupprechter, R. (2026b), Vom Zahlungsmittel zum Abrechnungsaktivum: Die Gefahr des Stablecoins für den Europäischen Wirtschaftsraum und die Antwort von EU und EZB. R&B Working Paper 31, Dornbirn, September 2026. SSRN (englisch): https://ssrn.com/abstract=7426858.

RWA Foundation und Token Terminal (2026), Stablecoin market report, third quarter 2026. 1. Oktober 2026.

Schaaf, J. (2025), From hype to hazard: what stablecoins mean for Europe. The ECB Blog, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 28. Juli 2025.

Schnabel, I. (2026a), From money market funds to stablecoins: lessons for central banks. Rede, Bank of Korea International Conference, Seoul, 1. Juni 2026.

Schnabel, I. (2026b), Central banks on-chain. Rede, Jackson Hole Economic Policy Symposium, 28. August 2026.

State of Wyoming (2026), Wyoming ushers in new era: launches first-of-its-kind Frontier Stable Token for public purchase. Pressemitteilung, Office of the Governor, Cheyenne, 7. Januar 2026.

Summer, M. (2026), Stablecoins, Inflation and the Settlement Hierarchy. OeNB Working Paper 280, Oesterreichische Nationalbank, Wien, 1. September 2026.

Tether (2026a), Tether posts strong Q2 performance, generates $1.5B net operating profit, maintains $4.11B reserve buffer. Testat und Pressemitteilung, 31. Juli 2026.

Tether (2026b), Tether completes the largest inaugural financial audit in history. Pressemitteilung, 13. August 2026.

Tobin, J. (1963), Commercial Banks as Creators of „Money“. In: Carson, D. (Hrsg.), Banking and Monetary Studies, Richard D. Irwin, Homewood, 408–419.

Token Terminal (2026), Euro-denominated stablecoins: supply and issuer shares. Datenstand 7. und 28. September 2026.

Treasury Borrowing Advisory Committee (2025), Digital Money. Präsentation vor dem US-Finanzministerium, Washington, 30. April 2025.

US Department of the Treasury (2026), GENIUS Act Regulations on Payment Stablecoin Issuance, Offer, and Sale. Notice of proposed rulemaking, Federal Register, 18. August 2026.

US Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System und FDIC (2023), Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC. Washington, 12. März 2023.

Van Buggenum, H., Gersbach, H. und Zelzner, S. (2024), Contagious Stablecoins? SSRN Working Paper 4746634.

Waller, C. J. (2021), CBDC: A Solution in Search of a Problem? Rede, American Enterprise Institute, Washington, 5. August 2021.

Waller, C. J. (2025), Embracing New Technologies and Players in Payments. Rede auf der Payments Innovation Conference, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 21. Oktober 2025.

Rechtsakte: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Artikel 123 und 128; Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des ESZB und der EZB, Artikel 17, 20 und 22; Richtlinie 98/26/EG über die Wirksamkeit von Abrechnungen; Richtlinie 2014/49/EU über Einlagensicherungssysteme; Verordnung (EU) 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte (MiCAR); Verordnung (EU) 2023/1113 über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers und Transfers bestimmter Kryptowerte; Verordnung (EU) 2024/1624 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems für Zwecke der Geldwäsche oder der Terrorismusfinanzierung; Delegierte Verordnung (EU) 2015/61 (Liquiditätsdeckungsquote); GENIUS Act, Public Law 119-27 (18. Juli 2025); Executive Order 14178 (23. Januar 2025); Wyoming Stable Token Act (2023).