Amtsblatt
der Europäischen Union

DE
Reihe C

C/2025/6342

21.11.2025

EMPFEHLUNG DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN
vom 25. September 2025
zu Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten
(ESRB/2025/9)

(C/2025/6342)

DER VERWALTUNGSRAT DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf das Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum ([1]), insbesondere auf Anhang IX,

gestützt auf die Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken ([2]), insbesondere auf Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe d sowie die Artikel 16, 17 und 18,

gestützt auf die Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937 ([3]),

gestützt auf den Beschluss ESRB/2011/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Januar 2011 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken ([4]), insbesondere auf die Artikel 18 und 19,

in Erwägung nachstehender Gründe:

(1) Kryptowerte stellen ein rasant wachsendes Segment des Finanzsektors dar, das zunehmend mit traditionellen Vermögenswerten verflochten ist, wodurch ein Ansteckungskanal entsteht, den es zum Schutz der Finanzstabilität zu überwachen gilt. Dieses Segment ist durch spekulatives Verhalten, eine geringe Transparenz und extreme Preisvolatilität sowie häufig durch illegale Praktiken gekennzeichnet. Stablecoins, eine Untergruppe der Kryptowerte, die zur Wahrung ihrer Wertstabilität an bestimmte Referenzvermögenswerte oder einen Korb von Vermögenswerten gekoppelt ist, haben ebenfalls an Bedeutung gewonnen und werden hauptsächlich für den Zugang zu und den Ausstieg aus Kryptomärkten verwendet. Stablecoins sind in der Regel durch Reserven wie Bargeld oder hochliquide Finanzinstrumente unterlegt, die vom Emittenten gehalten werden, einschließlich Einlagen bei Kreditinstituten. Die Zusammensetzung und der Risikogehalt solcher Reserven sind dabei je nach Emittent und Land unterschiedlich. Diese Reserven sind von entscheidender Bedeutung, da sie von den Emittenten schnell monetarisiert werden müssen, falls Rücktauschforderungen der Inhaber von Token zu erfüllen sind. Daher tragen die Reserven dazu bei, das Vertrauen in den Wert des Stablecoin zu wahren. Die Tatsache, dass Stablecoins von privaten Emittenten ausgegeben werden, sowie Bedenken mit Blick auf die Qualität und Transparenz der sie deckenden Reserven werfen jedoch grundsätzliche Fragen für das Finanzsystem auf

(2) Durch Schwachstellen, die von potenziell unzureichenden Reserven bis hin zu Vertrauensverlusten an den Märkten reichen, kann die Rolle von Stablecoins als vermeintlich stabiles Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel untergraben werden, wodurch Schocks auf das Finanzsystem insgesamt übertragen und systemische Risiken verstärkt werden können. Dies wurde während des Zusammenbruchs der Silicon Valley Bank (SVB) am 11. März 2023 deutlich, als infolge der anschließenden signifikanten Entkopplung des USDC (von Circle ausgegebener Stablecoin) vom US-Dollar Schwachstellen zutage traten, die sich aus der Verflechtung der Finanzinstitute ergaben. Dies unterstreicht die Notwendigkeit solider Regeln, einer strengen Aufsicht und einer angemessenen Durchsetzung

(3) In der Union wurde die Verordnung (EU) 2023/1114 (nachfolgend die „MiCA-Verordnung“) erlassen, um einen Rahmen zu schaffen, mit dem einheitliche Anforderungen für das öffentliche Angebot und die Zulassung von Kryptowerten zum Handel, einschließlich vermögenswertereferenzierter Token und E-Geld-Token, festgelegt werden. Damit wurde ein spezieller und harmonisierter Rahmen für Märkte für Kryptowerte auf Unionsebene geschaffen. Dieser unionsweite Rahmen wurde als notwendig erachtet, um die Rechtssicherheit bei Kryptowerten zu stärken und Innovationen zu fördern. Zugleich soll er den Anlegerschutz und die Marktintegrität gewährleisten, die Finanzstabilität und das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme fördern, geldpolitischen Risiken gerecht werden, die sich aus den Kryptomärkten ergeben könnten, und die Währungshoheit in der gesamten Union wahren

([1]) ABl. L 1 vom 3.1.1994, S. 3, ELI: http://data.europa.eu/eli/agree_internation/1994/1/oj.
([2]) ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1092/oj.
([3]) ABl. L 150 vom 9.6.2023, S. 40, ELI: http://data.europa.eu/eli/dec/2017/933/oj.
([4]) ABl. C 58 vom 24.2.2011, S. 4.

(4) In den letzten Jahren wurde eine neue Art von System zunehmend verwendet, bei dem ein in der Union ansässiger Stablecoin-Emittent mit einem Emittenten aus einem Drittland zusammenarbeitet, um gemeinsam E-Geld-Token auszugeben, bei denen es sich um eine Art von Stablecoin im Sinne der MiCA-Verordnung handelt. Die von beiden Emittenten ausgegebenen E-Geld-Token weisen dieselben technischen Merkmale auf und sind den Angaben der Emittenten zufolge austauschbar. Bei diesem Multi-Emittentensystem (nachfolgend das „Stablecoin-Multi-Emittentensystem unter Beteiligung von Drittland-Emittenten“ oder das „Multi-Emittentensystem“) unterliegt jeder Emittent einem anderen Rechtsrahmen, wobei die Reserven, mit denen die E-Geld-Token unterlegt sind, auf verschiedene Länder verteilt sind

(5) Zwar regelt die MiCA-Verordnung die Ausgabe austauschbarer Kryptowerte durch mehrere in der Union ansässige Emittenten, sie geht jedoch nicht ausdrücklich auf die Möglichkeit ein, dass an einem System ein in der Union ansässiger Emittent und ein in einem Drittland (außerhalb der Union) ansässiger Emittent beteiligt sind. Dies bedeutet, dass der Betrieb von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten nicht ausdrücklich erlaubt ist. Hier spiegelt sich vermutlich die Absicht der Gesetzgeber wider, Multi-Emittentensysteme auf in der Union ansässige Emittenten zu beschränken und an bestimmte Bedingungen zu knüpfen. Weitere rechtliche Analysen hierzu enthält das EZB-Nonpaper über Stablecoin-Mehrfachemissionen von in der Union und in einem Drittland ansässigen Emittenten (*ECB non-paper on EU and third-country stablecoin multi-issuance* ([5])). Die Tatsache, dass solche Multi-Emittentensysteme in der MiCA-Verordnung nicht ausdrücklich verboten sind, führt zu unterschiedlichen Ansätzen: Einige nationale zuständige Behörden vertreten die Auffassung, dass diese Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten im Rahmen der MiCA-Verordnung zulässig sind, während andere die Auffassung vertreten, dass sie nach der MiCA-Verordnung nicht zulässig sind. Diese unterschiedlichen Ansätze laufen dem Ziel der MiCA-Verordnung zuwider, das darin besteht, einheitliche Anforderungen festzulegen. Tatsächlich stellt diese Situation das Wesen des Binnenmarkts in Frage, in dem die Zulassung durch eine nationale zuständige Behörde dem Emittenten im Rahmen des Passporting Zugang zum gesamten Unionsmarkt gewährt. Dies bedeutet, dass potenziell riskante Multi-Emittentensysteme, die in einem Mitgliedstaat abgelehnt wurden, in einem anderen Mitgliedstaat dennoch zugelassen werden können und aufgrund des Grundsatzes des freien Dienstleistungsverkehrs in den anderen Mitgliedstaaten weiterhin betrieben werden dürfen. Daher ist die derzeitige Situation durch ein hohes Maß an Rechtsunsicherheit geprägt, die durch die Schaffung einer klaren Lösung für die Auslegung der Rechtsvorschrift beseitigt werden könnte

(6) Der Betrieb von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten beruht auf der Annahme, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen der beteiligten Länder gleichwertig sind. Die MiCA-Verordnung enthält jedoch keine Bestimmungen über die Durchführung einer solchen Gleichwertigkeitsbewertung. Stattdessen sieht Artikel 140 Absatz 2 Buchstabe v der MiCA-Verordnung vor, dass die Kommission nach Anhörung der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) den Unionsgesetzgebern bis Juni 2027 einen Bericht vorlegt, in dem bewertet wird, ob eine Gleichwertigkeitsregelung eingeführt werden sollte. Angesichts des Zeitplans wird zunehmend die Ansicht vertreten, dass es nicht ratsam wäre, diese Bewertung abzuwarten, bevor man die Problematik angeht

(7) Aufgrund ihrer spezifischen Struktur, bei der Reserven in verschiedenen Ländern gehalten werden und Emittenten unterschiedlichen rechtlichen Regelungen unterliegen, erhöhen Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten die Risiken für die Finanzstabilität und bergen erhebliche Schwachstellen: Die Behörden der Union können das Risikomanagement oder die Angemessenheit der Reserven von Emittenten aus Drittländern nicht angemessen bewerten, und die Ausgleichsmechanismen für grenzüberschreitende Übertragungen von Reserven sind in Stressphasen besonders anfällig, insbesondere wenn es sich um illiquide Reserven handelt oder ihre Übertragung durch Behörden von Drittländern eingeschränkt wird. In Fällen mangelnder Harmonisierung von Rechtsvorschriften zwischen der Union und Drittländern wird die Durchsetzung von Maßnahmen, wie etwa der Obergrenze für auf Fremdwährungen lautende Emissionen von Stablecoins gemäß der MiCA-Verordnung, unterlaufen, was das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme beeinträchtigen und die Abhängigkeit von Nicht-EU-Währungen verstärken könnte. Außerdem entstehen so Möglichkeiten für Aufsichtsarbitrage sowie Anreize für Inhaber von Token, ihre Token bei Emittenten aus der Union zurückzutauschen, insbesondere wenn Emittenten aus Drittländern Gebühren erheben oder den Rücktausch verzögern oder wenn der Preis der Stablecoin unter pari fällt. Darüber hinaus hat die zunehmende Einführung von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten in der Union zu einem Anstieg des Transaktionsvolumens geführt, wodurch Ansteckungsrisiken verstärkt werden. Zugleich behindern die weitverbreitete Nutzung selbstverwalteter elektronischer Geldbörsen und ein beschränkter Datenzugang die Bemühungen um die Nachverfolgung von E-Geld-Token und die Sicherstellung angemessener Reserven. Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten erhöhen zudem die Wahrscheinlichkeit massiver Rücktauschwellen, da in der Union ansässige Emittenten Verbindlichkeiten gegenüber Inhabern von Token sowohl aus der Union als auch aus Drittländern haben können, die durch die unter der Aufsicht der Union stehenden Reserven möglicherweise nicht ausreichend gedeckt werden können

(8) Der Rückgriff auf grenzüberschreitende Ausgleichsmechanismen für Reserven führt zu zusätzlichen Schwachstellen, insbesondere unter Stressbedingungen, in denen Behörden von Drittländern möglicherweise nationalen Interessen Vorrang einräumen und die Übertragung von Geldbeträgen einschränken. Durch diese strukturellen Mängel ist das Finanzsystem der Union einem von Krisen in Drittländern ausgehenden Ansteckungsrisiko ausgesetzt. Dies würde zudem eine unzumutbare Belastung für die Aufsichtsbehörden der Union mit sich bringen, die dafür zuständig wären, die Erfüllung der außerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs und ihrer Kontrolle entstandenen Verbindlichkeiten sicherzustellen

([5]) EZB (2025), *ECB non-paper on EU and third-country stablecoin multi-issuance*, veröffentlicht auf der Website des Rates der Europäischen Union unter www.consilium.europa.eu.

(9) Darüber hinaus stellen Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten auch Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen in der Union vor besondere Herausforderungen, da diese im Rahmen ihres standardmäßigen Dienstleistungsangebots als Vermittler von Rücktauschforderungen von Inhabern von Token aus Drittländern agieren können. Dabei können sie in Zeiten von Marktstress als Ansteckungskanäle für massive Rücktauschwellen fungieren. Dadurch könnten die Risiken massiver Rücktauschwellen verstärkt werden und Liquiditätsrisiken für den Markt entstehen

(10) Das rasante Marktwachstum und die Bemühungen von Unternehmen, Unionszulassungen für den Betrieb von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten zu erhalten, wie durch die Zulassung zweier Unternehmen seit September 2025 belegt, führen ebenfalls zu verstärkten Verflechtungen mit Finanzinstituten. Einlagen im Zusammenhang mit Stablecoins fließen wenigen Banken zu, deren Anfälligkeit gegenüber Liquiditätsschocks insbesondere in kleineren Ländern entsprechend zunimmt, was wiederum mit einer zunehmenden Konzentration bei den Risikopositionen einhergeht. Hinzu kommt, dass die Verflechtung von Emittenten und Banken mit zunehmender Größe der Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten die Ansteckungsrisiken erhöhen könnte. Darüber hinaus beeinträchtigen unzureichende Daten zu Stablecoin-Reserven, auch zu ihrer Zusammensetzung und zu Kapitalströmen zwischen den Ländern, die Wirksamkeit der Aufsicht, einschließlich Prozessen wie Risikobewertung und Kalibrierung von Reserven. Diese Entwicklungen unterstreichen, wie wesentlich die Bedrohungen für die Finanzstabilität der Union sind, da sie letztlich dazu führen könnten, dass negative Schocks aus dem Ausland auf das Finanzsystem der Union übergreifen

(11) Aufgrund der sich rasch verändernden Lage ist es erforderlich, die für die Finanzstabilität ermittelten Risiken unverzüglich anzugehen, um entweder deren Eintreten zu verhindern oder ihre potenziellen Auswirkungen zu mildern. Die zunehmende Menge der beschriebenen in Umlauf befindlichen Stablecoins ist ein Beispiel dafür, wie dringlich es ist, dieses Problem anzugehen

(12) In Anbetracht der vorstehenden Ausführungen legt der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) hiermit eine Reihe von Empfehlungen vor, mit denen die Risiken für die Finanzstabilität im Zusammenhang mit Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten beseitigt oder gemindert werden sollen. Diese Empfehlungen stützen sich auf die Analysen, die die ESRB Task Force on Crypto-Assets and Decentralised Finance in ihrem Bericht aus dem Jahr 2025 dargelegt hat. Die Empfehlungen in diesem Dokument stehen im Einklang mit dem Grundsatz der Technologieneutralität und stellen sicher, dass sie den Fortschritt der technologischen und finanziellen Innovation in der Union nicht behindern. Im Mittelpunkt steht vielmehr die Minderung der Risiken, die für die Finanzstabilität der Union als wesentlich erachtet werden

(13) Mit Empfehlung A soll insbesondere sichergestellt werden, dass in Ermangelung rechtlicher Regelungen, die speziell Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten ausgerichtet sind, Bedenken im Hinblick auf die Finanzstabilität Vorrang eingeräumt wird und die Kommission daher die MiCA-Verordnung dahingehend auslegt, dass Multi-Emittentensysteme nicht zulässig sind. Die strukturellen Schwachstellen dieser Multi-Emittentensysteme schwächen den Aufsichtsrahmen der Union erheblich, da sie die Wahrscheinlichkeit von massiven Rücktauschwellen, Liquiditätsinkongruenzen und Aufsichtsarbitrage erhöhen. Die unzureichende Überwachung der Emittenten aus Drittländern und die Fragilität grenzüberschreitender Ausgleichsmechanismen für Reserven verstärken diese Risiken weiter. Durch Einnehmen des Standpunkts der Nichtzulässigkeit würden die mit solchen Multi-Emittentensystemen verbundenen Systemrisiken beseitigt

(14) Werden die Multi-Emittentensysteme hingegen weiter betrieben, sollten sie einem eigenen Rahmen unterliegen, der Schutzvorkehrungen bietet, die ihren Risiken angemessen sind. Mit Empfehlung B soll sichergestellt werden, dass ein Rahmen zur Bewertung der Gleichwertigkeit der Stablecoin-Vorschriften von Drittländern mit den Anforderungen der MiCA-Verordnung geschaffen wird. Die mangelnde Harmonisierung der Rechtsvorschriften zwischen der Union und Drittländern führt zu Durchsetzungslücken, welche die Schutzvorkehrungen für die Finanzstabilität und das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme untergraben. Ohne einen gleichwertigen Rechtsrahmen könnten Emittenten aus Drittländern die Schutzvorkehrungen der Union untergraben, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit destabilisierender Übertragungseffekte auf das Finanzsystem der Union erhöhen würde. Die Feststellung der Gleichwertigkeit ist daher von entscheidender Bedeutung, um die Ausgleichsmechanismen für Reserven sowohl unter normalen Bedingungen als auch unter Stressbedingungen zu verbessern. Dies steht im Einklang mit der Aufgabe der Kommission gemäß Artikel 140 Absatz 2 Buchstabe v der MiCA-Verordnung

(15) Empfehlung C zielt auf den Abschluss von Vereinbarungen über die aufsichtliche Zusammenarbeit mit Drittländern hinsichtlich der Überwachung von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten ab. Durch die Förderung einer koordinierten Überwachung hat diese Empfehlung zum Ziel, die Finanzstabilität in der Union zu schützen und die Integrität ihres Rechtsrahmens zu wahren

(16) Mit Empfehlung D sollen die Hindernisse für die grenzüberschreitende Mobilität von Reserven beseitigt werden, um auf die Risiken massiver Rücktauschwellen reagieren zu können, die außerhalb der Union entstehen können, insbesondere in Stress-, Sanierungs- oder Abwicklungsphasen. Historische Fakten zeigen, dass bei solchen Ereignissen die Wahrscheinlichkeit besteht, dass es zu Einschränkungen bei den Reserveströmen kommt. Durch die Beseitigung technischer und rechtlicher Hindernisse für die Mobilität der Reserven soll mit dieser Empfehlung sichergestellt werden, dass Rücktauschforderungen in allen Ländern fristgerecht erfüllt werden

(17) Mit Empfehlung E soll sichergestellt werden, dass Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten auf der Grundlage einer Verhältnismäßigkeitsprüfung einer zentralen Aufsicht durch die Union unterliegen. Aufgrund der Aufteilung der Reserven auf verschiedene Länder und wegen unvollständiger Daten zu den Inhabern von Token und zur Angemessenheit der Reserven werden Rücktausch-, Insolvenz- und Ansteckungseffekte für Banken wahrscheinlicher. Herdeneffekte in Krisenzeiten, die durch Informationsflüsse verstärkt werden, könnten die Märkte weiter destabilisieren. Um hier Abhilfe zu schaffen, würden die vorgeschlagenen Änderungen der MiCA-Verordnung die Beteiligung an einem Stablecoin-Multi-Emittentensystem unter Beteiligung von Drittland-Emittenten als eines der Kriterien für die Einstufung von vermögenswertereferenzierten Token und E-Geld-Token als signifikant beinhalten und damit die Aufsicht durch die EBA rechtfertigen. Dieser Ansatz gewährleistet eine verhältnismäßige Überwachung auf der Grundlage des Umfangs und der internationalen Präsenz der Multi-Emittentensysteme

(18) Die EBA sollte die Konvergenz der Aufsichtskonzepte für Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten in der gesamten Union sowohl während des Zulassungsverfahrens als auch im Rahmen der laufenden Aufsicht weiter fördern und dabei auf die bestehenden nicht spezifischen Bestimmungen der MiCA-Verordnung zurückgreifen. Mit der Empfehlung F soll sichergestellt werden, dass in den Leitlinien und anderen einschlägigen Regulierungsstandards der EBA die Aufsichtspraktiken in der gesamten Union präzisiert werden, um den spezifischen Risiken für die Finanzstabilität, die von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten ausgehen, zu begegnen. Der Schwerpunkt der Empfehlung liegt auf der Durchsetzung von Aufsichtsanforderungen, die in einem angemessenen Verhältnis zu den Risiken stehen, basierend auf einer gründlichen Risikobewertung. Darüber hinaus werden die Aufsichtsbehörden aufgefordert, auf den bestehenden Rahmen zurückzugreifen, um Aufsichtsanforderungen durchzusetzen, die in einem angemessenen Verhältnis zu den damit verbundenen Risiken stehen

(19) Empfehlung G soll klären, wie Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen aus der Union möglicherweise zum Zunehmen des grenzüberschreitenden Rücktauschs fungibler Stablecoins im Rahmen von Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten beitragen. Die laufenden Bemühungen der ESMA zur Verbesserung der aufsichtlichen Konvergenz und zur Einführung von Minderungsmaßnahmen sind erforderlich, um zu vermeiden, dass es aufgrund der auf nationaler Ebene stattfindenden Beaufsichtigung von Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen und aufgrund von Passporting zu uneinheitlichen Verfahren in der Union kommt

(20) Empfehlung H soll operationellen Risiken dadurch entgegenwirken, dass von Emittenten aus der Union der Nachweis verlangt wird, dass Finanzinstitute, die die Tätigkeiten von Emittenten aus Drittländern unterstützen, in der Lage sind, den Verkauf von Vermögenswerten auszuführen, grenzüberschreitende Übertragungen von Geldbeträgen abzuwickeln und den Zugang zu internationalen Zahlungssystemen aufrechtzuerhalten. Die Aufsichtsbehörden sollten diese Nachweise überprüfen und, soweit dies rechtlich zulässig ist, zusätzliche Informationen einholen, um eine wirksame Überwachung sicherzustellen und die Stabilität der Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten zu wahren

(21) Mit Empfehlung I soll sichergestellt werden, dass die zuständigen Behörden, soweit dies nach dem bestehenden Rechtsrahmen zulässig ist, Zugang zu zuverlässigen Daten haben, die für die Aufsicht über die Multi-Emittentensysteme unerlässlich sind. Durch die Nutzung von Plattformen außerhalb der Union und selbstverwalteten elektronischen Geldbörsen entstehen erhebliche Datenlücken, und uneinheitliche Meldeverfahren erschweren die Überwachung zusätzlich. Die Stärkung der Durchsetzung der Berichtspflichten und die Ausweitung der Berichterstattung im Rahmen der MiCA-Verordnung werden für eine wirksame Überwachung und ein wirksames Risikomanagement von entscheidender Bedeutung sein

(22) Mit Empfehlung J soll durch die Veröffentlichung von Whitepapers für vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token im Rahmen von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten die Transparenz gestärkt werden. Durch umfassende Informationen zu Struktur, Governance und Abhängigkeiten von Drittländern werden die Risikobewertung verbessert, falsche Darstellungen mit Blick auf die Einhaltung der MiCA-Verordnung verhindert und das Vertrauen der Märkte gestärkt. Mehr Transparenz fördert eine fundierte Entscheidungsfindung und wirksame Überwachung. Zudem wird das Risiko destabilisierender massiver Rücktauschwellen gesenkt.

HAT FOLGENDE EMPFEHLUNG ERLASSEN:

ABSCHNITT 1

EMPFEHLUNGEN

Empfehlung A — Feststellung der Nichtzulässigkeit von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten in der Union

Angesichts der Risiken für die Finanzstabilität, die von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten ausgehen, wird empfohlen, dass die Kommission diese Multi-Emittentensysteme im geltenden Rahmen der MiCA-Verordnung als nicht zulässig erachtet.

Sollte die Kommission anderer Auffassung sein, sollten die Multi-Emittentensysteme einem speziellen Rahmen unterliegen, der angemessene Schutzvorkehrungen vorsieht, wie sie in den nachfolgenden Empfehlungen beschrieben sind. Diese zielen darauf ab, unionsweit einheitliche Maßnahmen zur wirksamen Minderung der für die Finanzstabilität ermittelten Risiken sicherzustellen.

Empfehlung B — Schaffung eines Rahmens für die Bewertung der Gleichwertigkeit der rechtlichen Regelungen von Drittländern

Zur Verhinderung von Aufsichtsarbitrage wird empfohlen, dass die Kommission einen Rahmen für die Bewertung der Gleichwertigkeit von in Drittländern geltenden rechtlichen Regelungen für Stablecoins mit der MiCA-Verordnung schafft.

Es wird empfohlen, dass die Kommission legislative Änderungen vorschlägt, um

a) umgehend einen Rahmen für die Bewertung der Gleichwertigkeit der Regulierungs- und Aufsichtssysteme von Drittländern für Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen sowie für Emittenten von Stablecoins mit ähnlichen Merkmalen wie vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token zu schaffen. Dieser Rahmen sollte den Risiken Rechnung tragen, die sich aus Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten ergeben. Damit Drittlandsregelungen als den in der Union geltenden Regelungen gleichwertig eingestuft werden können und um sicherzustellen, dass sie nicht weniger streng als die in der MiCA-Verordnung vorgeschriebenen Regelungen sind, sollten die folgenden Aspekte berücksichtigt werden: Aufsichtsanforderungen; für den Emittenten geltende Risikomanagementstandards — einschließlich Stresstests; das Recht der Inhaber auf gebührenfreien Rücktausch zum Nennwert, außer in Krisensituationen; die Zusammensetzung der Reserven; die Rahmen für das Krisenmanagement (Sanierungs- und Rücktauschpläne) und Maßnahmen zur Bekämpfung von Geldwäsche. Die Rechtsvorschriften des Drittlands für Banken sollten ebenfalls bewertet werden, insbesondere die Aspekte im Zusammenhang mit Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten. Insbesondere sollten Banken, die an der Emission von Stablecoins beteiligt sind, nicht von der Verschuldungsquote sowie von risikobasierten Eigenkapitalanforderungen und Liquiditätsanforderungen ausgenommen werden;

b) festzulegen, dass die Kommission dafür zuständig ist, die Gleichwertigkeit einer Drittlandsregelung mit dem Rechtsrahmen der Union festzustellen, um zu vermeiden, dass verschiedene zuständige nationale Behörden zu unterschiedlichen Bewertungen ein und derselben Drittlandsregelung kommen;

c) eine Übergangsregelung einzuführen, nach der die nationalen zuständigen Behörden verpflichtet sind, innerhalb eines festgelegten Zeitrahmens nach Inkrafttreten des Gleichwertigkeitsrahmens alle bestehenden Zulassungen von Emittenten in Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten zu überprüfen, wobei die Möglichkeit besteht, die Zulassung erforderlichenfalls zu entziehen.

Empfehlung C — Vertiefung der Zusammenarbeit mit Drittländern

Es wird empfohlen, dass die Kommission internationale Kooperationsabkommen über die Überwachung von Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten schließt, um die Überwachung grenzüberschreitender Tätigkeiten sicherzustellen.

Empfehlung D — Beseitigung von Hindernissen für die Mobilität von Reservevermögen im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Risiken einer massiven Rücktauschwelle

Es wird empfohlen, dass die Kommission ergänzend zur Bewertung der Gleichwertigkeit auch bewertet, ob im Zusammenhang mit dem Ausgleichsmechanismus für Stablecoin-Reserven technische und rechtliche Hindernisse vorhanden sind, die die Mobilität von Reservevermögen zwischen den Ländern der beiden an einem Stablecoin-Multi-Emittentensystem unter Beteiligung von Drittland-Emittenten beteiligten Emittenten behindern könnten und welche wirtschaftlichen Auswirkungen diese haben.

Die Aufsichtsbehörde (die EBA oder nationale zuständige Behörde) sollte diese Bewertung berücksichtigen und das Bestehen möglicher Hindernisse im Rahmen ihrer Aufsichtsmaßnahmen weiterhin überwachen.

Empfehlung E — Änderung der Kriterien für die Einstufung als signifikant

Es wird empfohlen, dass die Kommission die Artikel 43 und 56 der MiCA-Verordnung dahingehend ändert, dass für die Einstufung von vermögenswertereferenzierten Token und E-Geld-Token als signifikant ausdrücklich das Kriterium der Beteiligung an einem Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten aufgenommen wird.

Die Verhältnismäßigkeitsprüfung ergibt, dass die zentrale Aufsicht über Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten durch die Union erforderlich ist, um den spezifischen Risiken für die Finanzstabilität zu begegnen, die sich aus den Mehrfachemissionssystemen ergeben. Daher sollte dieses Kriterium zusätzlich zu den anderen bestehenden Kriterien für die Einstufung als signifikant sowie für die Rechtfertigung herangezogen werden, dass die Aufsicht unter bestimmten Umständen auf die EBA übertragen wird. Die EBA sollte zur Ausarbeitung eines solchen Kriteriums beitragen.

Empfehlung F — Verbesserung der Aufsichtsanforderungen

Zusätzlich zu den in Erwägungsgrund 17 genannten Bestimmungen wird empfohlen, dass die EBA Leitlinien und andere Regulierungsstandards aktualisiert, die für in der Union ansässige Emittenten gelten, welche an Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten beteiligt sind. Diese Aktualisierungen sollten den Behörden Leitlinien für die Bewertung der Risiken und die Kalibrierung der Aufsichtsmaßnahmen zur Minderung dieser Risiken sowie zur Förderung der aufsichtlichen Konvergenz an die Hand geben. Die EBA sollte insbesondere sicherstellen, dass die Szenarien für Liquiditäts- und Kapitalstresstests den Merkmalen der Multi-Emittentensysteme Rechnung tragen.

Empfehlung G — Förderung der aufsichtlichen Konvergenz für Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen

Es wird empfohlen, dass die ESMA die Konvergenz der Aufsichtsansätze für Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen in der gesamten Union weiterhin fördert, insbesondere angesichts des Risikos, dass grenzüberschreitende Forderungen zum Rücktausch fungibler Stablecoins im Zusammenhang mit Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten zunehmen.

Empfehlung H — Bewertung der Fähigkeit zur Durchführung grenzüberschreitender Transaktionen

Es wird empfohlen, dass die Aufsichtsbehörde des in der Union ansässigen Emittenten (EBA oder nationale zuständige Behörde) vom in der Union ansässigen Emittenten Nachweise dafür verlangt, dass die Finanzinstitute (sowohl in der Union als auch in Drittländern), die die betreffenden Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten unterstützen, den Verkauf von Vermögenswerten zeitnah ausführen, grenzüberschreitende Übertragungen von Geldbeträgen abwickeln und den Zugang zu internationalen Zahlungssystemen aufrechterhalten können. Zudem sollte die zuständige Behörde, soweit dies rechtlich zulässig ist, Informationen von einschlägigen Unternehmen aus Drittländern einholen, um die tatsächliche Verteilung der Reserven und die Fähigkeit zur unverzüglichen Durchführung von Übertragungen von Geldbeträgen zu überprüfen.

Empfehlung I — Sicherstellung des uneingeschränkten Zugangs der zuständigen Behörden zu relevanten Daten

Es wird empfohlen, dass die Aufsichtsbehörde des in der Union ansässigen Emittenten (EBA oder nationale zuständige Behörde) ihre bestehenden Aufsichtsbefugnisse gemäß Artikel 94 Absatz 1 MiCA-Verordnung nutzt, um

a) von Unternehmen, die eine Zulassung als in der Union ansässiger Emittent beantragen und an einem Stablecoin-Multi-Emittentensystemen unter Beteiligung von Drittland-Emittenten beteiligt sind, zu verlangen, dass sie stets umfassende und zuverlässige Daten bereitstellen können, die eine wirksame Beaufsichtigung ermöglichen. Diese Daten müssen zeitnahe und genaue Informationen über die innerhalb und außerhalb der Union im Umlauf befindlichen Token und über die Art der Inhaber der Token (z. B. Haushalte, Nichtfinanzinstitute und Finanzinstitute) beinhalten;

b) die in der Union ansässigen Emittenten aufzufordern, ausführliche Berichte über ausgegebene Token sowie über die Zusammensetzung und den Standort des Reservevermögens in den Ländern vorzulegen, in denen die Token ausgegeben werden oder sich in Umlauf befinden, damit die Aufsichtsbehörden die Angemessenheit der in der Union gehaltenen Reserven bewerten können.

Empfehlung J — Erhöhung der Transparenz durch Offenlegung

Es wird empfohlen, dass die ESMA Leitlinien zur Standardisierung des Inhalts von Whitepapers herausgibt, die von in der Union ansässigen Emittenten, die Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten betreiben, verwendet werden, um sicherzustellen, dass darin die spezifischen, solchen Ausgestaltungen innewohnenden Risiken, einschließlich ihrer Struktur, ihrer Governance und ihrer Abhängigkeiten von Unternehmen aus Drittländern, klar dargelegt werden.

ABSCHNITT 2

UMSETZUNG

1. **Begriffsbestimmungen**

a) „Kryptowert“ ein Kryptowert im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 5 der Verordnung (EU) 2023/1114;

b) „Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen“ ein Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 15 der Verordnung (EU) 2023/1114;

c) „Stablecoin“ eine Untergruppe von Kryptowerten, deren Wertstabilität gewahrt werden soll, indem sie mit Reserven wie Bargeld oder hochliquiden Finanzinstrumenten unterlegt oder an bestimmte Referenzvermögenswerte gekoppelt werden;

d) „vermögenswertereferenzierter Token“ ein vermögenswertereferenzierter Token im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 6 der Verordnung (EU) 2023/1114;

e) „E-Geld-Token“ ein E-Geld-Token im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 7 der Verordnung (EU) 2023/1114;

f) „Stablecoin-Multi-Emittentensystem unter Beteiligung von Drittland-Emittenten“ ein Modell für die Ausgabe von Stablecoins, bei dem ein in der Union ansässiger Emittent mit einem Emittenten in einem Drittland zusammenarbeitet, um gemeinsam E-Geld-Token oder vermögenswertereferenzierte Token auszugeben, die dieselben technischen Merkmale aufweisen und als austauschbar gelten, wobei die Emittenten in unterschiedlichen Ländern tätig sind und die Reserven auf diese Länder verteilt sind;

g) „zuständige Behörde“ eine zuständige Behörde im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) 2023/1114;

h) „Emittent“ ein Emittent im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 10 der Verordnung (EU) 2023/1114;

i) „Einlage“ eine Einlage im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Nummer 3 der Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates ([6]);

j) „Reserven“ eine Vermögenswertreserve im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 32 der Verordnung (EU) 2023/1114;

k) „Ausgleichsmechanismus“ ein System oder Verfahren, das die Übertragung von Reserven zwischen Ländern ermöglicht, um Forderungen zum Rücktausch von Token zu erfüllen;

l) „Kreditinstitut“ ein Kreditinstitut im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 1 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates ([7]), das gemäß der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates ([8]) zugelassen ist;

2. **Umsetzungskriterien**

Für die Umsetzung der vorliegenden Empfehlung gelten die folgenden Kriterien:

a) dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz sollte unter Berücksichtigung von Zweck und Inhalt jeder Empfehlung angemessen Rechnung getragen werden,

b) bei der Umsetzung der Empfehlungen sollten alle Stablecoin-Multi-Emittentensysteme unter Beteiligung von Drittland-Emittenten berücksichtigt werden,

c) Aufsichtsarbitrage sollte vermieden werden.

3. **Zeitrahmen für die Nachverfolgung**

Gemäß Artikel 17 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 müssen die Adressaten dem Europäischen Parlament, dem Rat, der Kommission und dem ESRB mitteilen, welche Maßnahmen sie zur Umsetzung der Empfehlung ergriffen haben, oder ein eventuelles Nichthandeln begründen. Die Adressaten werden ersucht, die Mitteilung unter Berücksichtigung der folgenden Fristen einzureichen:

1. Empfehlung A

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2025 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung A vorzulegen.

2. Empfehlung B

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung B vorzulegen.

3. Empfehlung C

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung C vorzulegen.

4. Empfehlung D

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung D vorzulegen.

5. Empfehlung E

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung E vorzulegen.

6. Empfehlung F

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2027 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung F vorzulegen.

7. Empfehlung G

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2027 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung G vorzulegen.

([6]) Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 149, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj).

([7]) Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj).

([8]) Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 338, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj).

8. Empfehlung H

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung H vorzulegen.

9. Empfehlung I

   Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung I vorzulegen.

10. Empfehlung J

    Die jeweiligen Behörden werden ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2026 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung J vorzulegen.

4. **Überwachung und Bewertung**

1. Das Sekretariat des ESRB

   a) unterstützt die Adressaten durch Gewährleistung der Koordination der Meldepflichten und Bereitstellung der maßgeblichen Meldebögen und gegebenenfalls detaillierter Angaben zum Verfahren und zum Zeitrahmen für die Nachverfolgung,

   b) überprüft die Nachverfolgung durch die Adressaten, sorgt auf Verlangen für Unterstützung und erstattet dem Verwaltungsrat Bericht über die Nachverfolgung.

2. Der Verwaltungsrat bewertet die von den Adressaten gemeldeten Maßnahmen und Rechtfertigungen und kann gegebenenfalls entscheiden, dass die vorliegende Empfehlung nicht umgesetzt wurde und ein Adressat seine Nichthandeln nicht angemessen gerechtfertigt hat.

Geschehen zu Frankfurt am Main am 25. September 2025.

Der Leiter des ESRB-Sekretariats,
im Auftrag des Verwaltungsrats des ESRB,
Francesco MAZZAFERRO