



*Institute for
Policy Evaluation*



Günter Franke
Tatiana Farina
Jan Pieter Krahen
Vincent R. Lindner
Erik Lüders
Jasper v. der Decken
Max Straka

Die 60%-Bankeinlagenregel unter MiCA: Einordnung, Bewertung und Gestaltungsoptionen

SAFE White Paper No. 124 | October 2026

Leibniz Institute for Financial Research SAFE
Sustainable Architecture for Finance in Europe

policy_center@safe-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Die 60%-Bankeinlagenregel unter MiCAR: Einordnung, Bewertung und Gestaltungsoptionen^{*†}

Günter Franke, Universität Konstanz

Tatiana Farina, SAFE

Jan Pieter Krahn, SAFE

Vincent R. Lindner, SAFE

Erik Lüders IPE

Jasper v. der Decken, IPE

Max Straka, IPE

Oktober 2026

* Diese Untersuchung ist einer von zwei komplementären Beiträgen zur Konsultation der EU-Kommission im Review-Verfahren der Europäischen Verordnung über Krypto-Werte (MiCAR). Während der komplementäre Beitrag „MiCAR Review. Same Regulatory Goals, Better Instruments“ die Regulierung von Stablecoins grundsätzlich denkt, bewegt sich diese Untersuchung innerhalb des bestehenden Rechtsrahmens. Sie nimmt die Existenz einer Reservepflicht als gegeben und fragt, wie deren konkrete Ausgestaltung – insbesondere die 30%/60%-Bankeinlagenquote – innerhalb dieser Logik verbessert werden kann.

† SAFE Policy Paper repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autoren und nicht notwendigerweise die von SAFE oder seiner Mitarbeiter.

1. Executive Summary

Die Europäische Verordnung über Krypto-Werte (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR) verpflichtet Emittenten von E-Geld-Token (EMTs), ab bestimmten Signifikanzschwellen mindestens 60% ihrer Reserve als Bankeinlagen zu halten, unterhalb dieser Schwelle mindestens 30%. Diese Vorgabe stand im Rahmen der EU-Konsultation zum MiCAR-Review zur Disposition. Diese Untersuchung prüft die Regel auf zwei Ebenen. Erstens methodisch, ob sie sauber kalibriert und gemessen ist. Zweitens verteilungsseitig, wer innerhalb des bestehenden Systems tatsächlich Kosten und Nutzen trägt. Dabei bezieht diese Untersuchung bewusst keine Position zur übergeordneten Frage einer asset- und technologieutralen Finanzregulierung, sondern geht von einer punktuellen Reform des bestehenden MiCAR-Rahmens aus.

Auf der methodischen Ebene zeigen sich vier zentrale Schwachstellen. Die Signifikanz-Schwelle selbst beruht bei drei der fünf zugrunde liegenden Kriterien auf Metriken, für die laut EBA keine einheitliche, verlässliche Zählmethodik existiert. Das schafft zugleich einen Anreiz zur strategischen Vermeidung der Einstufung. Die implizite Annahme hinter der 30/60-Prozent-Staffelung, nämlich ein nahezu vollständiger, taggleicher Run auf die Reserve, ist empirisch nicht gestützt. Selbst der extremste bisher beobachtete Fall, der Kollaps von Terra/UST im Mai 2022, blieb bei einem Abfluss von rund 20% der Supply innerhalb mehrerer Wochen, nicht innerhalb eines Tages. Drittens zeigt der Fall der Silicon Valley Bank im März 2023, dass die Konzentration der Reserve bei einer einzelnen Bank der eigentlich unterschätzte Risikohebel sein dürfte. Circle's Exposure lag mit rund 8% weit unter der später vorgeschlagenen Konzentrationsgrenze, und dennoch kam es zu einem erheblichen Peg-Verlust und einer marktweiten Panik. Viertens unterläuft die Multi-Issuance-Praxis global fungibler Stablecoins wie USDC die Reserve-Logik unabhängig von der Kalibrierung der Quote: Weil im Ausland emittierte Token am EU-Rücknahmeschalter nicht von EU-emittierten Token unterscheidbar sind, kann die EU-Reserve durch Rücknahmeansprüche auf Token belastet werden, für die sie nie gehalten wurde – ein Risiko, das der Europäische Systemrisikorat 2025 offiziell bestätigt hat.

Auf der Verteilungsebene zeigt sich ein konsistentes Muster über alle drei betroffenen Parteien hinweg. Der Holder, also die Partei, die die Regel eigentlich schützen soll, profitiert am wenigsten von ihr. Er trägt eine doppelte Risikoexposition gegenüber Emittent und Bank, ohne dabei durch ein Einlagensicherungssystem geschützt zu sein und ohne an der Rendite der Reserve beteiligt zu werden. Der Emittent trägt die Kosten der Regel in Form von Opportunitätskosten und regulatorischem Wettbewerbsnachteil, kann diese aber teilweise durch Skaleneffekte kompensieren, was tendenziell größere Emittenten begünstigt. Tether hat die MiCAR-Zulassung für seine Euro- und Dollar-Stablecoins explizit wegen dieser Regel abgelehnt. Die Bank schließlich profitiert am meisten von der Regel, ohne dass die Regel dies als Ziel formuliert hätte. Sie erhält einen garantierten, planbaren Einlagenzufluss

und importiert dabei gleichzeitig neue systemische Verflechtung zwischen dem Bankensektor und dem Stablecoin-Markt, die MiCAR an keiner Stelle systematisch adressiert.

Der internationale Vergleich stützt diesen Befund. Weder der US-amerikanische GENIUS Act noch das britische Regime für nicht-systemische Stablecoins kennen eine vergleichbare verpflichtende Bankeinlagenquote, ohne dass diese Regime deshalb als weniger finanzstabil gelten würden.

Der Lösungsvorschlag dieser Untersuchung positioniert sich bewusst zwischen MiCAR und dem GENIUS Act. Er besteht aus drei Bausteinen. Erstens einer nach Emittentengröße gestaffelten Cash-Tranche von rund 10 bis 40%, anstelle einer starren 30/60-Prozent-Quote. Zweitens einer Fälligkeitsstaffelung der in der Reserve gehaltenen Staatsanleihen, sodass täglich ein vorhersehbarer Anteil in bar verfügbar wird. Drittens diversifizierten Repo-Kreditlinien bei mehreren Marktteilnehmern als zusätzlichem Liquiditätspuffer, der eine Konzentration bei einer einzelnen Gegenpartei vermeidet. Alle drei Bausteine sind am empirisch beobachteten Liquiditätsbedarf bemessen, nicht an einer pauschalen Worst-Case-Annahme. Ergänzend dazu adressiert die Untersuchung die unabhängig von der Reservezusammensetzung bestehende Multi-Issuance-Problematik: Ein zentral durch die EBA geprüftes Anerkennungsregime für gleichwertige Drittstaaten-Rahmen, kombiniert mit einer verbindlichen Ring-Fencing-Pflicht für die EU-Reserve, hält den Marktzugang für global fungible Stablecoins offen, ohne das dabei entstehende Run-Risiko auf EU-Reserven unadressiert zu lassen.

2. Einordnung

2.1 MiCAR im Überblick

Art. 1 MiCAR definiert den Regelungsgegenstand der Verordnung¹: einheitliche Anforderungen an das öffentliche Angebot und die Zulassung zum Handel von Kryptowerten – unterteilt in vier Regelungsbereiche: Transparenz- und Offenlegungspflichten, Zulassungs- und Aufsichtsanforderungen für Kryptowerte-Dienstleister und Emittenten, Schutzvorschriften für Token-Inhaber sowie Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch.

Diese vier Bereiche werden in der Literatur meist auf drei übergeordnete Ziele verdichtet: **Verbraucherschutz, Finanzstabilität und Marktintegrität** – ergänzt um das Ziel, einen einheitlichen Binnenmarkt anstelle fragmentierter nationaler Einzelregelungen der 27 Mitgliedstaaten zu schaffen².

Diese offiziell benannten Ziele beantworten allerdings nicht alle Fragen, die für die Bewertung einzelner Vorschriften wie der 60%-Regel relevant sind. Darunter liegen tiefergehende, in MiCAR selbst nicht explizit adressierte Leitfragen, deren jeweilige Beantwortung die Einschätzung konkreter Regelungen maßgeblich beeinflusst – etwa: Ist der Schutz des bestehenden Bankensektors vor neuer Konkurrenz ein legitimes, wenn auch nicht explizit genanntes Regulierungsziel? Sollen Stablecoin-Emittenten, die wirtschaftlich eine bankähnliche Funktion erfüllen, unabhängig von ihrer Rechtsform reguliert werden dürfen, solange das Risiko vergleichbar abgesichert ist, oder strukturell an die Kanäle des bestehenden Bankensektors gebunden werden? Wie stark soll die internationale Wettbewerbsfähigkeit europäischer Emittenten gegenüber Anbietern aus den USA oder Asien gewichtet werden, die anderen Regeln unterliegen? Und welchen Stellenwert soll die Förderung von Innovation im europäischen Finanzsektor gegenüber der Absicherung bestehender Strukturen haben? Diese Untersuchung nimmt zu diesen Grundsatzfragen bewusst keine Position ein – sie prägen aber unweigerlich, wie die im Folgenden diskutierten Befunde zu bewerten sind, und werden dort, wo sie unmittelbar relevant werden, explizit benannt. Insbesondere bezieht diese Untersuchung keine Position zu der übergreifenden Frage, ob Finanzregulierung grundsätzlich asset- und technologieneutral nach dem Prinzip funktionaler Äquivalenz ("same activity, same risk, same regulation") ausgestaltet werden sollte – eine Debatte, die weit über Stablecoins hinausreicht. Grundlage dieser Untersuchung ist stattdessen die Prämisse, dass der bestehende MiCAR-Rahmen im Zuge der laufenden Konsultation punktuell angepasst, nicht grundsätzlich neu konzipiert wird; die Analyse beschränkt sich entsprechend auf das, was in dieser Revision konkret zur Disposition steht.

Für Stablecoins hat MiCAR ein zusätzliches, eigenständiges Ziel: den Schutz von Finanzstabilität und Währungssouveränität – insbesondere die Sorge, dass große, weit verbreitete Stablecoins spezifische

¹Art. 1 Verordnung (EU) 2023/1114 (MiCAR).

²Erwägungsgründe MiCAR; vgl. Simmons & Simmons, "Regulierung der Märkte für Krypto-Assets (MiCAR) – auf einen Blick".

Herausforderungen für Finanzstabilität, geldpolitische Transmission oder Währungssouveränität schaffen könnten³. Genau dieses Ziel begründet die verschärften Anforderungen für "signifikante" Token, einschließlich der 60%-Regel.

MiCAR unterscheidet drei Kategorien von Kryptowerten, von denen für Stablecoins zwei relevant sind:

- **E-Money Tokens (EMTs):** Kryptowerte, die den Wert einer einzelnen offiziellen Währung 1:1 abbilden (z. B. EURC, EURCV)⁴.
- **Asset-Referenced Tokens (ARTs):** Kryptowerte, die einen Korb aus mehreren Währungen, Rohstoffen oder anderen Vermögenswerten referenzieren⁵.

EMTs dürfen ausschließlich von Kreditinstituten (Banken, zugelassen nach CRD IV) oder E-Geld-Instituten (EMI) nach der E-Geld-Richtlinie 2009/110/EG ausgegeben werden⁶. Banken benötigen dabei keine separate MiCAR-Zulassung, sondern nur eine Notifizierung; EMIs durchlaufen das volle MiCAR-Zulassungsverfahren⁷.

2.2 Die Reserve-Pflicht und die 30%/60%-Regel

Art. 54 MiCAR verpflichtet EMT-Emittenten, mindestens 30 % der erhaltenen Mittel in separaten Konten bei Kreditinstituten zu hinterlegen; der Rest ist in sichere, hochliquide Finanzinstrumente mit minimalem Markt-, Kredit- und Konzentrationsrisiko zu investieren⁸. Bei Einstufung als "signifikant" verdoppelt sich diese Quote auf 60 %⁹.

Die Signifikanz-Schwelle (Art. 43 MiCAR, i.V.m. Art. 56 für EMTs) greift, sobald mindestens drei von fünf Kriterien erfüllt sind: mehr als 10 Mio. Holder, eine Reserve/Marktkapitalisierung über 5 Mrd. Euro, mehr als 2,5 Mio. Transaktionen bzw. 500 Mio. Euro Transaktionsvolumen pro Tag, die Rolle als Anbieter von Kernplattformdiensten, oder eine international bedeutsame Verflechtung mit dem Finanzsystem¹⁰. Bei Erreichen der Schwelle übernimmt die EBA die direkte Aufsicht.

2.3 Herkunft der 60%-Regel: Level 1 vs. Level 2

Die konkrete 60%-Zahl ist nicht im MiCAR-Kerntext selbst (Level 1) enthalten. Sie wurde über einen Regulatory Technical Standard (RTS) der EBA konkretisiert, den die EBA im Juni 2024 der Kommission vorlegte; dieser ist bislang nicht als Delegierte Verordnung erlassen worden (Status EBA: „not yet applicable“) – die Kommission hat im August 2025 Änderungen angekündigt, denen die EBA im

³Erwägungsgrund zu Art. 43 MiCAR; van Oosten/Hillen, "MiCAR: The Introduction of an EU-wide Regulatory Framework for Crypto-assets", EJLR 2023.

⁴Art. 3(1) MiCAR (Begriffsbestimmungen).

⁵Art. 3(1) MiCAR (Begriffsbestimmungen).

⁶Art. 48(1) MiCAR.

⁷Art. 48 MiCAR; Norton Rose Fulbright, "Regulating crypto-assets in Europe: Practical guide to MiCAR".

⁸Art. 54 MiCAR.

⁹Art. 58 i.V.m. Art. 45 MiCAR für signifikante EMTs.

¹⁰Art. 43 MiCAR.

Oktober 2025 widersprochen hat¹¹. Der zugrunde liegende Auftrag aus Art. 36(4) MiCAR an die EBA war eng gefasst (Festlegung von Fälligkeitsstrukturen und Liquiditätsmanagement-Techniken)¹²; die 30%/60%-Kalibrierung selbst entwickelte die EBA in eigener Verantwortung.

Methodisch stützt sich die EBA dabei auf drei bestehende Regelwerke: die Basel-Standards zur aufsichtsrechtlichen Behandlung von Krypto-Exposures (Dezember 2022), die UCITS-Richtlinie sowie die EU-Delegierte Verordnung zur Liquidity Coverage Ratio (LCR, (EU) 2015/61)¹³. Eine eigenständige, stablecoin-spezifische empirische Kalibrierung (etwa auf Basis modellierter Rückzahlungsszenarien) ist im finalen EBA-Bericht nicht dokumentiert.

2.4 Globaler regulatorischer Kontext

Parallel zu MiCAR hat der US-Kongress im Juli 2025 den GENIUS Act verabschiedet (Umsetzungsvorschriften fällig 18. Juli 2026)¹⁴. Dieser regelt Stablecoin-Reserven ebenfalls strikt, sieht jedoch keine Mindestquote für Bankeinlagen vor: zulässig sind Bareinlagen, US-Staatsanleihen (Restlaufzeit ≤ 93 Tage), Repo-Geschäfte und Geldmarktfonds, in frei wählbarer Kombination¹⁵. Auch hier bleibt die operative Ausgestaltung vorerst offen: Die gesetzliche Frist für die Ausführungsvorschriften (18.07.2026) wurde von den zuständigen US-Behörden (OCC, Fed, FDIC, NCUA, Treasury) verstrichen gelassen, ohne dass finale Regelungen vorlägen – alle Entwürfe befinden sich weiterhin im Konsultationsstadium.

Auch das Vereinigte Königreich hat sein Regime für nicht-systemische Stablecoins finalisiert (FCA, PS26/10, 30.06.2026 – final)¹⁶: ein zweistufiges System mit alleiniger FCA-Aufsicht für nicht-systemische Stablecoins und zusätzlicher Bank-of-England-Aufsicht für systemische. Für Letztere liegt bislang nur ein Entwurf vor (Policy Statement/Code of Practice, 22.06.2026, Konsultation bis 22.09.2026, Finalisierung erst für Ende 2026 avisiert). Auffällig im dortigen Entwurf im Vergleich zu MiCAR: **kommerzielle Bankeinlagen sind für systemische Stablecoins explizit nicht als Reserve-Asset zulässig** – stattdessen dominieren Staatsanleihen und unverzinsten Zentralbankeinlagen¹⁷. Auch die Eigenkapitalanforderung liegt mit 1 % nur bei der Hälfte des MiCAR-Werts¹⁸. Die Bank of England positioniert dies explizit als Wettbewerbsmaßnahme, um den UK-Kryptomarkt international konkurrenzfähig zu halten¹⁹.

¹¹EBA, Final Report on Draft RTS specifying liquidity requirements for the reserve of assets (13.06.2024).

¹²Art. 36(4) MiCAR.

¹³EBA, Final Report on Draft RTS (2024), Begründungsteil.

¹⁴GENIUS Act (S. 1582, 119th Congress), signiert Juli 2025.

¹⁵GENIUS Act, Section 4 (Reserve Requirements).

¹⁶Bank of England & FCA, "Approach to joint regulation of systemic stablecoin issuers" (30.06.2026); FCA, Policy Statement PS26/10 (30.06.2026).

¹⁷Bank of England, Policy Statement und Code of Practice for sterling-denominated systemic stablecoins (22.06.2026).

¹⁸FCA, PS26/10; Skadden Insight, "FCA Finalises Core Rules for the UK Cryptoasset Regime" (30.06.2026).

¹⁹Rede von Sarah Breeden (Deputy Governor, Bank of England), 19.05.2026.

Zusätzlich gilt für Euro-Stablecoins eine strikte territoriale Reichweite: MiCAR erfasst automatisch jeden Token, der an eine EU-Währung gekoppelt ist, unabhängig vom Sitz des Emittenten. Ein Äquivalenzregime für Drittstaaten-Regulierungsrahmen (auch für GENIUS Act oder das UK-Regime) existiert nicht²⁰.

3. Bewertung

Im Folgenden unterscheiden wir zwei Analyseebenen: Zunächst prüfen wir, ob die 60%-Regel methodisch sauber kalibriert und gemessen ist (3.1) – unabhängig davon, wen sie betrifft. Anschließend untersuchen wir, wen die Regel in ihrer tatsächlichen Wirkung trifft und ob dies mit den erklärten Zielen von MiCAR übereinstimmt (3.2).

3.1 Methodik: Ist die 60%-Regel sauber kalibriert und gemessen?

3.1.1 Messunsicherheit bei der Signifikanz-Schwelle

Von den fünf Signifikanz-Kriterien nach Art. 43 MiCAR lassen sich zwei relativ eindeutig feststellen. Die Reserve-/Marktkapitalisierung (> 5 Mrd. Euro) lässt sich doppelt verifizieren – über die ohnehin regelmäßig geprüfte und offengelegte Bilanzgröße der Reserve sowie unmittelbar on-chain über die Gesamtzahl der ausgegebenen Token; eine Verschleierung ist hier praktisch ausgeschlossen. Der Status als Anbieter von Kernplattformdiensten verweist auf eine bereits bestehende, eigenständige Einstufung nach dem Digital Markets Act (DMA): Nur Unternehmen, die von der Kommission dort formal als "Gatekeeper" designiert wurden – aktuell sieben Unternehmen mit insgesamt 23 Diensten –, erfüllen dieses Kriterium; es erfordert keine eigene Zähl- oder Schätzarbeit des Emittenten²¹.

Bei den übrigen drei Kriterien ist die Datengrundlage dagegen weniger belastbar. Für internationale Bedeutsamkeit und Verflechtung mit dem Finanzsystem hat die Kommission zwar eine eigene Delegierte Verordnung erlassen, die konkrete Indikatoren vorgibt – etwa den Anteil der Token, der von Finanzinstituten gehalten wird, oder die Nutzung für grenzüberschreitende Zahlungen²². Die EBA selbst räumt jedoch ein, dass die bestehenden harmonisierten EU-Meldepflichten zu Beginn der Anwendung nicht ausreichend Daten liefern würden, um diese Indikatoren belastbar zu bewerten²³. Noch deutlicher zeigt sich die Messunsicherheit bei Holder-Anzahl und Transaktionsvolumen: Hier existiert nicht einmal ein eigener delegierter Rechtsakt mit definierten Indikatoren – die EBA räumt ein, dass es bislang keine etablierte Methodik zur Berechnung dieser Zahlen und Werte gibt, u. a. weil

²⁰Arnal, J., "Multi-issuance stablecoins and MiCAR's first real credibility test", CEPS/ECRI, 18.07.2025.

²¹Art. 43(1)(d) MiCAR i.V.m. Art. 2(2) und Art. 3 Digital Markets Act (Verordnung (EU) 2022/1925); Europäische Kommission, DMA Gatekeepers Portal.

²²Delegierte Verordnung (EU) 2024/1506 der Kommission vom 22.02.2024; EBA, Technical Advice on MiCAR Delegated Acts (29.09.2023).

²³EBA, Technical Advice on MiCAR Delegated Acts (29.09.2023), Rn. 42.

nicht erkennbar ist, ob Token-Transfers zwischen Adressen unterschiedlicher oder derselben wirtschaftlichen Einheit stattfinden²⁴.

Bezeichnend hierfür ist das Reporting-Template S 04.04 ("Methodology used for template S 04.03"), das Emittenten explizit zur Offenlegung ihrer selbst gewählten Methodik zur Schätzung von Transaktionen zwischen Non-Custodial-Wallets (Template S 04.03) verpflichtet – anstelle einer einheitlichen Vorgabe²⁵. Die EBA institutionalisiert damit selbst die Notwendigkeit einer emittentenspezifischen Schätzmethodik, gerade weil eine direkte, einheitlich beobachtbare Zählung strukturell nicht möglich ist.

Diese Konstruktion erzeugt einen erheblichen manuellen und bürokratischen Aufwand: Jeder Emittent muss eine eigene Methodik entwickeln, dokumentieren und gegenüber der Aufsicht rechtfertigen – für eine Kennzahl, die am Ende ohnehin nicht EU-weit vergleichbar ist. Gerade für einen noch jungen, innovationsgetriebenen Markt wie den der Stablecoins ist dieser Aufwand bemerkenswert: Ressourcen, die in die Entwicklung und Rechtfertigung einer im Zweifel ungenauen Zählmethodik fließen, stehen nicht für die eigentliche Produktentwicklung zur Verfügung – ein Ergebnis, das Innovation eher bremst als fördert.

Die Kombination aus scharfer Schwelle (30 % → 60 % bei Erreichen von drei der fünf Kriterien) und unklarer Messgrundlage schafft zudem einen Anreiz zur strategischen Vermeidung der Einstufung – etwa durch die Aufteilung der Emission auf mehrere, jeweils unterhalb der Schwellen bleibende Tokens oder Rechtsträger²⁶. Ob dies in der Praxis in relevantem Umfang geschieht, ist offen: Das wirtschaftlich aussagekräftigste Kriterium (Reserve-/Marktkapitalisierung über 5 Mrd. Euro) lässt sich kaum verschleiern, sodass eine vollständige Umgehung der Einstufung für tatsächlich große Emittenten unwahrscheinlich ist. Die messunsicheren Kriterien (Holder-Zahl, Transaktionsvolumen, teilweise auch Verflechtung mit dem Finanzsystem) bieten jedoch zumindest am Rand Spielraum für eine strukturelle Untererfassung – ein Risiko, das die EBA mit der formalisierten Pflicht zur Vorlage eines Plans zur dauerhaften Unterschreitung der Schwelle innerhalb von 40 Arbeitstagen nach Erreichen des Grenzwerts implizit bereits selbst anerkennt²⁷.

3.1.2 Redemption-Szenario: Annahme vs. Empirie

Sowohl die 30%- als auch die 60%-Quote unterstellen implizit ein Rückzahlungsszenario, das einem weitgehend taggleichen Run entspricht – der Emittent muss in der Lage sein, kurzfristig einen erheblichen Teil der Reserve in bares Geld umzuwandeln. Das steht in auffälligem Kontrast zur

²⁴EBA, Final Report on Guidelines on reporting on ARTs and EMTs (EBA/GL/2024/16, 18.12.2024).

²⁵Template S 04.04 ("Methodology used for template S 04.03"), Anhang I der Durchführungsverordnung (EU) 2024/2902; EBA/GL/2024/16.

²⁶Art. 43(1) MiCAR; vgl. MiCAR.wtf, "EBA Explainer — MiCAR Templates".

²⁷Art. 43 MiCAR i.V.m. EBA-Verfahren zur Klassifizierung signifikanter Token (Übergangsplan-Pflicht bei Schwellenannäherung).

Bankenregulierung selbst: Unter der Liquidity Coverage Ratio (LCR) setzen Aufseher für stabile, versicherte Retail-Einlagen einen Runoff von lediglich 3-5 % über einen 30-Tage-Stresszeitraum an²⁸. Bereits die Basis-Quote von 30 % liegt damit um ein Vielfaches über dem, was die Bankenaufsicht für vergleichbare Einlagen als Stresspuffer für notwendig hält – die 60%-Quote für signifikante Token erst recht.

Ein Abgleich mit den bislang verfügbaren realen Stresssituationen relativiert diese implizite Annahme zusätzlich:

- **USDC/Silicon Valley Bank (März 2023):** Von den rund 40 Mrd. USD Gesamtreserve waren rund 3,3 Mrd. USD (ca. 8 %) bei der insolventen SVB angelegt²⁹. Von Montag bis Mittwoch jener Woche verarbeitete Circle 3,8 Mrd. USD an Rücknahmen (brutto) bei gleichzeitiger Neuausgabe von 0,8 Mrd. USD, ein Netto-Abfluss von rund 3 Mrd. USD über drei Tage – bezogen auf die 40-Mrd.-USD-Reserve entspricht das etwa 9-10 % (brutto) bzw. rund 7,5 % (netto); über die gesamte Woche belief sich der Netto-Abfluss auf rund 6 Mrd. USD (~15 %)³⁰. Der Peg fiel auf ein Tief von etwa 0,87 USD³¹. Die Erholung erfolgte, nachdem FDIC, US-Notenbank und Finanzministerium am Abend des 12. März 2023 gemeinsam ankündigten, sämtliche SVB-Einlagen (auch oberhalb der Versicherungsgrenze) vollständig zu schützen – am folgenden Werktag normalisierten sich Rücknahmen und Peg vollständig³². Der Vorfall war also nicht primär eine Frage unzureichender Reserve-Liquidität, sondern wurde durch einen diskretionären staatlichen Backstop gelöst, den ein Stablecoin-Emittent selbst nicht herstellen kann.
- **USDT/Terra-Kollaps (Mai 2022):** Im Zuge des Terra/UST-Zusammenbruchs sah sich Tether mit rund 16 Mrd. USD an Rücknahmen konfrontiert³³ – bei einer Marktkapitalisierung von rund 83 Mrd. USD unmittelbar vor dem Kollaps entspricht dies etwa 19-20 % der Gesamt-Supply, deutlich mehr als beim USDC/SVB-Fall (~9-10 %)³⁴. Der Peg fiel auf etwa 0,95 USD und erholte sich innerhalb einer Woche vollständig – ohne staatlichen Backstop, gestützt auf eine überwiegend in Staatsanleihen/Repos gehaltene Reserve.

²⁸Basel Committee on Banking Supervision, "Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools" (BCBS, Januar 2013); Harvard Law School Forum on Corporate Governance, "Basel Committee Revises Basel III Liquidity Coverage Ratio" (2013).

²⁹Circle (@circle), Stellungnahme vom 11.03.2023; CoinDesk, "Circle Confirms \$3.3B of USDC's Cash Reserves Stuck at Failed Silicon Valley Bank" (11.03.2023).

³⁰Reuters, "Crypto Investors Pull \$3 Billion From Stablecoin USDC in Three Days" (16.03.2023); Circle Blog Post (15.03.2023).

³¹CoinDesk/CCData, "Market Analysis: Silicon Valley Bank, Circle & USDC" (13.03.2023).

³²Federal Reserve, "In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins", FEDS Notes (17.12.2025).

³³Forbes, "Inside Tether, Crypto's (So Far) Unbreakable Buck" (21.12.2022).

³⁴U.Today, "Tether (USDT) Almost Recovers Market Value Lost After Terra UST Collapse" (26.04.2023); CoinGecko, "Tether Price: USDT/USD Live Price Chart, Market Cap & News".

- **USDT/FTX-Kollaps (November 2022):** Ein kleinerer, ebenfalls vertrauensgetriebener Schock führte zu rund 3 Mrd. USD Rücknahmen über wenige Tage (ca. 4-5 % der zu diesem Zeitpunkt bereits reduzierten Supply); der Peg fiel um rund 4 % und erholte sich rasch³⁵.

Zur besseren Vergleichbarkeit fasst die folgende Tabelle alle drei Fälle auf einheitlicher Basis zusammen:

Tabelle 1: Vergleich der Rückzahlungsepisoden (USDC/SVB, USDT/Terra, USDT/FTX)

Fall	Rücknahmen	Basis-Reserve	Prozentsatz
USDC/SVB (März 2023)	3,8 Mrd. USD (ca. 3 Tage)	~40 Mrd. USD	~9-10 %
USDT/Terra (Mai 2022)	16 Mrd. USD (ca. 2 Monate)	~83 Mrd. USD	~19-20 %
USDT/FTX (November 2022)	3 Mrd. USD (wenige Tage)	~65-70 Mrd. USD	~4-5 %

Alle drei Episoden zusammengekommen zeichnen ein konsistentes Bild: Selbst im extremsten beobachteten Fall (Terra, ~20 % der Supply) blieb der tatsächliche Rückzahlungsdruck weit unter der Größenordnung, die eine 60%-Vorhaltequote implizit unterstellt – geschweige denn nahe der 100 %, die ein "Totalrun" bedeuten würde. Zwei der drei Fälle (Terra, FTX) zeigen zudem, dass eine überwiegend nicht-bankbasierte Reserve auch unter erheblichem Druck ohne staatliche Hilfe stabil bleiben kann. Der dritte Fall (USDC/SVB) – mit dem geringsten Rücknahmedruck aller drei – profitierte zwar von einem staatlichen Backstop, doch dieser war keine stablecoin-spezifische Rettungsmaßnahme: Er schützte sämtliche SVB-Einleger, überwiegend Technologie-Unternehmen und Venture-Capital-Fonds³⁶; Circle war lediglich einer von vielen Nutznießern einer weit breiter angelegten Systemintervention. Für die stablecoin-eigene Rückzahlungsfähigkeit lässt sich aus diesem Fall also wenig über die Notwendigkeit eines dedizierten Backstops ableiten – er verdeutlicht stattdessen primär das Konzentrationsrisiko bei einer einzelnen Bank (vgl. 3.1.3), nicht ein Versagen der Reserve-Liquidität an sich. Einschränkend gilt: Tethers Reserve-Transparenz war historisch schwächer als die von Circle, weshalb sich die beobachtete Stabilität der Tether-Fälle nicht eindeutig der Qualität der Reserve-Instrumente zuschreiben lässt – Marktvertrauen in die Marke Tether könnte ebenfalls eine Rolle gespielt haben.

Diese empirische Diskrepanz trifft auf eine Kalibrierung, die selbst keine stablecoin-spezifische Grundlage offenlegt: Eine dokumentierte, auf modellierten oder beobachteten Rückzahlungsverläufen basierende Herleitung der 30%/60%-Werte ist im EBA-Bericht nicht enthalten

³⁵Axios, "Tether's stablecoin briefly depegs from dollar after FTX fallout" (10.11.2022).

³⁶Finance Magnates, "SVB Crisis: Circle Escapes \$3.3B USDC Depeg with Regulatory Assurance" (13.03.2023).

(vgl. 2.3)³⁷; stattdessen werden Basel-, UCITS- und LCR-Konzepte aus dem Bankensektor herangezogen, ohne dass deren Übertragbarkeit auf das tatsächliche Rückzahlungsverhalten von Stablecoins geprüft oder belegt wird. Mit den inzwischen verfügbaren Rückzahlungsdaten aus 2022/2023 ließe sich diese Lücke erstmals schließen. Der naheliegende Schluss ist nicht zwingend "60 % ist zu hoch", sondern: Die Quote sollte durch ein empirisch hergeleitetes, risikosensitives Verfahren ersetzt oder ergänzt werden – etwa gestaffelt nach beobachteter Rückzahlungsgeschwindigkeit und -konzentration –, anstatt eine pauschale, worst-case-artige Annahme ohne belegte Grundlage fortzuschreiben.

3.1.3 Konzentrationsrisiko als der eigentlich weniger beachtete Hebel

Neben der 30%/60%-Einlagenquote fordert Art. 36(1)(b)/38(1) MiCAR selbst nur allgemein, dass die Reserve minimales Konzentrationsrisiko aufweisen muss, ohne dies zu beziffern. Die EBA hat dazu einen (noch nicht final angenommenen) Vorschlag vorgelegt, wie stark die Reserve bei einem einzelnen Kreditinstitut konzentriert sein darf: Der kombinierte Wert der Reserve-Assets (Einlagen, Wertpapiere desselben Instituts, unbesicherte OTC-Derivate-Exposure) soll 30 % des Reservewerts pro Kreditinstitut nicht übersteigen dürfen³⁸ – wobei Institute derselben Bankengruppe als ein Kontrahent zusammengerechnet würden. Begründet wird dies mit der Vermeidung einer zu starken Verflechtung zwischen Finanzsystem und Krypto-Ökosystem. Zusätzlich sieht Art. 5 des Entwurfs eine nach Bankgröße/Systemrelevanz gestaffelte Einzelbank-Grenze vor (25 % für G-SII/O-SII, 15 % für sonstige große Institute, 5 % für kleinere Institute), sowie eine Grenze von maximal 1,5 % der Gesamtbilanzsumme der empfangenden Bank. Diesen gestaffelten Ansatz halten wir für sachgerecht, da er das im Folgenden diskutierte Resilienz-Argument größerer Banken bereits mitdenkt.

Der SVB-Fall liefert hierzu einen aufschlussreichen empirischen Test: Circles Exposure gegenüber SVB lag bei rund 8 % der Gesamtreserve – deutlich unterhalb der vorgeschlagenen 30%-Aggregatgrenze. Bezogen auf Circles eigene Reserve wäre die Regel also – gälte der EBA-Vorschlag bereits als geltendes Recht – eingehalten worden. Die 1,5%-Bilanzsummengrenze aus Art. 5(2) des Entwurfs wäre dagegen vermutlich knapp verfehlt worden: Die 3,3 Mrd. USD bei SVB entsprachen rund 1,58 % von SVBs Gesamtbilanzsumme von ca. 209 Mrd. USD (Ende 2022) – oberhalb der 1,5%-Schwelle; unklar bleibt zudem, welche der gestaffelten Einzelbank-Grenzen (25/15/5 %) auf eine Nicht-EU-Bank wie SVB überhaupt anwendbar gewesen wäre. Und dennoch kam es zu einem 13%igen Peg-Verlust und einer

³⁷EBA, Final Report on Draft RTS (2024), Begründungsteil.

³⁸EBA/RTS/2024/10 (13.06.2024), Final Report on Draft RTS further specifying the liquidity requirements of the reserve of assets (Art. 36(4) MiCAR), Art. 5 des Verordnungsentwurfs sowie Impact Assessment Rn. 15 (Abschnitt 4.1.4). Hinweis: Dieses RTS war zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Papers noch nicht als Delegierte Verordnung erlassen (Status EBA: „not yet applicable“); die EU-Kommission hatte im August 2025 Änderungen angekündigt, denen die EBA im Oktober 2025 widersprochen hat.

marktweiten Panik. Volle Regelkonformität bei den auf Circles Reserve bezogenen Grenzen verhinderte den Vorfall also nicht.

Dies legt zwei mögliche Lesarten nahe, die sich nicht gegenseitig ausschließen: Entweder ist die 30%-Konzentrationsgrenze selbst zu hoch angesetzt, um die Art von Marktreaktion zu verhindern, die bei SVB auftrat – oder die Marktreaktion auf ein beeinträchtigtes Gegenparteirisiko folgt einer eigenen Dynamik, die sich nicht allein durch prozentuale Obergrenzen steuern lässt, weil bereits die bloße Kenntnis einer Beeinträchtigung (unabhängig von ihrer relativen Größe) ausreicht, um Vertrauen zu erschüttern. Eine dritte Lesart – die unser eigener Befund zur 1,5%-Bilanzsummengrenze nahelegt (vgl. oben) – ist, dass die reserve-relative 30%-Aggregatgrenze zwar zu hoch angesetzt sein mag, eine andere, absolute Teilgrenze (bezogen auf die Bilanz der empfangenden Bank) den Fall aber vermutlich bereits erfasst hätte. In allen Fällen zeigt sich: Die öffentliche und regulatorische Debatte konzentriert sich auf die 30%/60%-Einlagenquote, obwohl der empirisch beobachtete Störfall bei einer Größenordnung auftrat, die von der Konzentrationsgrenze bereits als unproblematisch eingestuft würde.

Hinzu kommt ein Kalibrierungs-Zielkonflikt, den die EBA selbst in ihrem Beratungsbericht anspricht: Größere, systemrelevante Banken sind operativ resilienter (besserer Zugang zu Wholesale-Refinanzierung, Repo-Märkten, Verbriefungen), was für eine Konzentration bei wenigen großen Instituten spricht – gleichzeitig erhöht genau diese Konzentration das Einzelkontrahenten-Risiko, das die Regel eigentlich begrenzen soll³⁹. Eine Diversifizierung über mehr, kleinere Banken reduziert das Konzentrationsrisiko, könnte aber die operative Resilienz jedes einzelnen Instituts im Krisenfall verringern. Der EBA-Vorschlag greift diese Abwägung mit der gestaffelten 25/15/5%-Grenze im Ansatz auf; ob dies fein genug kalibriert ist, bleibt offen.

Die 30%-Konzentrationsgrenze und die 30%/60%-Einlagenquote wurden offenbar unabhängig voneinander kalibriert, ohne dass ihr Zusammenspiel gemeinsam stressgetestet wurde. Der SVB-Fall zeigt, dass eine Konzentration (~8 %), die zwar unter der vorgeschlagenen 30%-Aggregatgrenze, aber über der 1,5%-Bilanzsummengrenze lag, bereits ausreichte, um eine ernsthafte Marktreaktion auszulösen – ein Hinweis darauf, dass die Konzentrationsgrenze, nicht die Einlagenquote, der eigentlich weniger beachtete, aber öffentlich kaum diskutierte Hebel sein könnte.

3.1.4 Multi-Issuance: Wenn Fungibilität die Reserve-Logik unterläuft

Selbst wenn die Signifikanz-Schwelle korrekt gemessen und die Konzentrationsgrenze sauber kalibriert wäre, bliebe eine strukturelle Lücke bestehen, die die 30%/60%-Logik insgesamt unterläuft: Multi-Issuance. Circle etwa betreibt USDC bereits heute als sogenanntes Dual-Issuance-Modell – der Token bleibt über die gesamte globale Angebotsmenge hinweg fungibel, während die auf europäische

³⁹EBA/RTS/2024/10 (13.06.2024), Rn. 32.

Kunden entfallenden Reserven separat nach MiCAR-Vorgaben (ACPR-Lizenz, Circle Mint France) gehalten werden⁴⁰. Weil ein einzelner Token bei beiden Emittenten – dem US-amerikanischen (unter dem GENIUS Act) und dem EU-Emittenten (unter MiCAR) – identisch und einlösbar ist, ist seine Zuordnung zu "seiner" Reserve rein buchhalterisch, nicht technisch erzwingbar. Ein im Ausland ausgegebener Token, der in die EU transferiert wird, ist am EU-Rücknahmeschalter nicht mehr von einem originär EU-emittierten Token unterscheidbar⁴¹. Die Höhe der Bankeinlagenquote – ob 30, 60 oder 100 % – ändert an diesem Konstruktionsfehler nichts: Sie schützt die EU-Reserve nicht davor, durch Rücknahmeansprüche auf im Ausland emittierte Token belastet zu werden. Multi-Issuance steckt damit in einem strukturellen Dilemma: Unterscheiden sich die Reserve- und Rücknahmeregeln zwischen EU und Drittstaat, entsteht genau diese Arbitrage; sind sie hingegen identisch, ist eine separate EU-Reserve überflüssig und verursacht nur zusätzliche Kosten⁴².

Diese Lücke ist kein theoretisches Konstrukt, sondern wurde 2025 zum Gegenstand einer formellen aufsichtlichen Warnung: Der Europäische Systemrisikrat (ESRB) empfahl in seiner Empfehlung vom 25. September 2025 explizit, dass die Kommission Drittstaaten-Multi-Issuance-Schemes nicht als unter dem bestehenden MiCAR-Rahmen zulässig einstufen solle – faktisch ein Vorschlag zum Verbot dieser Praxis –, und begründete dies damit, dass EU-Emittenten dadurch Verbindlichkeiten gegenüber Nicht-EU-Haltern übernehmen könnten, die von den unter EU-Aufsicht stehenden Reserven nicht gedeckt sind⁴³. Die EZB kam in einem eigenen Non-Paper zu übereinstimmenden Bedenken hinsichtlich Zahlungssystemen, geldpolitischer Transmission und Währungssouveränität⁴⁴. Das Ausmaß des potenziell betroffenen Volumens ist beträchtlich: USDC allein zirkulierte im August 2026 mit rund 77 Mrd. USD, und nach EZB-Schätzung entfallen rund 99 % der globalen Stablecoin-Angebotsmenge auf dollar-denominierte Token – gegenüber einem Bruchteil an genuin europäischen Euro-Stablecoins⁴⁵. Wie groß der Anteil ist, der tatsächlich über einen fungiblen EU-Kanal umgeleitet werden könnte, lässt sich jedoch nicht verlässlich beziffern: Der ESRB verweist selbst darauf, dass die verbreitete Nutzung von Self-Custody-Wallets und der eingeschränkte Datenzugang es erschweren, EMTs nachzuverfolgen und die Reserveausstattung angemessen zu überprüfen⁴⁶ – ein zusätzliches Beispiel für die bereits in 3.1.1 diskutierte Messproblematik.

⁴⁰Circle, "Circle's MiCAR compliant stablecoins" (circle.com/circle-eea); KuCoin Research, "Circle Executive: MiCAR Blocks EU Access to Most Major Stablecoins" (2026).

⁴¹Portes, R., "Multi-issuer stablecoins: A threat to financial stability", CEPR/VoxEU, 27.10.2025.

⁴²Bindseil, U. (2026), "Regulatory Responses to the Financial Stability Implications of Stablecoins", SAFE Working Paper No. 470, Sec. 3-4.

⁴³Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 September 2025 on third-country multi-issuer stablecoin schemes (ESRB/2025/9), Official Journal C/2025/6342.

⁴⁴European Central Bank, "Non-paper on EU and third-country stablecoin multi-issuance" (2025), zitiert in Council of the European Union, Working Document WK-4742-2025-COR-1.

⁴⁵Forbes, "Europe's Stablecoin Fight Comes Down To One Word: Fungible" (17.08.2026).

⁴⁶Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 September 2025 (ESRB/2025/9), Erwägungsgründe zu Self-Custody-Wallets und eingeschränktem Datenzugang.

Die EU-Kommission teilt diese Einschätzung bislang nicht in vollem Umfang: Presseäußerungen vom Oktober 2025 deuten darauf hin, dass sie die Hauptbedenken von EZB und ESRB nicht teilt⁴⁷. Diese Einschätzung hat inzwischen politisches Gewicht erhalten: Das Europäische Parlament stimmte am 9. Juli 2026 mit 390 zu 86 Stimmen dafür, Multi-Issuance grundsätzlich beizubehalten und lediglich mit zusätzlichen Schutzmaßnahmen zu flankieren, und wies damit den ESRB-Vorschlag eines Verbots deutlich zurück⁴⁸. Die endgültige rechtliche Behandlung von Multi-Issuance-Schemes ist damit zum Zeitpunkt dieser Untersuchung noch nicht abgeschlossen, zeichnet sich politisch aber bereits ab. Für die Bewertung der 60%-Regel bedeutet dies: Die Debatte um die richtige Kalibrierung der Bankeinlagenquote adressiert nicht das eigentliche Risiko, solange die Frage, welcher Reserve-Pool für welchen im Umlauf befindlichen Token überhaupt haftet, ungeklärt bleibt.

3.2 Wer trägt die Folgen? Holder, Emittent und Bank im Vergleich zu den erklärten Regelungszielen

Während 3.1 die technische Kalibrierung der 60%-Regel untersucht hat, prüft dieser Abschnitt ihre Verteilungswirkung: Wer trägt tatsächlich die Kosten und Risiken der Regel, und wer profitiert von ihr – gemessen an den in 2.1 dargestellten Zielen von MiCAR (Verbraucherschutz, Finanzstabilität, Marktintegrität, einheitlicher Binnenmarkt)?

Die 60%-Regel dient nach ihrer erklärten Begründung in erster Linie dem Verbraucherschutz (Rückzahlungssicherheit für Holder) und der Finanzstabilität (Begrenzung systemischer Risiken signifikanter Token). Ob die Regel diese beiden Ziele tatsächlich erreicht, lässt sich prüfen, indem man fragt, wer die Kosten trägt und wer den Nutzen einer Regel erhält, die formal dem Holder und der Systemstabilität dienen soll:

- **Holder:** trägt das Rückzahlungs- und indirekte Gegenparteirisiko der Reserve – erhält dafür weder Yield-Anteil noch eine dedizierte Einlagensicherung auf die zugrundeliegende Reserve. Das betrifft primär das Verbraucherschutz-Ziel.
- **Emittent:** trägt die Kosten der Regel (Konzentrationsmanagement, Opportunitätskosten gegenüber alternativen Reserve-Modellen, regulatorischer Wettbewerbsnachteil) – erhält im Gegenzug zumindest einen Teil des Yields, den ihm die Bank auf die Einlage zahlt. Das betrifft primär Marktintegrität und Wettbewerbsfähigkeit im Binnenmarkt.
- **Bank:** erhält einen regulatorisch erzwungenen, planbaren Einlagenzufluss samt Zinsspread – ohne dass die Regel dies als Ziel formuliert hätte. Das betrifft primär das Finanzstabilitäts-Ziel, da genau hier (Konzentration, Ansteckung, vgl. 3.1.3) neue systemische Risiken entstehen können, statt sie zu reduzieren.

⁴⁷ReedSmith, "EU & third-country stablecoin multi-issuance schemes under MiCAR" (17.11.2025).

⁴⁸ Kapron, Z., "Europe's Stablecoin Fight Comes Down To One Word: Fungible", Forbes (17.08.2026); Ledger Insights, "EU Parliament backs stablecoin multi-issuance, dismissing ban proposal" (09.07.2026).

Der folgende Abschnitt geht diese drei Positionen im Detail durch.

3.2.1 Holder: Yield-Asymmetrie bei doppelter Risikoexposition

Der Holder eines E-Geld-Tokens hat gegenüber dem Emittenten lediglich einen schuldrechtlichen Rückzahlungsanspruch⁴⁹ – kein dingliches Recht an einem bestimmten Reserve-Vermögenswert und kein durch ein Einlagensicherungssystem versichertes Bankguthaben, wie es ein Privatanleger von seinem eigenen Konto kennt. Dieser Anspruch ist faktisch zwei voneinander unabhängigen Risikoebenen ausgesetzt, die sich addieren, nicht gegenseitig absichern:

- **Emittenten-Risiko:** Der Holder ist darauf angewiesen, dass der Emittent selbst solvent bleibt, seine Verpflichtungen ordnungsgemäß erfüllt und die Reserve korrekt verwaltet. Governance- oder Liquiditätsprobleme beim Emittenten selbst (unabhängig von der Reserve-Qualität) schlagen unmittelbar auf den Rückzahlungsanspruch durch.
- **Banken-Risiko:** Da 60 % der Reserve als Einlage bei einem Kreditinstitut liegen müssen, ist der Holder zusätzlich indirekt dem Ausfallrisiko dieser Bank ausgesetzt – wie der SVB-Fall zeigt, überträgt sich ein Problem bei der Depotbank direkt auf die Rückzahlungsfähigkeit des Emittenten (vgl. 3.1.2, 3.1.3), selbst wenn der Emittent selbst tadellos wirtschaftet.

Der Holder trägt also faktisch ein zusammengesetztes Risiko zweier Institutionen, ohne dass ihm dafür ein Ausgleich zusteht: Das Zinsverbot untersagt dem Emittenten, Zinsen an Holder weiterzugeben, während der Zins, den der Emittent selbst von der Bank auf die 60%-Einlage erhält, frei verhandelbar bleibt und vollständig beim Emittenten (bzw. anteilig bei der Bank, die die Einlage weiterverwenden kann) verbleibt. Die einzige Partei in dieser Kette, die tatsächlich für beide Risikoebenen "geradesteht", ist also zugleich die einzige Partei, die von deren Ertrag vollständig ausgeschlossen ist.

Zur Einordnung: Diese Konstruktion ist nicht per se unüblich – auch klassische Bankeinlagen tragen implizit ein Emittenten-Risiko (die Bank selbst). Der entscheidende Unterschied ist die fehlende Einlagensicherung: Ein Bankkunde ist bis zur gesetzlichen Grenze (in der EU regulär 100.000 Euro pro Einleger und Institut) gegen genau dieses Risiko abgesichert; ein Stablecoin-Holder ist es nicht, obwohl die zugrunde liegende Struktur (Geld bei einer Bank, verwaltet durch einen Intermediär) strukturell vergleichbar ist.

Die fehlende Einlagensicherung betrifft dabei nicht nur den Holder direkt, sondern zeigt sich auf zwei getrennten Ebenen. Erstens hat der Holder gegenüber dem Emittenten von vornherein keinen versicherten Anspruch, sondern nur eine schuldrechtliche Forderung. Zweitens – und das ist weniger offensichtlich – war historisch auch die Reserve-Einlage des Emittenten bei der Bank selbst nicht durch ein Einlagensicherungssystem gedeckt: Die E-Geld-Richtlinie stellt klar, dass für E-Geld erhaltene

⁴⁹Art. 39, 49 MiCAR.

Gelder keine Einlagen im regulatorischen Sinne darstellen, und diese Einordnung wurde von der EBA 2021 bestätigt (auch wenn dieselbe EBA-Stellungnahme empfahl, das künftig zu ändern, s. u.)⁵⁰. Da das Reserve-Konto rechtlich auf den Namen des Emittenten läuft, wurde es wie eine gewöhnliche Finanzinstituts-Einlage behandelt – kategorisch von der Einlagensicherung ausgeschlossen, unabhängig davon, dass wirtschaftlich Millionen einzelner Holder die eigentlichen Berechtigten sind.

Die entsprechende Reform der Einlagensicherungsrichtlinie (DGSD, Art. 8b) wurde inzwischen verabschiedet (Richtlinie (EU) 2026/804, in Kraft seit 10.05.2026) und schließt diese Lücke – die Umsetzung in nationales Recht durch die Mitgliedstaaten steht jedoch noch aus (Frist 11.05.2028): Kundengelder von E-Geld-Instituten, die bei Kreditinstituten hinterlegt sind, sollen künftig EU-weit durch ein Einlagensicherungssystem geschützt werden, mit einer Deckung von 100.000 Euro pro zugrundeliegendem Kunden statt pro Sammelkonto⁵¹. Diese Deckung setzt jedoch voraus, dass die kontoführende Bank die einzelnen Kunden identifizieren kann oder zumindest identifizieren könnte – in der Praxis kennen Kreditinstitute die Identität der Endkunden hinter einem Sammelkonto oft nicht⁵². Für einen Stablecoin mit potenziell Millionen pseudonymer On-Chain-Holder dürfte diese Identifizierbarkeit noch schwieriger zu erfüllen sein als bei klassischen E-Geld-Kunden – dieselbe strukturelle Hürde, die bereits in 3.1.1 im Kontext der Holder-Zählung identifiziert wurde. Im Ergebnis bleibt damit unklar, ob und wann die reformierte Einlagensicherung in der Praxis tatsächlich bei Stablecoin-Reserven greifen würde.

Das Zinsverbot nach Art. 50 MiCAR ist bewusst weit gefasst: Erfasst ist nicht nur eine direkte Zinszahlung des Emittenten, sondern jede haldedauer-abhängige Vergütung – auch über Dritte oder über die Preisgestaltung anderer Produkte vermittelt⁵³. Das Verbot gilt zudem nicht nur für Emittenten, sondern auch für Krypto-Dienstleister, die Dienstleistungen im Zusammenhang mit E-Geld-Token erbringen⁵⁴. Nicht erfasst sind hingegen Vorteile, die nicht an die Haltedauer, sondern an die Transaktionsnutzung anknüpfen (z. B. transaktionsbasiertes Cashback). In der Praxis zeigt sich die Durchsetzungswirkung bereits konkret: Mehrere große Handelsplattformen haben Stablecoin-Reward-Programme für EU-Nutzer eingestellt⁵⁵.

Auch international ist ein Zinsverbot für Stablecoins keineswegs unüblich – im Gegenteil, MiCAR ist damit nicht die strengste, sondern eher die konsequenteste Umsetzung eines Grundsatzes, den auch andere Jurisdiktionen verfolgen. Im Vereinigten Königreich dürfen systemische Stablecoin-Emittenten

⁵⁰AMS Europe, "Safeguarding Requirements for EMI Companies Explained" (2026); EBA, Opinion on the treatment of client funds under DGSD (2021).

⁵¹Linklaters, "EU DGSD reform brings more 'bank-style' protection for client funds" (2026), zu Art. 8b DGSD.

⁵²Freshfields, "Are client funds protected? EU reviews Deposit Guarantee Scheme Directive" (2021), unter Verweis auf EBA-Erhebung.

⁵³Art. 50(3) MiCAR.

⁵⁴Art. 50(2) MiCAR.

⁵⁵Oxford Law Blogs, "Stablecoin Interest at a Crossroads: MiCAR's Prohibition and the US Regulatory Maze" (04.03.2026).

ebenfalls keine Zinsen oder sonstige Vergütung an Holder zahlen; Erträge aus den Reserve-Assets müssen beim Emittenten zur Systemstabilität verbleiben, statt an Holder weitergegeben zu werden (vgl. 2.4) – inhaltlich nahezu deckungsgleich mit Art. 50 MiCAR.

In den USA verbietet der GENIUS Act Zinszahlungen durch Emittenten ebenfalls explizit⁵⁶. Anders als MiCAR erfasst das Verbot dem Wortlaut nach jedoch nur den Emittenten selbst – nicht ausdrücklich Dritte wie Handelsplattformen. Genau das ist seit Inkrafttreten des Gesetzes zu einem der größten regulatorischen Streitpunkte in den USA geworden: Börsen wie Coinbase zahlen ihren Kunden weiterhin "Rewards" auf Stablecoin-Guthaben, die wirtschaftlich einem Zins entsprechen, argumentieren aber, dass diese von der Börse und nicht vom Emittenten stammen und damit außerhalb des Gesetzeswortlauts liegen. Banken(-verbände) fordern eine Schließung dieser vermeintlichen Lücke; die US-Bankenaufsicht OCC hat im Februar 2026 einen Regulierungsentwurf vorgelegt, der abgestimmte Auszahlungsvereinbarungen zwischen Emittent und Drittanbieter widerlegbar als verbotene Zinszahlung einstuft – die endgültige Regelung war zum Zeitpunkt dieser Analyse noch nicht abgeschlossen⁵⁷.

Genau diese Unklarheit zeigt im Umkehrschluss den Vorteil der MiCAR-Formulierung: Indem Art. 50 MiCAR das Verbot ausdrücklich auch auf Krypto-Dienstleister und auf über Dritte vermittelte Vorteile erstreckt, schließt die Regel von vornherein die Lücke, über die in den USA derzeit heftig gestritten wird.

3.2.2 Emittent: Kosten, Wettbewerbsnachteil und die Grenzen des Yield-Ausgleichs

Der Emittent trägt die unmittelbaren Kosten der 60%-Regel, ohne dafür einen vollständigen Ausgleich zu erhalten. Drei Kostenkomponenten lassen sich unterscheiden:

Erstens Opportunitätskosten: Da 60 % der Reserve zwingend als Bankeinlage gehalten werden müssen, kann der Emittent nicht frei zwischen Einlage, Staatsanleihen oder Repo-Geschäften wählen, selbst wenn Letztere ein besseres Risiko-Rendite-Profil böten (vgl. 3.1.2/3.1.3 zur Frage, ob die Einlagenpflicht überhaupt zusätzliche Sicherheit schafft). Zweitens Konzentrationsmanagement-Aufwand: Die 30%-Konzentrationsgrenze pro Kreditinstitut zwingt "signifikante" Emittenten dazu, Beziehungen zu mehreren Banken aufzubauen und zu pflegen – ein operativer und relationaler Aufwand, den ein reines Staatsanleihen-Modell nicht in gleicher Form erfordern würde. Drittens ein regulatorischer Wettbewerbsnachteil im internationalen Vergleich: Der US-amerikanische GENIUS Act verlangt keine Mindestquote an Bankeinlagen, sondern lässt Emittenten frei zwischen Bareinlagen, kurzlaufenden Staatsanleihen, Repo-Geschäften und Geldmarktfonds wählen (vgl. 2.4). Ein US-Emittent kann seine Reserve damit tendenziell renditestärker strukturieren als ein vergleichbarer EU-

⁵⁶Congressional Research Service, "The Stablecoin Yield Debate" (06.03.2026), zu GENIUS Act Section 4(a)(11).

⁵⁷Forbes, "The GENIUS Act Stablecoin Yield Ban Has A Coinbase-Shaped Hole" (20.05.2026), zum OCC-Regulierungsentwurf vom 25.02.2026.

Emittent, der 60 % zwingend in eine spezifische, historisch niedriger verzinste Anlageklasse lenken muss.

Dem steht ein nur partieller Ausgleich gegenüber: Da der Zins, den die Bank dem Emittenten auf die Einlage zahlt, frei verhandelbar ist, kann der Emittent zumindest einen Teil der Opportunitätskosten kompensieren. Dieser Ausgleich ist jedoch weder garantiert noch vollständig – er hängt von der Verhandlungsmacht des Emittenten gegenüber der depotführenden Bank ab und dürfte für kleinere, nicht-signifikante Emittenten strukturell schwächer ausfallen als für etablierte, große Emittenten mit entsprechender Marktmacht.

Konsolidierungsdynamik als beobachtbare Folge: Die Marktdaten stützen die These eines realen Wettbewerbsnachteils für kleinere Anbieter. Besonders aufschlussreich ist der Fall Tether: Das Unternehmen nannte die verpflichtende 60%-Bareinlagenquote in europäischen Geschäftsbanken explizit als strukturell unvereinbar mit seiner Reserve-Optimierungsstrategie und verzichtete auf eine MiCAR-Zulassung für USDT⁵⁸. Auch beim Euro-Pendant EURT vollzog Tether denselben Schritt und stellte die Emission 2024 ein⁵⁹. Insgesamt sind mehrere kleinere Euro-Stablecoin-Emittenten (u. a. EURT, EURS, EURA) aus dem MiCAR-konformen Markt ausgeschieden. Die verbleibenden acht MiCAR-konformen Euro-Stablecoins (Stand Juni 2026) verteilen sich auf zwei unterschiedliche Emittententypen⁶⁰:

Tabelle 2: MiCAR-konforme Euro-Stablecoins nach Emittententyp

Stablecoin	Emittent	Typ	Marktkapitalisierung
EURC	Circle	E-Geld-Institut	~430 Mio. USD
EURCV	Société Générale-Forge	Kreditinstitut	~138-142 Mio. USD
EURI	Banking Circle	Kreditinstitut	~36-51 Mio. USD
EURE	Monerium	E-Geld-Institut	~30 Mio. USD
EUROP	Schuman Financial	E-Geld-Institut	< 13 Mio. USD*
EURR	StabLR	E-Geld-Institut	< 13 Mio. USD*
EURQ	Quantoz Payments	E-Geld-Institut	< 13 Mio. USD*
EURAU	AllUnity (JV: DWS/Deutsche Bank, Flow Traders, Galaxy)	E-Geld-Institut, bankfinanziert	< 13 Mio. USD*

* Für EUROP, EURR, EURQ und EURAU liegt in der verwendeten Quelle (Decta, Euro Stablecoin Trends Report 2026) nur eine gemeinsame Schwellenangabe ("jeweils unter 13 Mio. USD") vor, keine separaten Einzelwerte.

⁵⁸BingX, "Top 5 EU MiCAR Compliant Stablecoins Dominating Europe in July 2026" (Juli 2026).

⁵⁹Crowdfund Insider, "Euro Stablecoin Usage Jumps By 128% In 2026" (Juli 2026); Decta, "Euro Stablecoin Trends Report 2026".

⁶⁰Eco Support, "MiCAR-Compliant Stablecoins List"; Eco Support, "MiCAR-Compliant Stablecoins 2026: Full List With Issuers" (Mai 2026).

Bemerkenswert ist, dass nur zwei der acht Emittenten (EURCV, EURI) selbst Kreditinstitute sind; die übrigen sind E-Geld-Institute ohne eigene Banklizenz – teils jedoch mit Bank-nahem Kapital im Hintergrund (EURAU über die DWS-Beteiligung). Der entscheidende Erfolgsfaktor scheint also weniger der formale Status als Bank zu sein als vielmehr Kapitalausstattung und früher Markteintritt: Circles EURC dominiert trotz reinem EMI-Status, während mehrere ebenfalls EMI-lizenzierte, aber kapitalschwächere Anbieter (EUROP, EURR, EURQ) deutlich kleiner geblieben sind. Dies deutet darauf hin, dass die Kombination aus Compliance-Aufwand und eingeschränkter Reserve-Flexibilität kleinere, weniger kapitalstarke Marktteilnehmer unabhängig von ihrem Bank-Status stärker belastet als große, gut kapitalisierte Emittenten.

Der Emittent trägt damit eine Zwischenposition: Er ist weder der Hauptleidtragende (wie der Holder, der keinen Yield-Anteil erhält) noch der Hauptnutznießler (wie die Bank, die einen regulatorisch garantierten Einlagenzufluss erhält) – er trägt Kosten und Wettbewerbsnachteile, kann diese aber durch Verhandlungsmacht teilweise kompensieren. Genau diese Teilkompensation ist jedoch ungleich verteilt: Sie begünstigt strukturell größere, etablierte Emittenten gegenüber kleineren, was die 60%-Regel zu einem impliziten Konzentrationstreiber auf der Emittenten-Seite macht – zusätzlich zum bereits identifizierten Konzentrationsrisiko auf der Bank-Seite (vgl. 3.1.3).

3.2.3 Bank: Regulatorisch garantierter Zufluss – aber keine kostenlose Sicherheit

Die 60%-Regel behandelt "Einlage bei einem Kreditinstitut" als das sichere, stabile Instrument, das taggleiche Rückzahlungsliquidität für Emittenten garantiert. Diese Intuition ist dem Retail-Bankgeschäft entlehnt und trifft auf die Art von Einlage, die ein Stablecoin-Emittent tatsächlich platziert, nicht zu: Eine große, auf einen einzelnen Kontrahenten konzentrierte, nicht-operative Einlage ist genau die Kategorie, die die Bankenregulierung selbst als eine der am wenigsten stabilen Passivpositionen einer Bank behandelt – nicht als den sicheren Hafen, den MiCAR implizit unterstellt.

Unter der Liquidity Coverage Ratio (LCR) gelten für unterschiedliche Einlagentypen sehr unterschiedliche "Klebrigkeits"-Annahmen: Stabile Retail-Einlagen werden mit einem Runoff von nur 3-5 % über 30 Tage im Stressfall angesetzt, während nicht-operative Wholesale-Einlagen mit 40 % und unbesicherte Finanzinstituts-Finanzierung mit bis zu 100 % angesetzt werden (vgl. 3.1.2). Die mehrere Milliarden Euro schwere Einlage eines signifikanten ART/EMT-Emittenten fällt eindeutig in den risikoreicheren Teil dieses Spektrums, nicht in den Retail-Bereich. Die Basel-Baseline-Annahme zwischen Finanzinstituten ist sogar noch strenger: ein vollständiger Liquiditätsabfluss – die Bank muss unterstellen, dass alle nicht-operativen Einlagen anderer Finanzinstitute abgezogen werden könnten⁶¹. Das ist kein rein technisches Detail, sondern verweist auf ein Schichtungsproblem: Wenn die empfangende Bank regulatorisch verpflichtet ist, die Einlage des Stablecoin-Emittenten als flüchtig

⁶¹Basel Committee on Banking Supervision, "Basel III: The Liquidity Coverage Ratio – Frequently Asked Questions" (BIS, d406), Rn. 154.

zu behandeln, kann sie diese nicht einfach verleihen oder als stabile Refinanzierung betrachten – sie muss einen eigenen Liquiditätspuffer (Staatsanleihen, Zentralbankreserven) dagegen vorhalten, für den Fall, dass die Einlage schnell abfließt. Im Ergebnis: Cash des Emittenten wandert in die Bankbilanz und von dort in die eigenen HQLA der Bank. Die eigentliche Sicherheit ruht am Ende auf denselben liquiden Instrumenten (Anleihen, Zentralbankreserven), die die 60%-Regel eigentlich vermeiden wollte, direkt vom Emittenten halten zu lassen – nur mit einem zusätzlichen, kostspieligen Intermediär dazwischen, der genau das Konzentrationsrisiko einführt, das sich im SVB-Fall materialisiert hat (vgl. 3.1.2, 3.1.3).

Dass diese Runoff-Annahmen nicht nur theoretisch sind, zeigten die Bankenturbulenzen vom März 2023: Tatsächliche Abflüsse bei unversicherten, nicht-Retail-Einlagen lagen weit über den Basel-Annahmen – bei First Republic Bank und Credit Suisse beliefen sich die gesamten Einlagenabflüsse auf 57 % bzw. 21 % über einen 90-Tage-Zeitraum⁶², ein Beleg dafür, dass große, nicht-Retail-Einlagen keineswegs so "klebrig" sind, wie die Sicherer-Hafen-Intuition unterstellt, und dass Banken und ihre großen Einleger (wie Circle im SVB-Fall) derselben zugrundeliegenden Fragilität ausgesetzt waren.

Ein zweiter, bislang unbeachteter Effekt betrifft die Leverage Ratio der Bank. Die verbindliche EU-Leverage-Ratio (CRR, 3 % Minimum, verbindlich seit Juni 2021, zzgl. eines Aufschlags von 50 % des risikobasierten Puffers für global systemrelevante Banken – bei einem Puffer von 2 % ergibt das insgesamt 4 %)⁶³ ist risikounsensitiv – Tier-1-Kapital geteilt durch die gesamte, ungewichtete Risikoposition. Eine neue Stablecoin-Emittenten-Einlage erweitert die Bankbilanz auf beiden Seiten (neue Verbindlichkeit, gedeckt durch neue Vermögenswerte), ohne dass neues Tier-1-Kapital hinzukommt – die Quote verdünnt sich mechanisch, unabhängig davon, wie sicher die gegenüberstehenden Vermögenswerte sind. Bei den heutigen Euro-Stablecoin-Volumina (deutlich unter 1 % des globalen Stablecoin-Markts von rund 300 Mrd. USD) ist dieser Effekt unbedeutend – selbst die größte realistische Einlage ist ein Rundungsfehler gegenüber der Billionen-Euro-Bilanz einer global systemrelevanten Bank, und EU-Banken halten aktuell komfortable durchschnittliche Leverage-Ratio-Puffer (5,9 % gegenüber einer Mindestanforderung von 3 %, Stand Q2 2025, gestiegen von 4,7 % im Jahr 2014)⁶⁴. Der Effekt ist jedoch strukturell, nicht zufällig, und skaliert direkt mit dem Marktwachstum: Sollte der Euro-Stablecoin-Markt wachsen – wozu die EU-Kommission mit ihrer laufenden MiCAR-Review, die restriktive Stablecoin-Regeln explizit als mögliches Wettbewerbshemmnis benennt, beitragen möchte⁶⁵ –, würden sich Einlagen bei unveränderter 60%-Regel in einem kleinen Pool großer Banken konzentrieren (vgl. 3.1.3) – genau jene Banken mit den höchsten Leverage-Anforderungen (G-SII-Puffer) und dem geringsten Spielraum, insbesondere in

⁶²ECB, "Objectives and limitations of the liquidity coverage ratio", Macroprudential Bulletin (Dezember 2023).

⁶³Deutsche Bundesbank, "Leverage Ratio"; Regulation (EU) 2019/876 (CRR II).

⁶⁴EBA, "Report on simplifying the stacking orders of the EU prudential and resolution framework" (2026).

⁶⁵Skadden, "Fit for Purpose? European Commission Launches Review of MiCAR" (10.06.2026), zur Konsultation vom 20.05.2026.

Stressphasen, wenn Einlagenzuflüsse zu "sicheren" Banken typischerweise ansteigen und Leverage-Beschränkungen am stärksten binden.

Die Ansteckungsgefahr wirkt zudem in beide Richtungen und ist damit nicht auf den SVB-Fall beschränkt: Wie auch für den US-Markt beobachtet wurde, zeigten die Bankenturbulenzen vom März 2023, dass unversicherte Einlagen nicht immer risikofrei oder hochliquide sind; wenn Stablecoin-Reserven als Bankeinlagen gehalten werden, kann ein Problem bei der Bank einen Run auf einen durch diese unversicherten Einlagen gedeckten Stablecoin auslösen – und umgekehrt kann ein Emittent, dem ein Bruch des Peggings zugetraut wird, einen plötzlichen Abzug von Einlagen bei einer ansonsten soliden Bank auslösen⁶⁶. Der SVB-Fall (vgl. 3.1.2) hat die erste Richtung dieses Kanals bereits gezeigt; die zweite blieb bislang unbeobachtet, ist aber strukturell ebenso plausibel. Indem MiCAR für signifikante Token eine höhere Einlagenquote vorschreibt (60 % statt 30 %), wird dieser Kanal nicht abgeschirmt, sondern vertieft: Ein größerer Anteil der Stablecoin-Stabilität wird an die Gesundheit einzelner Banken gekoppelt, und umgekehrt ein größerer Anteil des Bankrisikos an die Stabilität einzelner Stablecoins – in einem Ausmaß, das direkt proportional zur Einlagenquote wächst. Die eigentliche Frage lautet daher nicht nur, ob Token-Holder ausreichend geschützt sind, sondern auch, ob das gewählte Instrument selbst – die Bankeinlage – systemische Verflechtung in den Bankensektor importiert, die ein direkteres Modell (Staatsanleihen, Reverse Repos) vermeiden würde. Diese Frage stellt sich umso dringlicher, als MiCAR keine spezifischen bankaufsichtlichen Sondervorschriften für den Umgang mit eingehenden Stablecoin-Emittenten-Einlagen vorsieht: Die Einlage unterliegt vollständig der allgemeinen CRR/CRD-Behandlung (LCR, Leverage Ratio). Ein koordinierender Mechanismus zwischen der Reserve-Regulierung auf Emittenten-Seite und der Prudential-Regulierung auf Bankenseite existiert nicht – die einzige verbleibende Kontrollinstanz ist die diskretionäre Einzelfallprüfung im Rahmen des SREP (Supervisory Review and Evaluation Process), keine gesetzlich fixierte Vorgabe.

Die 60%-Bareinlagenpflicht könnte damit eine redundante und zunehmend kostspielige Version der Sicherheit erzeugen, die sie herstellen soll. Wenn die Bank die Einlage ohnehin mit liquiden Wertpapieren unterlegen muss und die Skalierung dieses Modells ausgerechnet die Banken belastet, in denen es Einlagen konzentriert, könnte MiCAR Emittenten stattdessen erlauben, hochliquide Instrumente (Staatsanleihen, Reverse Repos) direkter zu halten – wodurch derselbe zugrunde liegende Liquiditätspuffer erreicht würde, ohne eine Intermediationsebene zu erzwingen, die Gegenparteirisiko bei einer kleinen Zahl von Banken konzentriert und deren regulatorische Kapitalquoten bei zunehmendem Marktvolumen verwässert. Die entscheidende Frage ist, ob "Einlage bei einem Kreditinstitut" tatsächlich ein eigenständiges, risikoreduzierendes Instrument ist – oder nur

⁶⁶Liang, N. und Dudley, W.C., "Next steps for GENIUS payment stablecoins", Brookings Institution (03.03.2026).

ein teurerer, stärker konzentrierter und weniger skalierbarer Weg zu denselben zugrunde liegenden hochliquiden Aktiva, die eine direkte Anleihehaltung ebenso bieten würde.

Die Bank profitiert damit kurzfristig und einzelwirtschaftlich von einem regulatorisch erzwungenen Einlagenzufluss, den sie sich nicht verdienen musste. Gesamtwirtschaftlich betrachtet importiert die Regel damit jedoch ein neues, in MiCAR nicht mitgedachtes Konzentrations- und Ansteckungsrisiko in den Bankensektor – genau in den Teil des Finanzsystems, dessen Stabilität MiCAR eigentlich schützen will. Selbst die Partei, die auf den ersten Blick am eindeutigsten von der 60%-Regel profitiert, trägt damit in Wahrheit ein Risiko, das im Rahmen des erklärten Finanzstabilitäts-Ziels eigentlich vermieden werden sollte.

3.3 Fazit

Die Analyse in diesem Abschnitt hat die 60%-Regel auf zwei unabhängigen Ebenen geprüft – und auf beiden Ebenen zeigen sich erhebliche Schwächen, die sich gegenseitig verstärken.

Methodik: Die technische Kalibrierung der Regel hält einer genaueren Prüfung nicht stand. Der Auslösemechanismus selbst – die Signifikanz-Schwelle, die den Sprung von 30 % auf 60 % bewirkt – beruht bei zwei ihrer fünf Kriterien auf Metriken ohne verlässliche, einheitliche Zählmethodik (3.1.1). Die zugrunde liegende Risikoannahme – ein nahezu vollständiger, taggleicher Run – wird durch die einzigen verfügbaren empirischen Referenzfälle nicht gestützt: Selbst der extremste beobachtete Fall (Terra, ~20 % der Supply) blieb weit unter dieser Annahme (3.1.2). Und die Konzentrationsgrenze, nicht die Einlagenquote selbst, erweist sich als der eigentlich weniger beachtete Hebel – der SVB-Fall zeigt, dass volle Regelkonformität (~8 % Exposure, weit unter der 30%-Grenze) einen ernsthaften Störfall nicht verhinderte (3.1.3).

Verteilungswirkung: Selbst wenn die Kalibrierung stimmen würde, zeigt die Frage "wer trägt die Folgen?" ein Ungleichgewicht, das den erklärten Zielen von MiCAR zuwiderläuft. Der Holder trägt eine doppelte Risikoexposition (Emittent und Bank) bei vollständigem Ausschluss vom Ertrag der Reserve (3.2.1). Der Emittent trägt Kosten und einen regulatorischen Wettbewerbsnachteil, den er nur unvollständig und ungleich verteilt kompensieren kann – mit einer beobachtbaren Konsolidierung zugunsten größerer, kapitalstärkerer Anbieter (3.2.2). Und die Bank – die einzige Partei mit einem garantierten, unverdienten Vorteil – importiert dafür ein Konzentrations- und Ansteckungsrisiko in den Bankensektor, das MiCAR selbst nicht mitgedacht hat und für das keine bankaufsichtliche Sondervorschrift existiert (3.2.3).

Die 60%-Regel wirkt damit nicht nur als Sicherheitsnetz, sondern schafft zugleich einen garantierten Einlagenzufluss für etablierte Institute – unabhängig davon, ob diese im Wettbewerb um Stablecoin-nahe Dienstleistungen tatsächlich die effizientesten Anbieter wären. Das steht in einem gewissen Spannungsverhältnis zum Innovationscharakter des Stablecoin-Markts selbst: Eine Regulierung, die

neue Anbieter in die Kanäle etablierter Institute zwingt, statt eigenständigen Wettbewerb zu ermöglichen, dürfte diesen eher bremsen als fördern.

Zusammengeführt ergibt sich ein konsistentes Bild: Die 60%-Regel wurde im Namen des Verbraucherschutzes und der Finanzstabilität eingeführt, doch weder ist ihre technische Grundlage hinreichend belegt, noch verteilt sich ihre tatsächliche Wirkung entlang dieser erklärten Ziele. Der Holder – die Partei, die die Regel eigentlich schützen soll – profitiert am wenigsten von ihr; die Bank – eine Partei, deren Verhalten die Regel nicht regulieren wollte – profitiert am meisten, trägt dafür aber ein neues systemisches Risiko. Vor diesem Hintergrund halten wir es für geboten, die 60%-Regel grundsätzlich zu überdenken. Die vorliegende Untersuchung bewegt sich dabei jedoch bewusst innerhalb des bestehenden MiCAR-Rahmens (vgl. 2.1): Im folgenden Kapitel zeigen wir auf, welche Anpassungen innerhalb dieser Logik notwendig wären, sollte der Gesetzgeber an einer Bankeinlagenpflicht grundsätzlich festhalten.

Ob und in welchem Umfang die Stablecoin-Emission das Gesamtvolumen traditioneller Bankeinlagen sowie die Kreditversorgung der Realwirtschaft verändert, bleibt außerhalb des Fokus dieser Untersuchung – eine offene Frage, die auch die aktuelle BIS/FSB-Diskussion zur „bank disintermediation“ durch Stablecoins bislang ohne belastbare quantitative Antwort lässt.

4. Gestaltungsoptionen

Nachdem Abschnitt 3 gezeigt hat, dass sowohl die Kalibrierung als auch die Verteilungswirkung der 60%-Regel erhebliche Schwächen aufweisen, stellt sich die Frage nach Reformoptionen. Wir strukturieren diese entlang von vier aufeinander aufbauenden Entscheidungsfragen:

- Regulierung oder freier Markt? (4.1)
- Gedeckte oder ungedeckte Stablecoins? (4.2)
- Bankeinlage oder Alternativmodelle? (4.3)
- Feste Quote oder risikosensitives Verfahren? (4.4)

Die ersten beiden Fragen lassen sich, wie im Folgenden gezeigt, klar zugunsten von Regulierung bzw. gedeckten Stablecoins beantworten und werden entsprechend knapp behandelt. Die letzten beiden Fragen sind hingegen offener – hier lohnt sich ein Blick auf mehrere denkbare Alternativmodelle, bevor wir zu einer Einschätzung kommen.

4.1 Regulierung oder freier Markt?

Die Antwort fällt klar zugunsten von Regulierung aus, und sie lässt sich unabhängig von der Detailkritik an der 60%-Regel begründen. Vor MiCAR existierte in der EU kein einheitlicher Rahmen für Stablecoins – die Regulierung war zwischen den 27 Mitgliedstaaten fragmentiert, mit uneinheitlichen

Anforderungen an Reserve, Transparenz und Verbraucherschutz. Diese Fragmentierung erschwerte sowohl grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit für Emittenten als auch eine wirksame, koordinierte Aufsicht durch die nationalen Behörden.

MiCAR hat diese Lücke geschlossen: Ein einheitliches Regelwerk mit klaren Kategorien (EMT/ART), verpflichtender Zulassung für Emittenten, EU-weiter Aufsicht und einem gemeinsamen Passporting-Mechanismus ersetzt die vorherige Fragmentierung. Ein freier, unregulierter Markt hätte diese Koordinationsprobleme nicht gelöst – im Gegenteil, unterschiedliche nationale Standards hätten Emittenten strukturell zu regulatorischer Arbitrage (Sitzwahl im am wenigsten strengen Mitgliedstaat) verleitet, ohne dass Verbraucher in der Lage gewesen wären, den tatsächlichen Schutzstandard eines Anbieters verlässlich einzuschätzen.

Dass die konkrete Ausgestaltung einzelner Vorschriften – wie in Abschnitt 3 gezeigt – Schwächen aufweist, stellt diesen grundsätzlichen Nutzen der Regulierung als solcher nicht infrage. Die Kritik dieses Papers richtet sich gegen die Kalibrierung einzelner Vorschriften, nicht gegen die Existenz eines regulatorischen Rahmens.

4.2 Gedeckte oder ungedeckte Stablecoins?

Auch diese Frage lässt sich klar beantworten: Ja, eine reale Deckung durch Vermögenswerte ist notwendig – nicht in erster Linie wegen der Schadenshöhe für die direkt Betroffenen, sondern weil ein ungedeckter Kollaps auf unbeteiligte Dritte überspringen kann. Der Terra/UST-Kollaps liefert dafür den prägnantesten verfügbaren Beleg. TerraUSD (UST) war ein algorithmischer Stablecoin: Anstatt Vermögenswerte im Verhältnis 1:1 zu hinterlegen, hielt der Peg allein durch ein Mint-and-Burn-Verhältnis zum Schwestertoken LUNA – ohne jede reale Reserve an Bargeld, Staatsanleihen oder Bankeinlagen. Kurz vor dem Kollaps erreichte UST eine Marktkapitalisierung von rund 18,7 Mrd. USD und war der drittgrößte Stablecoin weltweit⁶⁷.

Im Mai 2022 brach dieser Mechanismus zusammen: Als große Holder begannen, UST aus dem Anchor-Protokoll abziehen, geriet der Peg unter Druck; der Rückzahlungsmechanismus (UST gegen LUNA) erzeugte eine Todesspirale – die LUNA-Ausgabe hyperinflationierte, der Preis fiel binnen Tagen auf einen Bruchteil eines Cents. Das gesamte Terra-Ökosystem (UST und LUNA zusammen) verlor rund 45 Mrd. USD Marktkapitalisierung innerhalb einer Woche⁶⁸.

Entscheidend ist dabei nicht nur die Höhe dieses Verlusts, sondern dass er nicht auf UST-Holder begrenzt blieb: Der Kollaps griff auf USDT über – ein Produkt ohne jede strukturelle oder technische Verbindung zum algorithmischen Design von Terra. Diese Ansteckung eines vollständig unbeteiligten

⁶⁷Bitstamp by Robinhood, "Terra Network Collapse" (2026); Kurovskiy, G. und Rostova, N., "How Algorithmic Stablecoins Fail" (April 2023).

⁶⁸Wikipedia, "Terra (blockchain)"; Bitstamp by Robinhood, "Terra Network Collapse" (2026).

Dritten ist die eigentliche Externalität, die eine regulatorische Deckungspflicht rechtfertigt – unabhängig davon, wie hoch der direkte Schaden für UST-Holder selbst ausfiel.

Der Kontrast zu den in Abschnitt 3 diskutierten Fällen bestätigt das: Sowohl USDC (SVB-Fall) als auch USDT (Terra-Ansteckung, FTX-Kollaps) erlebten ebenfalls scharfe, panikgetriebene Rückzahlungswellen – erholten sich aber jeweils innerhalb weniger Tage bis einer Woche vollständig, weil eine reale Reserve (Bankeinlagen, Staatsanleihen) tatsächlich vorhanden war und zur Deckung der Rücknahmen genutzt werden konnte. UST hatte keine solche Reserve – der Kollaps war deshalb nicht vorübergehend, sondern endgültig.

4.3 Bankeinlage oder Alternativmodelle?

Die in Abschnitt 3 identifizierten Probleme – Konzentrationsrisiko (3.1.3), redundante Risikoverlagerung statt -reduktion (3.2.3) und bidirektionale Ansteckungsgefahr (3.2.3) – hängen strukturell an einer einzigen Designentscheidung: der Pflicht, einen festen Anteil der Reserve zwingend als Bankeinlage zu halten. Diese Entscheidung ist jedoch nicht alternativlos. Im Folgenden vergleichen wir vier Modelle, wie die Reserve eines Nicht-Banken-Emittenten strukturiert sein könnte:

- **Modell A – Bankeinlage:** Status quo, aktuelle MiCAR-Regel.
- **Modell B – Direkthaltung liquider Wertpapiere:** Staatsanleihen/Repo, analog zum US-amerikanischen GENIUS-Ansatz.
- **Modell C – Emittenteneigene Verwahrung:** orientiert an Circles OCC-Trust-Bank-Zulassung.
- **Modell D – Zentralbank-Zugang:** regulierte Repo-Fazilität bei der Zentralbank.

4.3.1 Beschreibung der Modelle

Modell A – Bankeinlage

Der Status quo: Ein fester Anteil der Reserve muss als Einlage bei einem oder mehreren Kreditinstituten gehalten werden, mit einer Konzentrationsgrenze pro Institut. Die Begründung der EBA: Bankeinlagen mit kurzer Fälligkeit (1–5 Werktagen) sichern eine taggleiche Verfügbarkeit für Rücknahmen.

Modell B – Direkthaltung liquider Wertpapiere

Der Emittent hält die Reserve direkt in kurzlaufenden Staatsanleihen und Reverse-Repo-Geschäften, ohne verpflichtenden Bank-Einlagen-Anteil – der Ansatz des US-amerikanischen GENIUS Act (vgl. 2.4). Eine konkrete Ausgestaltung sieht eine Fälligkeitsstaffelung (Laddering) vor, bei der täglich ein vorhersehbarer Anteil der Wertpapiere fällig wird, kombiniert mit vorab vereinbarten, diversifizierten Repo-Kreditlinien bei mehreren Marktteilnehmern als zusätzliche Liquiditätsquelle.

Modell C – Emittenteneigene Verwahrung

Der Emittent verwahrt die Reserve in einer eigenen, regulierten Einheit, statt sie an eine externe Depotbank auszulagern. Der nötige Regulierungsgrad bewegt sich dabei auf einem Spektrum: Am leichteren Ende genügt bereits eine bundesstaatliche Trust- oder Geldtransmittanz-Lizenz, wie sie Circle seit 2015 als erster Inhaber einer NYDFS-BitLicense hält und wie sie auch für die eigentliche USDC-Emission (über eine New Yorker Limited-Purpose-Trust-Gesellschaft) weiterhin vorgesehen ist. Am schwereren Ende steht eine föderale, bankähnliche Zulassung: Circle erhielt im Juli 2026 zusätzlich die Zulassung der US-Bankenaufsicht OCC für eine nationale Trust-Bank-Struktur – zunächst für allgemeine treuhänderische Digital-Asset-Verwahrungsdienste, mit dem Management der USDC-Reserve als ausdrücklich benannter zukünftiger Erweiterung⁶⁹. Bankähnliche Bundesregulierung ist damit eine mögliche, aber keine zwingende Voraussetzung für dieses Modell – sie erhöht die Reichweite und Glaubwürdigkeit, ersetzt aber keine bereits funktionsfähige leichtere Alternative.

Modell D – Zentralbank-Zugang

Der Emittent erhält direkten, regulierten Zugang zu einer Repo-Fazilität der Zentralbank für die in der Reserve gehaltenen Wertpapiere. Ein Präzedenzfall zeigt die praktischen Grenzen dieses Modells: Circles Versuch, über den von BlackRock verwalteten Circle Reserve Fund Zugang zur Overnight-Reverse-Repo-Fazilität der Federal Reserve zu erhalten, wurde von der New York Fed 2023 durch eine gezielte Verschärfung der Zulassungskriterien verhindert⁷⁰. Selbst wenn ein solcher Zugang realisierbar würde, bliebe zu klären, mit welchen Sicherheiten die Linie unterlegt werden könnte: längerlaufende, notenbankfähige Anleihen (mit Haircut) würden die Nachfrage nach kurzlaufenden Papieren und damit Rückwirkungen auf die kurze Zinsstrukturkurve reduzieren, allerdings auf Kosten neuer Nachschusspflichten bei Kursverlusten sowie der Frage, ob eine solche Fazilität liquiditätsregulatorisch überhaupt als gleichwertig zu direkt gehaltenen Wertpapieren anerkannt würde.

4.3.2 Bewertung der Modelle

Um die vier Modelle einzuordnen, greifen wir auf die bereits in 2.1 dargestellten Ziele von MiCAR zurück: Verbraucherschutz, Finanzstabilität, Marktintegrität und Wettbewerbsfähigkeit sowie – als zusätzliches, praktisches Kriterium – die regulatorische und politische Umsetzbarkeit. Die folgende Einordnung ist qualitativ und dient der Diskussion, nicht einem quantifizierten Scoring-Modell. Die Einschätzungen basieren auf den in Abschnitt 3 entwickelten Befunden und sind als relative, nicht absolute Aussagen zu verstehen.

Tabelle 3: Qualitative Einordnung der vier Reserve-Modelle

⁶⁹The Block, "Stablecoin firm Circle wins final OCC approval to open national trust bank" (10.07.2026); Circle, Pressemitteilung "Circle Receives Final OCC Approval to Establish National Trust Bank" (10.07.2026).

⁷⁰CoinDesk, "NY Fed Policy Change Could Squash Stablecoin Issuer Circle's Hope for Fed Access" (26.04.2023); Mayer Brown, "Federal Reserve Restricts Certain Money Market Fund Access to Repo Facility" (2023).

Modell	Verbraucherschutz	Finanzstabilität	Wettbewerbsfähigkeit	Umsetzbarkeit
A – Bankeinlage	mittel	gering-mittel	gering-mittel	mittel
B – Wertpapiere	hoch	mittel-hoch	hoch	mittel
C – Eigenverwahrung	mittel-hoch	mittel	gering-mittel	gering-mittel
D – Zentralbank	hoch	hoch	mittel-hoch	gering

Modell A – Bankeinlage

Bezüglich der vier Kriterien zeigt sich ein gemischtes Bild: Beim Verbraucherschutz erreicht Modell A nur eine mittlere Einschätzung, da die Konzentrationsgrenze den SVB-Fall trotz Regelkonformität nicht verhinderte (3.1.3). Bei der Finanzstabilität schneidet es eher schlecht ab: Die Bankeinlage schafft eine bidirektionale Ansteckungsgefahr zwischen Banken- und Stablecoin-Sektor (3.2.3), die bei den anderen Modellen strukturell nicht in derselben Form besteht. Einschränkend gilt: Der empirische Beleg (SVB) stammt aus einem US-Regionalbanken-Kontext mit vergleichsweise laxerer Aufsicht als der, der EU-Banken unter CRR/CRD unterliegen – ein unmittelbarer EU-spezifischer Präzedenzfall existiert bislang nicht, weshalb das Risiko aktuell eher struktureller als empirisch nachgewiesener Natur ist. Auch die Wettbewerbsfähigkeit fällt eher gering bis mittel aus: Zwar sind vor allem kleinere, kapitalschwächere Emittenten strukturell benachteiligt (3.2.2), doch zeigt das Beispiel EURC, dass ein etablierter, gut kapitalisierter Anbieter auch unter der aktuellen Regel wettbewerbsfähig bleiben kann. Auch die Umsetzbarkeit ist entgegen dem ersten Anschein nicht durchgehend hoch: Zwar handelt es sich um geltendes Recht, das keine neue Gesetzgebung erfordert – doch die in 3.1.1 gezeigte Messunsicherheit bei der Signifikanz-Schwelle und der damit verbundene bürokratische Aufwand (Template S 04.04) zeigen, dass die Regel auch in ihrer bestehenden Form operative Umsetzungsprobleme aufweist.

Modell B – Direkthaltung liquider Wertpapiere

Bei entsprechender Ausgestaltung (Laddering, diversifizierte Repo-Backstops) könnte dieses Modell eine mit Modell A vergleichbare oder höhere Redemption-Sicherheit erreichen, ohne die in 3.1.3 identifizierte Bank-Konzentration zu erzwingen. Die zugrunde liegende Instrumentenwahl selbst ist dabei nicht bloß theoretisch: USDT hält seine Reserve bereits überwiegend in Staatsanleihen und Repo-Geschäften und hat damit in der Praxis größerem Rücknahmepressure standgehalten als das bankeinlagenbasierte USDC (3.1.2). Nicht erprobt ist hingegen dieses Modell unter einer MiCAR-ähnlichen, EU-prudenziellen Aufsicht sowie die spezifische Laddering-Ausgestaltung, die hier als Verfeinerung vorgeschlagen wird. Die Finanzstabilität dürfte ebenfalls profitieren, da die bidirektionale Ansteckungsgefahr (3.2.3) strukturell entfällt; die Einschätzung bleibt dennoch mittel-hoch statt hoch, da Staatsanleihen- und Repo-Märkte selbst in Extremsituationen illiquide werden

können (etwa der Treasury-Marktstress im März 2020) – das Modell schützt gegen Bank-Konzentrationsrisiko, nicht automatisch gegen Marktliquiditätsschocks. Die Wettbewerbsfähigkeit wäre voraussichtlich höher, da dieses Modell dem international bereits etablierten GENIUS-Ansatz entspricht. Die Umsetzbarkeit ist mittel: Eine Gesetzesänderung wäre nötig, die laufende MiCAR-Review (vgl. 2.4, 3.2.3) hat diese Frage jedoch bereits auf der Agenda.

Modell C – Emittenteneigene Verwahrung

Dieses Modell würde die externe Bank-Konzentration eliminieren, verlagert das Konzentrationsrisiko aber auf den Emittenten selbst. Da bereits eine leichtere, bundesstaatliche Regulierung ausreichen kann (s.o.), sind die Eintrittshürden nicht zwingend so hoch wie bei einer vollen Bank-Charter – dennoch dürfte auch dieses Modell tendenziell größere, kapitalstärkere Anbieter begünstigen, die sich eine eigene regulierte Verwahrstruktur überhaupt leisten können, was die bereits in 3.2.2 beobachtete Konsolidierungsdynamik eher verschärfen als lindern würde; die Wettbewerbsfähigkeit fällt daher eher gering-mittel aus. Die Umsetzbarkeit ist ebenfalls eher gering-mittel: Ein US-Präzedenzfall existiert auf beiden Regulierungsstufen, doch selbst die leichtere state-level-Variante setzt eine neue institutionelle Struktur voraus, für die in der EU bislang kein vergleichbarer Rahmen existiert.

Modell D – Zentralbank-Zugang

Aus reiner Liquiditätssicht wäre dies vermutlich die sicherste Lösung, da Zentralbank-Repo praktisch kein Gegenparteirisiko trägt. Für den Emittenten selbst wäre auch die Wettbewerbsfähigkeit hoch – direkter, günstiger Zentralbank-Zugang wäre kostengünstiger als jedes andere Modell, auch als der GENIUS-Ansatz. Die Einschätzung bleibt dennoch mittel-hoch statt hoch, da ein solcher Zugang für Nicht-Banken eine Wettbewerbsverzerrung gegenüber Banken selbst schaffen könnte, die einen vergleichbaren Zentralbank-Zugang nur im Austausch für die volle bankaufsichtliche Regulierungslast erhalten – genau die Sorge, die die New York Fed zur Ablehnung von Circles Antrag bewogen hat.

Diese Einordnung ersetzt keine detaillierte Folgenabschätzung und ist als qualitative Diskussionsgrundlage zu verstehen, nicht als abschließendes Urteil: Insbesondere die Gewichtung der vier Kriterien zueinander ist selbst eine normative Entscheidung, die politisch zu treffen ist. Die Tabelle liefert gleichwohl einen Anhaltspunkt dafür, dass Modell B in der Breite die wenigsten Schwächen aufweist – ein Befund, der in den in Kapitel 5 skizzierten Lösungsvorschlag einfließt, ohne einzelne Elemente der anderen Modelle grundsätzlich auszuschließen.

4.4 Feste Quote oder risikosensitives Verfahren?

Die in diesem Abschnitt diskutierte Quoten-Frage ist eine von der in 4.3 diskutierten Instrumenten-Frage grundsätzlich unabhängige Dimension: Unabhängig davon, worin die Reserve gehalten wird, bleibt die Frage bestehen, wie viel davon in besonders liquider Form vorgehalten werden muss. Das

gilt für drei der vier in 4.3 diskutierten Modelle gleichermaßen: Bei der Bankeinlage (Modell A) ist es die aktuelle 30%/60%-Regel selbst; bei der Direkthaltung liquider Wertpapiere (Modell B) die Frage, welcher Anteil in besonders kurzlaufenden Instrumenten liegen muss; bei der emittenteneigenen Verwahrung (Modell C) ändert sich nur, wer verwahrt, nicht die zugrunde liegende Zusammensetzung. Bei einem echten, unbeschränkten Zentralbank-Zugang (Modell D) verliert die Quoten-Frage dagegen einen Großteil ihrer Berechtigung: Wenn die gesamte Reserve jederzeit sofort liquidierbar wäre, entfielen die Notwendigkeit einer abgestuften Aufteilung nach Liquiditätsgrad. Modell D bildet insofern einen Sonderfall und wird bei den folgenden Modellen nicht gesondert erneut betrachtet.

4.4.1 Fixe Quote (Status quo)

Der aktuelle Ansatz – eine einheitliche 30%/60%-Stufenfunktion, ausgelöst durch das Erreichen der Signifikanz-Schwelle – wirkt auf den ersten Blick administrativ einfach: ein Prozentsatz, gegen eine Bilanzgröße abgeglichen. Wie in 3.1.1 gezeigt, ist diese scheinbare Einfachheit jedoch trügerisch: Die Feststellung, ob die Schwelle überhaupt erreicht ist, beruht bei zwei der fünf Kriterien auf einer nicht standardisierten, aufwendig zu dokumentierenden Methodik (Template S 04.04), und der harte Sprung an der Schwelle schafft einen Gaming-Anreiz. Zusätzlich ist die Quote selbst an keiner Stelle empirisch aus tatsächlichem Rückzahlungsverhalten hergeleitet (3.1.2). Die vermeintliche Rechtssicherheit einer fixen Quote wird also nicht nur durch eine schwache Kalibrierungsgrundlage erkaufte, sondern bereits an der Eingangsschwelle durch realen bürokratischen Aufwand konterkariert.

Sollte der Gesetzgeber dennoch am Grundprinzip einer fixen Quote festhalten wollen, ließe sich das Modell auch innerhalb seiner eigenen Logik deutlich verbessern, ohne das gesamte Konzept aufzugeben: Erstens könnte die Ausgangsquote selbst gesenkt werden, um näher an die in 3.1.2 beobachteten tatsächlichen Rückzahlungsraten (~9-20 % in den untersuchten Stressfällen) heranzurücken, statt einen impliziten Nahezu-Totalrun zu unterstellen. Zweitens ließe sich der harte 30%/60%-Sprung durch mehrere kleinere Zwischenstufen ersetzen – beginnend bei einem niedrigeren Basiswert von z. B. 10 % (näher an den in 3.1.2 beobachteten tatsächlichen Rückzahlungsraten) und graduell ansteigend über weitere Stufen (z. B. 10 %/20 %/30 %/40 %) bis zu einem Höchstwert für die größten, systemrelevantesten Emittenten. Das entschärft den Gaming-Anreiz an einer einzelnen Schwelle, ohne das Prinzip fixer, vorhersehbarer Prozentsätze aufzugeben – und nähert die Staffelung insgesamt der empirisch beobachteten Realität an, statt nur die Sprünge zwischen ansonsten weiterhin zu hohen Werten zu glätten. Drittens sollte die Signifikanz-Schwelle selbst auf klar messbare, objektiv nachprüfbar Kriterien gestützt werden (etwa vorrangig auf on-chain verifizierbare Marktkapitalisierung, vgl. 3.1.1), statt auf Holder-Zahl und Transaktionsvolumen, deren Zählmethodik die EBA selbst als ungeklärt bezeichnet.

4.4.2 Risikosensitive/graduelle Staffelung

Anders als die verbesserte Stufenfunktion aus 4.4.1 – die trotz mehr Zwischenstufen weiterhin eine Stufenfunktion mit (kleineren) Cliffs bleibt – würde dieses Modell auf jede diskrete Schwelle verzichten und die Quote als stetige Funktion der Emittentengröße berechnen, etwa nach dem Muster: $Quote = Basiswert + (Höchstwert - Basiswert) \times \min(Emittentengröße / Skalierungspunkt, 1)$.

Alle drei Parameter dieser Formel lassen sich unterschiedlich gut begründen. Der Basiswert von rund 10 % orientiert sich am niedrigsten in 3.1.2 beobachteten Rückzahlungsdruck (USDC/SVB, ~9-10 %) für einen bereits etablierten, marktführenden Emittenten. Dass ausgerechnet dieser Marktführer-Fall als Basiswert für kleine, nicht-signifikante Emittenten dient, mag zunächst kontraintuitiv wirken – lässt sich aber gerade dadurch rechtfertigen, dass für kleine Emittenten keine eigenen Stressfall-Daten vorliegen: Der SVB-Fall ist damit nicht als repräsentativer Wert für kleine Emittenten zu verstehen, sondern als die einzige verfügbare, konservative Untergrenze, unterhalb derer selbst ein gut kapitalisierter, vertrauenswürdiger Marktführer im mildesten beobachteten Stressfall nicht gefallen ist. Ein niedrigerer Wert wäre empirisch nicht zu rechtfertigen; ein höherer Wert liefte dem Ziel zuwider, den Basiswert spürbar unter die heutige 30%-Marke zu senken. Der Höchstwert von rund 40 % entspricht etwa dem Doppelten des höchsten in 3.1.2 beobachteten Rückzahlungsdrucks (Terra/UST, ~19-20 %) – ein Sicherheitsaufschlag in ähnlicher Größenordnung, wie ihn auch die Bankenregulierung typischerweise auf beobachtete Extremwerte anwendet, ohne bei der unbegründeten heutigen 60%-Marke zu landen.

Der Skalierungspunkt ist dagegen die eigentlich schwierige Parameterfrage. Der naheliegende Gedanke, hierfür die bereits im Gesetz verankerte 5-Mrd.-Euro-Signifikanzschwelle (Art. 43 MiCAR) zu nutzen, überzeugt bei näherer Prüfung nicht: Diese Zahl ist selbst eine politisch verhandelte Level-1-Festlegung ohne erkennbare empirische Herleitung – sie als Anker zu übernehmen, würde denselben Fehler wiederholen, den wir der 60%-Regel vorwerfen. Auch ein direkter Rückgriff auf unsere empirischen Referenzfälle (USDC ~40 Mrd. USD, Terra ~83 Mrd. USD) trägt nicht: Beides sind globale USD-Marktführer, während der gesamte Euro-Stablecoin-Markt aktuell bei nur rund 700-800 Mio. Euro insgesamt liegt (vgl. 3.2.2) – ein Skalierungspunkt in US-Größenordnung würde die Formel für den gesamten heutigen Euro-Markt praktisch wirkungslos machen. Sinnvoller erscheint daher ein Skalierungspunkt, der sich relativ zur Größe des jeweiligen Euro-Stablecoin-Gesamtmarktes definiert (z. B. als Anteil eines einzelnen Emittenten am Gesamtmarkt), statt an einer fixen absoluten Zahl festzuhalten, die entweder aus einem strukturell anderen Markt importiert oder frei erfunden wäre. Ein relativer Ansatz würde zudem automatisch mit dem Marktwachstum mitskalieren, ohne wiederkehrende gesetzgeberische Anpassung zu erfordern.

Der entscheidende Unterschied zu 4.4.1 ist damit nicht nur die Anzahl der Stufen, sondern die Abwesenheit jeder Stufe: Da es keinen einzelnen Schwellenwert mehr gibt, entfällt der Gaming-Anreiz vollständig, nicht nur graduell. Der Preis dafür ist eine geringere Vorhersehbarkeit für Emittenten und

eine gewisse Abhängigkeit von einer noch dünnen Datenbasis (bislang nur eine Handvoll relevanter Stressepisoden), aus der insbesondere Basiswert und Höchstwert hergeleitet werden müssten.

4.4.3 Aufsichtliche Einzelfallprüfung

Anstelle jeder gesetzlich fixierten Formel könnte die Aufsicht im Einzelfall beurteilen, ob die Reserve-Zusammensetzung eines Emittenten angemessen ist. Das reicht von einer rein diskretionären Beurteilung (ähnlich der Logik, die andere Aufsichtsbereiche wie Eigenkapitalanforderungen unter Säule 2 bereits kennen) bis zu einer stärker formalisierten Variante, die sich am Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) orientiert, den Banken bereits durchlaufen: Die konkrete Quote würde dann nicht einmalig festgelegt, sondern wiederkehrend durch standardisierte, aufsichtliche Stresstests bestimmt. Beide Ausprägungen maximieren Flexibilität und vermeiden jeden Cliff-Effekt oder Formel-Gaming – verlagern die Verantwortung aber auf die Aufsichtsbehörde und schaffen für Emittenten Rechtsunsicherheit, insbesondere für kleinere Anbieter ohne die Ressourcen, eine aufwendige Einzelfallprüfung zu begleiten (vgl. die in 3.2.2 beobachtete Konsolidierungsdynamik, die sich hier eher verschärfen dürfte). Je formalisierter die Methodik (SREP-Stil), desto eher lässt sich dieser Nachteil abfedern – auf Kosten des zusätzlichen aufsichtlichen Kapazitätsaufbaus, den eine solche Methodik für ein noch junges Marktsegment erfordern würde.

Die drei Modelle bilden ein Spektrum zwischen Rechtssicherheit (fixe Quote) und empirischer Angemessenheit (aufsichtliche Einzelfallprüfung), mit der risikosensitiven Staffelung als Kompromissposition dazwischen. Angesichts der in Abschnitt 3 gezeigten Schwächen der fixen Quote spricht viel dafür, sich auf diesem Spektrum in Richtung der risikosensitiven oder stärker einzelfallbezogenen Modelle zu bewegen – ohne dass dieses Paper eine einzelne, abschließende Empfehlung zwischen ihnen ausspricht.

5. Skizze eines Lösungsvorschlags

Der folgende Lösungsvorschlag adressiert zwei getrennte, aber verbundene Problemstellungen: die Zusammensetzung der Reserve selbst (5.1) sowie die in 3.1.4 beschriebene Multi-Issuance-Problematik, die durch eine bessere Reservezusammensetzung allein nicht gelöst wird (5.2).

5.1 Reservezusammensetzung: Cash-Tranche, Laddering und Repo-Backstop

Basierend auf der Modell- und Kriterien-Diskussion in Abschnitt 4 lässt sich ein konkretes, kombiniertes Modell skizzieren, das die Stärken der einzelnen Bausteine vereint, statt sich auf ein einzelnes Modell festzulegen.

- **Baustein 1 – Größenabhängig gestaffelte Cash-Tranche:** Statt einer fixen Quote skaliert die Cash-Tranche nach der in 4.4.2 hergeleiteten Formel zwischen einem Basiswert von rund 10 % (kleine, nicht-signifikante Emittenten) und einem Höchstwert von rund 40 % (große,

signifikante Emittenten) – bemessen am empirisch beobachteten Rückzahlungsdruck (3.1.2), nicht an einer Worst-Case-Annahme.

- **Baustein 2 – Gestaffelte Wertpapier-Fälligkeiten:** Der Großteil der Reserve liegt in Staatsanleihen mit einer Fälligkeitsstaffelung (Laddering, vgl. 4.3 Modell B), sodass täglich ein vorhersehbarer Anteil in bar fällig wird, statt auf einen Verkauf im Stressfall angewiesen zu sein.
- **Baustein 3 – Diversifizierte Repo-/Kreditlinien als Backstop:** Zusätzlich zur Cash-Tranche und dem Laddering vereinbarte, diversifizierte Repo-Kreditlinien (oder unbesicherte Kreditzusagen) bei mehreren Marktteilnehmern, um kurzfristige Liquiditätsspitzen zu decken, ohne Wertpapiere in einem gestressten Markt verkaufen zu müssen – und ohne die in 3.1.3 identifizierte Konzentration bei einem einzelnen Kontrahenten zu wiederholen.

Die Gesamtdeckung von mindestens 100 % entspricht dabei der GENIUS-Logik und bleibt unverändert. Der Unterschied liegt in der internen Zusammensetzung dieser Deckung: GENIUS schreibt überhaupt keinen Mindestanteil an Bareinlagen innerhalb der Reserve vor (Bareinlagen sind dort nur eine von mehreren gleichberechtigten Optionen neben Staatsanleihen und Repo-Geschäften), während unser Vorschlag mit Baustein 1 einen verpflichtenden, aber deutlich reduzierten und nach Emittentengröße gestaffelten Cash-Anteil vorsieht (~10-40 % statt pauschal 30-60 %) – bemessen am tatsächlich beobachteten Sofortliquiditätsbedarf, nicht an einer Worst-Case-Annahme. Diese größenabhängige Staffelung kennt der GENIUS Act nicht; MiCAR nimmt sie im Grundsatz bereits mit der Signifikanz-Schwelle vorweg, allerdings nur binär statt stetig. Das Ergebnis wäre eine Struktur zwischen beiden bestehenden Systemen: flexibler als die heutige MiCAR-Bankeinlagenpflicht, aber mit einer kleinen, größenabhängigen Cash-Basis, die sich am empirisch beobachteten Liquiditätsbedarf statt an einer pauschalen Worst-Case-Annahme orientiert.

5.2 Multi-Issuance: Anerkennung statt Verbot

Die in 5.1 skizzierte Reserve-Reform verbessert die Qualität und Liquidität der EU-Reserve, löst aber das in 3.1.4 beschriebene Multi-Issuance-Problem nicht: Solange ein fungibler Token an zwei Emittenten mit zwei getrennten Reserve-Pools hängt, hilft auch die beste EU-Reserve nicht gegen eine Belastung durch im Ausland emittierte Token – im Gegenteil: Eine qualitativ verbesserte EU-Reserve könnte den EU-Emittenten im Krisenfall sogar zum bevorzugten Rücknahmepunkt machen und damit ihre Erschöpfung eher beschleunigen als verhindern⁷¹. Multi-Issuance ist dabei nicht nur ein Reserve-, sondern vor allem ein Wettbewerbsfähigkeits-Problem: Ein Verbot würde EU-Nutzern und -Plattformen faktisch den Zugang zu den dollar-denominierten Stablecoins entziehen, auf die rund 99

⁷¹Bindseil, U. (2026), "Regulatory Responses to the Financial Stability Implications of Stablecoins", SAFE Working Paper No. 470.

% des globalen Stablecoin-Marktes entfallen – ein Segment, für das es derzeit kein vergleichbares europäisches Äquivalent gibt⁷², während unregulierte Duldung die EU-Reserve einem Run-Risiko aussetzt, das die EU-Aufsicht nicht kontrollieren kann. Jede Lösung muss beides vermeiden: Marktzugang erhalten, ohne 27 nationale Einzelprüfungen oder ein komplett neues Aufsichtssystem zu erzeugen.

In der Literatur und bei den EU-Institutionen werden im Kern sechs Optionen diskutiert: ein Verbot von Drittstaaten-Multi-Issuance-Schemes, wie es EZB und ESRB nahelegen⁷³; die Fortführung des regulatorischen Status quo, also faktische Duldung ohne explizite Regelung; ein Anerkennungs- bzw. Äquivalenzregime, das Drittstaaten-Rahmen wie den GENIUS Act bei nachgewiesener Gleichwertigkeit anerkennt⁷⁴; eine verbindliche Rebalancing- bzw. Ring-Fencing-Pflicht, die über die im Ratsdokument nur als "Erwartung" formulierte Nachschusspflicht hinausgeht⁷⁵; Obergrenzen bzw. Mindeststückelungen für den Anteil von Drittstaaten-Emissionen am EU-Umlauf⁷⁶; sowie eine Melde- und Tracking-Pflicht für den tatsächlich in der EU zirkulierenden Anteil, die das in 3.1.4 beschriebene Messproblem adressieren soll.

Von diesen Optionen erscheinen ein vollständiges Verbot und der unregulierte Status quo aus Wettbewerbsfähigkeitssicht wenig überzeugend: Ein Verbot träfe primär europäische Nutzer und Plattformen, ohne dass die EU über eine eigene Dollar-Liquidität vergleichbarer Größenordnung verfügt; der Status quo belässt das von ESRB und EZB zu Recht kritisierte, ungeschützte Run-Risiko. Auch Obergrenzen bzw. Mindeststückelungen erscheinen wenig praktikabel: Sie sind schwer kalibrierbar, erzeugen hohen laufenden Prüfaufwand und wirken faktisch wie ein verdecktes Teilverbot. Der tragfähigste Weg dürfte eine Kombination aus Anerkennungsregime und verbindlicher Ring-Fencing-Pflicht sein. Ein zentral durch die EBA geprüftes Äquivalenzregime – pro Drittstaaten-Rahmen, nicht pro Mitgliedstaat oder Einzelemittent geprüft – hält den Verwaltungsaufwand gering und ist im Aufbau mit bereits bestehenden Äquivalenzmechanismen etwa unter EMIR für Drittstaaten-CCPs vergleichbar, die sich dort als handhabbar erwiesen haben⁷⁷. Die zusätzliche, verbindliche Ring-Fencing-Pflicht stellt sicher, dass die EU-Reserve jederzeit mindestens dem tatsächlich in der EU zirkulierenden Anteil entspricht, statt nur auf eine im Krisenfall möglicherweise nicht durchsetzbare Nachschusszusage zu vertrauen. Eine ergänzende Tracking-Pflicht ließe sich ohne größeren

⁷²Forbes, "Europe's Stablecoin Fight Comes Down To One Word: Fungible" (17.08.2026); European Central Bank, Angaben zum Dollar-Anteil am Stablecoin-Angebot.

⁷³Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 September 2025 on third-country multi-issuer stablecoin schemes (ESRB/2025/9); Statement von Christine Lagarde, IMFC, 17.10.2025.

⁷⁴Bindseil, U. (2026), "Regulatory Responses to the Financial Stability Implications of Stablecoins", SAFE Working Paper No. 470, Sec. 5.2; vgl. auch Council of the European Union, Working Document WK-4742-2025-COR-1.

⁷⁵Council of the European Union, Working Document WK-4742-2025-COR-1, Abschnitt 2 ("rebalancing" der Reserven zwischen EU- und Drittstaaten-Emittent).

⁷⁶Portes, R., "Multi-issuer stablecoins: A threat to financial stability", CEPR/VoxEU, 27.10.2025.

⁷⁷Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (EMIR), Art. 25 (Anerkennung von Drittstaaten-CCPs) als struktureller Vergleichsfall für ein zentral geprüftes Äquivalenzregime.

zusätzlichen bürokratischen Aufwand an die bereits bestehenden MiCAR-Meldepflichten für EMTs andocken⁷⁸, statt ein eigenständiges neues Meldesystem zu schaffen.

Ein Anerkennungsregime ist dabei nicht ohne eigene Verzerrung: Es könnte Drittstaaten-Emittenten einen EU-Marktzugang nach Heimatregeln verschaffen, während europäische Banken und E-Geld-Institute vollständig dem MiCAR-Regime unterliegen – die regulatorische Arbitrage verschöbe sich damit von einer Frage zwischen Jurisdiktionen zu einer zwischen Intermediären. Sollten die europäischen Gesetzgeber diesen Weg verfolgen, wäre ein level playing field zwischen Banken und Drittstaaten-Emittenten mitzudenken⁷⁹.

Übergreifendes Fazit

Die 60-Prozent-Regel wurde im Namen des Verbraucherschutzes und der Finanzstabilität eingeführt. Diese Untersuchung zeigt, dass weder ihre technische Grundlage hinreichend belegt ist, noch sich ihre tatsächliche Wirkung entlang dieser erklärten Ziele verteilt. Der Holder trägt das Risiko der Konstruktion, ohne dafür kompensiert zu werden. Die Bank trägt kaum Risiko, profitiert aber am meisten von einem garantierten Einlagenzufluss. Dieses Ergebnis findet sich in dieser Form in keinem der beiden untersuchten internationalen Vergleichsfälle, weder in den USA noch im Vereinigten Königreich. Beide Regime verzichten auf eine vergleichbare verpflichtende Bankeinlagenquote, ohne dass dies zu erkennbar geringerer Finanzstabilität geführt hätte.

Der in dieser Untersuchung entwickelte Vorschlag aus gestaffelter Cash-Quote, Fälligkeitsstaffelung und Repo-Diversifizierung adressiert die auf der Kalibrierungsebene identifizierten Schwachstellen, ohne die Grundlogik der Reserve-Regulierung selbst infrage zu stellen. Eine reale Deckung der Reserve durch Vermögenswerte bleibt notwendig, insbesondere um die von unbesicherten, algorithmischen Konstruktionen wie Terra/UST ausgehenden Ansteckungsrisiken auf andere, eigentlich unbeteiligte Marktteilnehmer zu vermeiden. Der Vorschlag verändert lediglich, wie diese Deckung zusammengesetzt sein sollte, und zwar in einer Weise, die sich stärker am empirisch beobachteten Verhalten der Marktteilnehmer orientiert als an einer pauschalen, historisch nicht belegten Stressannahme. Die Multi-Issuance-Problematik lässt sich damit allerdings nicht lösen: Sie betrifft nicht die Höhe oder Zusammensetzung der Reserve, sondern die Frage, welcher Reserve-Pool für welchen im Umlauf befindlichen Token überhaupt haftet. Hierfür schlägt diese Untersuchung ergänzend ein zentral geprüftes Anerkennungsregime für gleichwertige Drittstaaten-Rahmen vor, verbunden mit einer verbindlichen Ring-Fencing-Pflicht – ein Ansatz, der Marktzugang und

⁷⁸EBA, Final Report on Guidelines on reporting on ARTs and EMTs (EBA/GL/2024/16, 18.12.2024).

⁷⁹Bindseil, U. (2026), "Regulatory Responses to the Financial Stability Implications of Stablecoins", SAFE Working Paper No. 470, Sec. 5.2 (level playing field zwischen Banken und Drittstaaten-Emittenten).

internationale Wettbewerbsfähigkeit mit dem Schutz der EU-Reserve versöhnt, ohne 27 nationale Einzelregime zu erzeugen.

Zwei Fragen bleiben in dieser Untersuchung bewusst ausgeklammert, weil sie eigenständige, hier nicht abschließend zu beantwortende Grundsatzfragen berühren. Erstens, ob Stablecoin-Emittenten aus wirtschaftspolitischer Sicht strukturell an Banken gebunden bleiben sollten, oder ob eine eigenständige, von der Rechtsform des Emittenten unabhängige Regulierung vorzugswürdig wäre. Zweitens, wie sich die Emission von Stablecoins insgesamt auf das Volumen traditioneller Bankeinlagen und die Kreditversorgung der Realwirtschaft auswirkt. Beide Fragen verdienen eine eigenständige Untersuchung, die über den Rahmen dieses Papers hinausgeht.

Die laufende MiCAR-Review-Konsultation bietet ein enges, aber reales Zeitfenster, die hier vorgelegten Befunde in die regulatorische Debatte einzubringen, bevor die nächste Kalibrierungsrunde der Reserve-Anforderungen abgeschlossen wird.