

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.
Unterlindau 29, 60323 Frankfurt/Main

Bundesministerium der Finanzen

Per Mail: VII B5@bmf.bund.de

Ihr Zeichen
VII B 5 - WK
6200/00052/001/078

Ihre Nachricht vom
16. Dezember 2025

Ort_Datum
Frankfurt am Main, 15.02.2026

Konsultation: Marktintegrationspaket der EU
DOK: COO.7005.100.2.10902941

**Werter Herr Franke,
sehr geehrte Damen und Herren,**

wir danken Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Market Integration and Supervision Package (MISP) der Europäischen Kommission.

Soweit der umfangreiche Gesetzesinitiative auch die selbstkritische Beobachtung zugrunde liegt, dass die Entwicklung und Attraktivität des europäischen Kapitalmarkts insgesamt im globalen Vergleich hinter Märkten anderer entwickelter Volkswirtschaften etwa in Teilen Asien, insbesondere aber gegenüber den USA zurückgeblieben – wenn nicht gar in den letzten Jahren weiter zurückgefallen ist, so ist dieser Bestandsaufnahme ausdrücklich und umfänglich zuzustimmen. Der Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V. (bwf) begrüßt insofern grundsätzlich das Ziel, den europäischen Kapitalmarkt stärker zu integrieren und die Spar- und Investitionsunion voranzubringen. – Der europäische Kapitalmarkt, als Summe der mitgliedstaatlichen Kapitalmärkte, bleibt (trotz verschiedenster in den letzten Jahren durchaus zu verzeichnender positiver Aspekte, etwa gerade auch im Bereich der Entwicklung der hiesigen Retail-Märkte) weit hinter seinen potentiellen Möglichkeiten zurück. Dies hat gleichermaßen negative Auswirkungen auf die Finanzierungssituation europäischer Firmen, auf die Anlagemöglichkeiten institutioneller Investoren wie europäischer Haushalte und letztlich auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Europa.

Auch wenn man dem dringenden Handlungsimperativ einer unzureichenden Wettbewerbsfähigkeit europäischer Kapitalmärkte zustimmt, so ist es doch eine

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.

Sitz des Verbandes
Kurfürstendamm 151
10709 Berlin

Postanschrift & Geschäftsstelle
Unterlindau 29
60323 Frankfurt/Main

mail@wertpapierfirmen.org
www.wertpapierfirmen.org

Vorstand
Kai Jordan (Vorsitzender)
Alexander Becker
Oliver Ertl
Jutta Harloff
Dr. Annette Kliffmüller-Frank
Dragan Radanovic
Oliver Roth
Dirk Schneider
Florian Schopf
Tanja Zander

Geschäftsführer
Michael H. Sterzenbach
Tel.: +49 (0) 69 92 10 16 91
m.sterzenbach@wertpapierfirmen.org

Direktor Marktpraxis & Regulierungspolitik
Dr. Thorsten Freihube
Tel.: +49 (0) 69 92 10 16 92
t.freihube@wertpapierfirmen.org

Justiziar
Dr. Hans Mewes
Am Sandtorkai 44, 20457 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 36 80 5-132
h.mewes@wertpapierfirmen.org

Register
EU-Transparenzregister:
Reg. Nr. 258694016925-01
Deutscher Bundestag, Lobbyregister:
Reg. Nr. R002094
Vereinsregister:
AG Charlottenburg, Reg. Nr. 23057Nz

Bankverbindung
Deutsche Bank AG
IBAN DE08500700240018321000
BIC DEUTDE33

ganz andere Frage, ob man der „Diagnose“ der Kommission, welche marktstrukturellen, regulatorischen und politischen Gründen zu dieser Situation geführt haben mögen in allen Teilen beipflichtet. Hiermit verbunden ist unmittelbar die Frage der Geeignetheit und Verhältnismäßigkeit der einzelnen Legislativvorschläge und deren konkreten Ausgestaltung an.

Sowohl in Fragen der Ursachenanalyse als auch der Zustimmungsfähigkeit zu den einzelnen vorgeschlagenen Instrumenten und Maßnahmen, weicht unsere Beurteilung an verschiedenen Stellen von der Sichtweise der Europäischen Kommission ab. Gleichwohl beurteilen wir das vorgeschlagene Maßgabenpaket insgesamt positiv und in mehrfacher Hinsicht durchaus geeignet das regulatorische Umfeld in Europa zu modernisieren und die den Kapitalmarkt in der EU damit zumindest ein Stück weit wettbewerbsfähiger zu machen.

Blick zurück nach vorn – bisherige Bemühungen um eine Integration des europäischen Kapitalmarkts

Das Bemühen um eine stärkere Integration und Vertiefung des europäischen Kapitalmarkts, in der Hoffnung hieraus Effizienzgewinne und darauf aufbauend eine stärkere Kapitalmarktaktivität verbunden mit positiven Wohlstandseffekte erzielen zu können, ist allerdings beileibe kein neues Vorhaben, sondern im Grunde ein kontinuierlicher Prozess der die Marktteilnehmer, (alte wie neu geschaffene) Regulierungsbehörden sowie die europäischen wie mitgliedstaatlichen Gesetzgebungsorgane seit mindestens einem viertel Jahrhundert mehr oder minder kontinuierlich beschäftigt.

Schon sehr früh bestand dabei weitgehender Konsens dahingehend, dass bei der Frage wie Effizienz und Attraktivität des europäischen Kapitalmarkts besser gefördert werden können, ein holistischer Ansatz, welcher einerseits die gesamte Wertschöpfungskette von Primär- und Sekundärmärkten (von der Emission über den Handel bis zur Abwicklung und Verwahrung) als auch die politischen, rechtlichen und nicht zuletzt steuerlichen Rahmenbedingungen berücksichtigt, geboten erscheint. Zudem besteht seit langem weitgehende Einigkeit darüber, dass nicht nur zwischen den Kapitalmarktakteuren selber, sondern auch zwischen Markt und Regulatorik (sei es auf mitgliedstaatlicher- in Form der „NCAs“ oder auf EU-Ebene in Form der „ESAs“) in vielfältiger Weise unweigerlich vielfältige Interdependenzen und Rückkopplungsprozesse bestehen.

In Erinnerung zu rufen sind hierbei insbesondere folgende Diskussionsbeiträge und legislative Vorhaben:

- die Ratsinitiative zum „*Financial-Services-Action-Plan*“ (FSAP) aus dem Jahre 1998 (Cardiff Meeting) mit Verabschiedung des FSAP in 1999,
- der *Steinherr/Lannoo (CEPS Task-Force) Report* aus dem Jahr 2000/2001 mit weitreichendem Einfluss auf den

- *Lamfalussy Bericht* von 2000/2001 (Final Report) (vierstufiges Gesetzgebungsverfahren mit Kompetenzzuweisung an die Aufsichts-/Verwaltungsbehörden zur – angestrebten – Beschleunigung des EU-Legislativprozesses, verstärkte Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden und unmittelbare Auswirkungen auf MiFID I, sowie die Prospekt-, Marktmissbrauchs- und Transparenzrichtlinie),
- die beiden *Giovannini Reports* aus den Jahren 2001 und 2003 (Betonung des die europäische Integration im Wertpapierbereich hemmenden Einflusses der fragmentierten Clearing & Settlement Infrastruktur, sog. „Giovannini Barriers“)
- der *Larosière Report* von 2009 (Kritik an der Effizienz nationaler Aufsichtsstrukturen führt zur Gründung der „ESAs“ und des European Systemic Risk Board),
- der *Liikanen Report* (Trennbankenvorschlag im Rahmen der „too big to fail“ Debatte) aus dem Jahre 2012 und schließlich
- die beiden *Capital Market Union (CMU) Action Plans* der Kommission von 2015 und 2020 (als Nachfolger des FSAP),

Die in den benannten Berichten und legislativen Initiativen gelieferten Analysen und Impulse lieferten die Anregungen und Blaupausen eines umfassenden, engmaschigen, kontinuierlichen und revolvierenden Prozesses europäischer Kapitalmarktgesetzgebung und -regulierung mit komplexen Kernelementen wie MiFID/MiFIR oder CSRD, der hier nicht weiter im Einzelnen weiter aufgezählt und dargestellt werden brauchen.

Mit anderen Worten arbeiten die europäischen Legislativ- und Aufsichtsinstitutionen in einem zunehmend schneller getakteten Prozess bereits seit Jahrzehnten daran, den europäischen Kapitalmarkt zu integrieren, seine Effizienz zu steigern und seine Attraktivität für europäische wie internationale Anleger zu erhöhen.

Die jüngsten Berichte, die sich mit der Struktur des europäischen Kapitalmarkts auseinandersetzen und zudem den erheblichen privaten wie öffentlichen Finanzierungsbedarf für die diversen drängenden Transformations- und Anpassungsprozesse sowie die Erhaltung bzw. Verbesserung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit herausstellen, zeigen jedoch auch, dass die bisherigen Bemühungen auf diesem Gebiet nur begrenzt erfolgreich waren und leiten daraus einen weiteren Reformbedarf ab; zu nennen sind hierbei:

- der *Letta Report* vom April 2024 (europäische „Fragmentierungsbarrieren“ in strategischen Bereichen wie Telekommunikation, Energie und Finanzen sowie 27 unterschiedliche mitgliedstaatliche Rechtsrahmen, Forderung nach einer „fünften europäischen Freiheit“ für Forschung, Innovation und Bildung, geschätzter Finanzierungsbedarf der grünen und digitalen Transformation in Höhe von 620 Mrd. EUR),

- der sehr umfangreiche *Draghi Report* vom September 2024 (Innovationslücke verursacht u.a. durch überbordende Bürokratie und Regulierung, sowie Marktfragmentierung, geschätzter Finanzierungsbedarf von für Reformen und Anpassungsmaßnahmen in Höhe von 750-800 Mrd. EUR) sowie
- der *Noyer/Kukies „FIVE“ Report*, vorgestellt im Januar 2026 (Konstatierung eines „Scale-Up Gaps“; als Gründe werden neben Marktfragmentierung, mitgliedersstaatliche uneinheitliche Rechtsrahmen, allgemeine rechtliche und bürokratische Hürden sowie eine vergleichsweise hohe „institutionelle Risikoaversion“ genannt).

Insbesondere der *Letta-* und der *Draghi-Report* dürfen als wesentliche Treiber des hier diskutierten Marktinfrastrukturpakets der EU-Kommission betrachtet werden, wobei der festgestellte enorme Finanzierungsbedarf als zusätzlicher, die Dringlichkeit des Reformvorhabens unterstützender Katalysator wirken mag.

Vor diesem Hintergrund bewerten wir die aus unserer Sicht besonders gewichtigen Aspekte des vorgelegten Marktinfrastrukturpakets und der darin enthaltenen Regelungsvorschläge wie folgt:

Umfang und zeitlicher Rahmen des Pakets

Das MISP umfasst Änderungen an 19 EU-Rechtsakten und betrifft nahezu alle Bereiche der Kapitalmarktregulierung – von Handelsplätzen über Zentralverwahrer bis hin zu Asset Management und Krypto-Dienstleistern. Die Komplexität dieses Vorhabens und die zahlreichen Interdependenzen zwischen den einzelnen Regelungsbereichen erschweren es gerade kleineren Stakeholder mit begrenzten Ressourcen in der zur Verfügung stehenden Zeit eine fundierte Analyse aller Auswirkungen vorzunehmen. Dies gilt insbesondere für die sich ergebenden Implikationen für kleinere und mittlere Marktteilnehmer, die in den bisherigen Impact Assessments unseres Erachtens nicht hinreichend berücksichtigt wurden. Unsere hier gegebenen Einschätzungen und Überlegungen haben insofern unweigerlich einen vorläufigen Charakter. Zudem beschränken wir uns im Wesentlichen auf Anmerkungen die welche den Bereich des Wertpapierhandels betreffen.

Die Europäische Kommission hat das MIS-Paket am 4. Dezember 2025 veröffentlicht – nur neun Monate nach der Ankündigung im Rahmen der SIU-Strategie im März 2025. Diese außergewöhnliche Geschwindigkeit bei einem derart umfassenden Regelungswerk wirft – bei aller Wertschätzung für den enormen Umfang der geleisteten Arbeit – zumindest die Frage auf, ob sämtliche Details und Folgewirkungen hierbei ausreichend durchdacht und gewürdigt werden konnten.

Überbewertung möglicher negativer Folgen einer vergleichsweise hohen Marktfragmentierung

Soweit die Kommission als Gründe für die mangelnde Attraktivität des europäischen Kapitalmarkts, in Anknüpfung an *Letta, Draghi* und nunmehr im Ansatz auch unterstützt von *Noyer* und *Kukies*, in erster Linie dessen Fragmentierung im Handels- und Nachhandelsbereich sowie divergierende Aufsichtspraktiken in den Mitgliedsstaaten ausmachen will, so vermögen wir dieser Analyse zumindest nicht umfänglich zu folgen.

Zum einen handelt es sich bei der Einsicht, dass der europäische Kapitalmarkt im Hinblick auf dessen Infrastruktur einen vergleichsweise hohen Fragmentierungsgrad aufweist und dass sich hieraus ggf. suboptimale wirtschaftliche Ergebnisse ergeben können, keinesfalls um eine neue Erkenntnis. Für den Nachhandelsbereich haben hierauf vor mehr als zwanzig Jahren bereits die beiden Giovannini Berichte mit Nachdruck hingewiesen und Politik wie Gesetzgebung haben hierauf durchaus reagiert. Zu nennen ist bspw. die Einführung von Target-2-Securities welches – bei Fortbestehen einer Vielzahl von europäischen Abwicklern und Zentralverwahren und obgleich es sich, wenn man so will um ein noch zu vollendendes Projekt handelt, gleichwohl zu einer erheblichen Vereinheitlichung und gesteigerter Effizienz beigetragen hat. Im Bereich des Risikomanagements hat zudem die Einführung – wiederum zahlreicher – Zentraler Gegenparteien („CCPs“) zu einer nicht unerheblichen „Risk-Mitigation“ geführt. Gleichwohl ist es aus unserer Sicht gerade der Nachhandelsbereich, in dem zusätzliche Effizienzsteigerungen durch verbesserte Interoperabilität möglich und wünschenswert erscheinen. Hier – und nicht in erster Linie auf der Handelsseite – sollte man ansetzen, wenn man den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel kostengünstiger und damit attraktiver machen möchte. Dies gilt gleichermaßen aus Sicht von institutionellen Investoren wie Retail Anlegern.

Soweit die hohe Zahl der verschiedenen Handels- bzw. Ausführungsplätze, die sich europaweit mittlerweile in einem mittleren dreistelligen Bereich bewegt, kritisiert wird, so sollte nicht vergessen werden, dass die starke Zunahme der Anzahl von Handelsplätzen im Zeitverlauf durch die europäische Regulierung selber maßgeblich mit beeinflusst wurde. Es sei daran erinnert, dass ein zentrales Element von MiFID I in einer „*abolition of the concentration-rule*“ bestand. – Ziel war es bekanntlich, die damals in zahlreichen Mitgliedsstaaten bestehende monopolartige Stellung der nationalen Börsen aufzubrechen und einen Wettbewerb börslicher und außerbörslicher Handelsplätze (durch die Schaffung der rechtlichen Grundlagen für MTFs, SIs und später OTFs neben den bestehenden RMs) zu etablieren.

Dass dieses regulatorische Konzept von MiFID I sich in der Praxis nicht nur als überaus erfolgreich erwies – und damit maßgeblich zu einer gesteigerten Attraktivität des europäischen Kapitalmarkts beigetragen hat – lässt sich auch daran ablesen, dass der damit einhergehende Strukturwandel im Wertpapierhandel in

nicht unerheblichem Umfang von in Europa tätigen ausländischen Marktteilnehmern aus Drittstaaten (zu nennen sind hierbei in erster Linie die US-amerikanischen Investmentbanken) mit getrieben wurde, auf deren Initiative die Gründung Zahlreicher neuer MTFs und SIs zurück geht.

Der hiesige Kapitalmarkt ist zudem dadurch gekennzeichnet, dass er – trotz einer historisch gewachsenen überaus starken Marktstellung der Deutschen Börse als Betreiberin der Frankfurter Wertpapierbörse eine mit anderen Mitgliedsstaaten vergleichbare Monopolstellung nie gegeben hat. Vielmehr ist die schon immer vergleichsweise starke „Fragmentierung“ in Form zahlreicher regionaler Börsenplätze letztendlich – zumindest auch – Ausdruck des verfassungsrechtlich garantierten Föderalismus (was sich im Übrigen auch in der Pluralität der länderspezifischen Börsenaufsichtsbehörden widerspiegelt).

Die seitens der Europäischen Kommission vertretene These, dass die in der Europäischen Union zu beobachtende hohe Marktfragmentierung mit mehr als 300 Handelsplätzen die Schaffung eines insoweit einheitlichen europäischen Kapitalmarkts im Wege stünde und mit erheblichen Nachteilen für Emittenten wie Investoren verbunden sei¹ widerspricht – zumindest was den Aktienmarkt betrifft – zudem eindeutig dem Bild, welches sich auf Grundlage von zahlreichen Experteninterviews im Rahmen einer von der Europäischen Kommission selbst in Auftrag gegebenen Begleit- bzw. Vorbereitungsstudie zum Marktinfrastrukturpaket zeichnet:

„Market fragmentation is a complex concept. In Europe, trading venues are fragmented because there are multiple venues for trading securities, including several venues with different trading models that trade the same security. But the answers received from our interviews with market participants from both the Sell and Buy sides were unanimous: the present “fragmented situation” works very well. It is not only extremely efficient. Still, it has encouraged the development of new trading technologies that have benefited the Buy side and investors in general.”²

Mit anderen Worten, die angestrebte Verbindung der nationalen Teilmärkte i.S.e. freien Flusses von Ersparnissen und Investitionsgeldern innerhalb der Europäischen Union,³ existiert zumindest in einem wichtigen Bereich (dem institutionellen Handel in liquiden Aktien) bereits heute und dies gerade wegen der Existenz

¹ So zumindest die in den von der Europäischen Kommission veröffentlichten „Questions and answers on the market integration package“ (im Folgenden „Q&As“) in Antwort auf Frage 2 und 10 vertretene Auffassung.

² European Commission, Study on consolidation and reducing fragmentation in trading and post-trading infrastructures in Europe, Final report, written by Bourse Consult and Civitta (im Folgenden „Bourse Consult/Civitta“, Brussels, September 2024, S. 51

³ Vgl. Q&As, Antwort auf Frage 7

zahlreicher Handels- und Ausführungsplätze mit unterschiedlichen Marktmodellen – mithin aufgrund von Fragmentierung (sic!). Auch dies wird in der oben bereits zitierten Studie eindrucksvoll beschrieben:

“The most liquid shares in Europe are traded in venues that are not the national RM. The Sell side explained in the interviews that they generally follow the same pattern when an order is received. They will first try to match the positions internally (they are generally SIs). Then, to complete the order, they will go to the different dark pools, and then, only at the end, if they still need some volume, they will go to the national RM. This pattern is known in the market as “the waterfall.”^{4 5}

Dabei wird der Zugang zu und die Interoperabilität zwischen verschiedenen Handelsplätzen innerhalb der EU durch die Existenz bestehender technologischer Netzwerke und dem Einsatz einheitlicher Industriestandards – insbesondere des FIX-Protokolls – gewährleistet. Integrationshemmnisse bestehen indes – wie bereits weiter oben erwähnt – weiterhin auf der Abwicklungsseite, wodurch der grenzüberschreitende Handel erschwert und verteuert wird.

Vor diesem Hintergrund halten wir auch die im Zusammenhang mit dem Marktinfrastrukturpaket und der Savings- and Investment-Union (SIU)⁶ im politischen Raum jüngst erhobene Forderung nach Schaffung einer wie auch immer gearteten und wo auch immer domizilierten, zentralisierten „Europabörse“ für verfehlt. Dies widerspräche dem durch die MiFID etablierten Grundgedanken eines Wettbewerbs der Handelsplätze, wäre mit der Gefahr einer monopolähnlichen Preisbildung für sämtliche durch eine solche Entität erhobenen Handels- und sonstigen Gebühren verbunden und würde aller Voraussicht nach keinen einzigen zusätzlichen Euro an Investitionskapital generieren, kein europäisches Start-Up an die Börse bringen und keine neuen Retail Anleger dazu motivieren ihre Ersparnisse zukünftig nicht mehr auf Bankkonten zu parken, sondern in Produktivkapital zu investieren.

Zusammenfassend lässt sich daher festhalten, dass zumindest im Handelsbereich die beobachtbare Marktfragmentierung *nicht* als maßgeblicher Grund für eine

⁴ Bourse Consult/Civitta, S. 54

⁵ Dabei übersehen wir nicht, dass sich aus der Aufteilung und der im Zeitverlauf zu beobachtenden Verschiebung von Marktanteilen zwischen verschiedenen Handelsformen („dark vs. Lit trading“, „contribution vs. Non-contribution to price discovery“ und der Konkurrenz zwischen RMs, MTFs, OTFs und SIs zahlreiche weitere auch regulatorisch relevante marktstrukturelle Fragen ergeben, die an dieser Stelle jedoch nicht weiter vertieft werden brauchen.

⁶ Hierbei handelt es sich um eine insbesondere durch Draghi popularisierte Begriffsschöpfung, die sich inhaltlich und konzeptionell kaum bzw. allenfalls in der Frage der Gewichtung einzelner Bestandteile von dem nach mehr als zehn Jahren mittlerweile etwas glanzlosen Begriff der Kapitalmarktunion (CMU) zu unterscheiden scheint.

vergleichsweise geringere Attraktivität des europäischen Kapitalmarkts verantwortlich gemacht werden kann.

Weitere Zentralisierung der Aufsichtskompetenz bei ESMA

Der Kommissionsvorschlag sieht vor, dass ESMA sehr viel stärker als bisher als unmittelbare, direkte Aufsichtsbehörde für „signifikante“⁷ Marktinfrastrukturbetreiber – Handelsplätze, Zentrale Gegenparteien (CCPs) und Zentralverwahrer (CSDs) – agieren soll. Interessanter Weise werden für die geplante Kompetenzübertragung – zumindest ausweislich der von Seiten der Kommission veröffentlichten – Q&As in erster Linie wirtschaftliche Gründe wie das Heben von Synergien, die Ausnutzung von Skalen-Effekten, geringere Transaktions- und Compliance-Kosten durch Vereinheitlichung der Aufsicht und die Sicherstellung von Markteffizienz und nur im Hinblick auf CCPs auch die Förderung der Finanzstabilität und bei CSDs eine angestrebte verbesserte Risk-Mitigation als Regulierungsgrund genannt.⁸

Damit wird u.E. suggeriert, dass eine Beaufsichtigung durch ESMA sowohl effizienter als auch effektiver (verbesserte Finanzstabilität und Risk-Mitigation) sein würde als dies bei der derzeitigen Beaufsichtigung durch die jeweiligen mitgliedstaatlichen NCAs der Fall ist – eine implizite Annahme, die uns zumindest nicht selbstevident erscheint. Zudem scheint die Kommission die Auffassung zu vertreten, dass das augenblickliche NCA-basierte Regime unzureichend sei und auch deshalb zusätzliche Investitionen am europäischen Kapitalmarkt unterblieben:

“If investors cannot trust the governance and enforcement of rules, they will be reluctant to invest.”⁹

Uns erscheint es indes umgekehrt nicht ohne weiteres plausibel, warum beispielsweise ein deutscher Investor ein größeres Vertrauen in eine im entfernten Paris domizilierte, überwiegend in englischer Sprache kommunizierende zentrale europäische Aufsichtsbehörde habe sollte als in seine lokale – im Falle Deutschlands zudem noch föderal strukturierte und insofern auf Landesebene operierende – Börsenaufsicht „vor Ort“.

Subsidiaritätsüberlegungen

Man ist insofern geneigt, die zumindest insinuierte Überlegenheit einer zentralisierten Aufsicht durch eine supranationale Behörde (ESMA) als Ver-

⁷ In der deutschsprachigen Diskussion wird an dieser Stelle zumeist der Begriff „bedeutsam“ verwendet. Da der Begriff „signifikant“ als Fremdwort im deutschen Sprachgebrauch jedoch durchaus geläufig ist, sich vergleichsweise häufig in wissenschaftlichen Texten und uns der Prädilationsbereich (im Englischen wie im Deutschen) vielfältiger und breiter zu sein scheint als der des Begriffs „bedeutsam“, haben wir uns an dieser Stelle für die Verwendung des Begriffs „signifikant“ entschieden.

⁸ Vgl. Q&As, Antwort auf die Fragen 10 ff. sowie 43

⁹ A&As, Antwort auf Frage 3

sich zu werten möglichen Vorwürfen einer Verletzung des Subsidiaritätsprinzips, wonach die Union nur tätig wird, wenn und soweit die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen auf Ebene der Mitgliedstaaten nicht ausreichend verwirklicht werden können (vgl. Artikel 5 Absatz 3 EUV) vorsorglich argumentativ entgegenzutreten. Dabei erscheint es in der Tat in besonderem Maße erklärungsbedürftig, warum eine seit vielen Jahren bewährte, dezentrale und gleichzeitig – gerade über ESMA – in hohem Maße kooperative Aufsichtsstruktur in doch erheblichem Umfang verändert werden soll.

Soweit die Kommission argumentiert, dass eine zentralisierte Aufsicht notwendig sei, um eine konsistente Anwendung der Regelungen sicherzustellen, so überzeugt uns dieses Argument nicht wirklich. Schließlich haben die bestehenden ESMA-Leitlinien, Technical Standards und Peer-Review-Mechanismen bereits zu einer erheblichen Konvergenz der Aufsichtspraktiken geführt. Sofern tatsächlich Probleme mit inkonsistenter Anwendung bestehen sollten, könnten diese zudem gezielt durch verstärkte Koordination und klarere Standards adressiert werden – hierfür bedürfte es u.E. indes keiner Verlagerung der unmittelbaren Aufsichtszuständigkeit auf eine europäische Ebene, auch wenn die Europäische Kommission dies abweichend beurteilen mag.¹⁰

Zudem ist gerade bei öffentlich-rechtlichen Strukturen, wie sie für die hiesigen Börsenaufsichtsbehörden kennzeichnend sind, eine besonders sorgfältige Subsidiaritätsprüfung geboten. Artikel 4 Absatz 2 EUV garantiert den Mitgliedstaaten ihre *"nationale Identität, die in ihren grundlegenden politischen und verfassungsmäßigen Strukturen"* zum Ausdruck kommt. Die föderale Staatsstruktur Deutschlands und die institutionellen Ausprägungen in denen sich diese manifestiert, sind zweifellos Teil dieser geschützten nationalen Identität.

Signifikanzkriterien und -schwellenwerte

Da gleichwohl realistischer Weise kaum zu erwarten ist, dass die vorgeschlagenen z.T. weitreichenden Neuregelungen letztendlich an Subsidiaritätsvorbehalten scheitern werden, erscheint es umso wichtiger, der Beschränkung der Zuweisung unmittelbarer Aufsichtskompetenz an ESMA auf „signifikante“ Marktinfrastrukturbetreiber besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Entsprechend kommt einer objektiven, transparenten, verhältnismäßigen und dem Proportionalitätsgrundsatz in besonderer Weise Rechnung tragenden Definition und Kalibrierung der anzuwendenden „Signifikanzkriterien“ besondere Bedeutung zu.

¹⁰ „The option of improving supervisory convergence while keeping supervision at national level was also discarded as it would not address the problems identified.“, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, EXECUTIVE SUMMARY OF THE IMPACT ASSESSMENT, Brussels, 4.12.2025, SWD(2025) 944 final, S. 2

Zu begrüßen ist hierbei zunächst die gleichzeitige Verwendung mehrdimensionaler Kriterien wie Geschäftsumfang („scale“), grenzüberschreitende Aktivitäten („cross-border activities“) und Verflechtungen („interconnectedness“).¹¹ Gleichwohl bestehen aus unserer Sicht noch erhebliche Unklarheiten hinsichtlich der praktischen Anwendung.

Obwohl Artikel 38fb Absatz 1 MiFIR neu quantitative Schwellenwerte von 5% des EU-Handelsvolumens bzw. 50% grenzüberschreitender Handelsaktivität festlegt (auf eine Betrachtung der Schwellenwerte für CCPs und CSDs wird an dieser Stelle unsererseits verzichtet), fehlen im Kommissionsvorschlag wesentliche methodische Klarstellungen, die für Rechtssicherheit unerlässlich wären:

Problematisch erscheint uns hierbei einerseits die vollständige Delegation der Spezifikation der Berechnungsmethodik an die Kommission (Artikel 38fb Absatz 7 lit. a MiFIR neu) und andererseits, dass Artikel 38fb Absatz 8 MiFIR neu die Kommission ermächtigt, die Schwellenwerte *„vor dem Hintergrund der Marktentwicklungen“* durch delegierte Rechtsakte zu ändern. Die Frage ab welchen Schwellenwerten ein Marktinfrastrukturbetreiber, in diesem Fall ein Handelsplatz, der unmittelbaren, zentralisierten, supranationalen Aufsicht durch ESMA unterstellt werden soll, erscheint uns dabei von solch doch erheblicher Tragweite, dass die Festlegung (und ggf. eine Änderung) von Signifikanzschwellenwerten allein dem europäischen Gesetzgeber vorbehalten bleiben sollte.

Nach unserem bisherigen Verständnis würde von den hiesigen Handelsplätzen allein Xetra und Eurex der Gruppe Deutsche Börse als per se „signifikant“ einzustufen sein. Dementsprechend würden die mehrheitlich zur Gruppe Deutsche Börse gehörenden Handelsplätze zukünftig wohl von Paris aus durch ESMA beaufsichtigt. Von einer solchen zwangsweisen Verlagerung der Aufsichtskompetenz auf europäische Ebene nicht erfasst wären – so zumindest unser bisheriges Verständnis – aufgrund eines nicht gegebenen Beherrschungsverhältnisses die Tradegate Exchange in Berlin, an denen die Deutsche Börse eine Beteiligung hält.¹² Die hessische Landesregierung hat bereits Mitte vergangenen Jahres – mithin lange vor Veröffentlichung des Entwurfs des Marktinfrastrukturpakets – ihre klar ablehnende Haltung zu einer möglichen Übertragung der Aufsichtszuständigkeit für die Gruppe Deutsche Börse

¹¹ A&As, Antwort auf Frage 43

¹² Zum Thema „Gruppensogwirkung“ und den sich aus der öffentlich-rechtlichen Struktur des hiesigen Börsenrechts ergebende Fragen nehmen wir weiter unten noch gesondert Stellung.

an ESMA öffentlich gemacht¹³ und wurde hierbei u.a. seitens der IHK-Frankfurt unterstützt.¹⁴ – Demgegenüber scheint sich die Gruppe Deutsche Börse selber zu dem Thema eher weitgehend bedeckt zu halten.

Ausdrücklich begrüßt werden dürfte die vorgeschlagene Zuweisung von Aufsichtskompetenz für „signifikante“ Handelsplätze an ESMA indes insbesondere von der Euronext Gruppe, die sich seit Jahren für eine Zentralisierung der Aufsicht stark macht.¹⁵ Da Euronext mittlerweile in sieben Mitgliedsstaaten als Börsen- und Handelsplatzbetreiber agiert, erscheint deren Wunsch nach einer regulatorischen „one-stop-shopping“ Möglichkeit nachvollziehbar. In einem solchen Fall erscheint es zudem plausibel, dass die Effizienzvorteile einer einheitlichen Aufsicht deren Nachteile, etwa in Form vergleichsweise geringerer – örtlichen wie fachlichen – Marktnähe, überwiegen können.

Aus Sicht des bwf bleibt es indes in hohem Maße fragwürdig, ob eine insoweit „erzwungene“ Zentralisierung von Aufsichtskompetenz auf europäischer Ebene dies gilt zumindest für den Handelsbereich – tatsächlich geboten und wünschenswert erscheint. Insbesondere können wir in diesem Bereich (Handelsplätze) keine regulatorischen Defizite der bisherigen mitgliedersstaatlich organisierten Aufsichtsstrukturen erkennen. Zudem zeigt die ebenfalls vorgesehene Schaffung des Rechtsinstituts eines „Pan-European Market Operators“ (PEMO), dass auch eine freiwillige Unterstellung unter die Aufsicht der ESMA – in diesem Fall für grenzüberschreitend agierende Gruppen von Handelsplatzbetreibern – unabhängig vom Überschreiten der Schwellenwerte für „signifikante“ Handelsplätze auf Basis eines freiwilligen „opt-in“ realisiert werden kann. Die Möglichkeit einer derart freiwilligen Unterstellung unter eine zentralisierte Aufsichtsbefugnis von ESMA ließe sich zudem auch beliebig auf andere Konstellationen ausweiten.

Es erscheint uns weiterhin keinesfalls sichergestellt, dass umgekehrt eine verpflichtende Unterstellung unter die Aufsichtskompetenz von ESMA in jedem Fall mit einer „Simplifizierung“ bzw. mit einem tatsächlichen Bürokratieabbau verbunden wäre. Dies erscheint uns bereits deshalb zweifelhaft, weil auch bei „signifikanten“ Handelsplätzen ein „arbeitsteiliges“ Verhältnis zwischen ESMA und den NCAs, die zukünftig als „National Surveillance Authorities“ (NSAs) weiterhin sekundierend – insbesondere im Bereich der Markt-Handelsüberwachung – tätig bleiben sollen, vorgesehen ist.

Aufgrund eines Nichterreichens der vorgesehenen Schwellenwerte von einer verbindlichen Verlagerung der Aufsichtskompetenz zu ESMA nicht betroffen

¹³ <https://staatskanzlei.hessen.de/presse/hessische-landesregierung-lehnt-zentralisierung-der-boersenaufsicht-ab>

¹⁴ <https://www.frankfurt-main.ihk.de/presse/pressemitteilungen2025/zentralisierungsplaene-der-eu-kommission-zur-boersenaufsicht-6840394>

¹⁵ Vgl. Euronext Memo, Breaking barriers: a blueprint for capital markets integration in the EU, July 2025, URL: <https://www.euronext.com/media/13796/download>

wären nach derzeitigem Kenntnisstand sämtliche hiesigen mittleren und kleineren regulierten Märkte und Handelsplätze, insbesondere in Form der sog. Regionalbörsen. Sicherzustellen, dass es dabei auch bleibt, erscheint uns von besonderer Bedeutung, da eine „Europäisierung“ der Aufsicht über diese Handelsplätze bereits aus Proportionalitäts- und Subsidiaritätserwägungen abzulehnen ist und klar unverhältnismäßig erschien.

Zentralisierte Aufsicht von Crypto-Asset Service Providern (CASPs)

Grundsätzlich positiv bewerten wir indes den Vorschlag eines insoweit einheitlichen und zentralen Aufsichtsrahmens für Crypto-Asset Service Provider (CASPs) zu schaffen. In diesen noch vergleichsweise jungen und sich überaus dynamisch entwickelnden Anlagebereich besteht insofern eine andere Ausgangslage als bei traditionellen Asset-Klassen mit über viele Jahrzehnte hinweg etablierten Aufsichtsstrukturen.

Erfreulicher Weise hat Deutschland bei der Schaffung eines Aufsichtsrahmens für den Handel und die Verwahrung von Krypto-Produkten im europäischen Bereich eine gewisse Vorreiterrolle eingenommen und bereits entsprechend Fachkompetenz aufgebaut. Gleichwohl erscheint es uns sinnvoll in diesem Bereich über einen einheitlichen europäischen Aufsichtsrahmen unter Leitung der ESMA nachzudenken, wobei nach geeigneten Wegen gesucht werden sollte, die in Deutschland bereits erworbenen Praxiserfahrungen entsprechend einzubinden. Für einen auf europäischer Ebene zentralisierten Aufsichtsrahmen spricht u.E. der starke globale Wettbewerb und wenn man so will, der diesen begleitende „regulatorische Wettlauf“, insbesondere mit dem US-amerikanischen Markt.

Geplante Lizenzierung von Pan-European Market Operators (PEMOs)

Der Vorschlag zur Schaffung des rechtlichen Status eines „Pan-European Market Operators“ (PEMO) würde die Möglichkeit begründen, auf Basis einer einzigen Lizenz, in sämtlichen Mitgliedsstaaten der Union (unter Einhaltung der jeweiligen mitgliedstaatlichen Vorschriften) zu betreiben. Das Konstrukt knüpft insofern an den Gedanken des bisher bereits für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen nach MiFID bestehenden „Passporting“ an. Im Gegensatz zu den bisher bestehenden Regeln für das Passporting von Wertpapierdienstleistungen, wonach die dieses Recht in Anspruch nehmenden Entität in erster Linie weiterhin der Aufsicht des Sitzlandes unterstellt bleiben, soll mit der Erteilung einer PEMO-Lizenz eine zentralisierte Aufsicht durch ESMA verbunden sein, wie sie auch für „signifikante“ Handelsplätze vorgesehen ist.

Wir können die Intention eines solchen Vorschlags durchaus nachvollziehen und vermögen hierin grundsätzlich auch positive Aspekte zu erkennen. Allgemein könnte dies zu einer weiteren deutlichen Erhöhung der Wettbewerbsintensität der Handelsplätze in Europa führen, wodurch sich ggf. auch zusätzliche Chancen

für hiesige Handelsplatzbetreiber – die ohnehin bereits in intensivem Wettbewerb zu ihren jeweiligen deutschen Konkurrenten stehen – ergeben.

Gleichwohl überrascht der Vorstoß insoweit, als er die mit Blick auf eine angestrebte stärkere Integration der europäischen Kapitalmärkte als (tatsächliches oder vermeintliches) Problem identifizierte Marktfragmentierung eher noch weiter vorantreiben dürfte.

Da die Erteilung einer PEMO-Lizenz mit dem Wechsel von der nationalen in eine supranationale Aufsicht durch ESMA einhergehen soll (denkbar wäre ja auch die Übertragung des für Wertpapierdienstleistungen nach MiFiD bereits heute geltende Konzept des „Home-Supervisors“), würde sich hierbei – wie bei der vorgeschlagenen Zentralisierung der Aufsicht für „signifikante“ Handelsplätze – die weiter unten diskutierte bedeutsame Frage der Kompatibilität mit den derzeit geltenden hiesigen börsenrechtlichen Rahmenbedingungen stellen.

Dies bedeutet insofern auch, dass ein Verzicht auf die verpflichtende Aufsicht „signifikanter“ Handelsplätze unter eine zentralisierte Aufsicht durch ESMA, das Problem der aufsichtsrechtlichen Kompatibilität des Marktstrukturpakets mit dem gewachsenen deutschen Börsenaufsichtsrecht nicht lösen würde, da die Erteilung einer PEMO-Lizenz, entweder für einen bisherigen (oder neu hinzukommenden) hiesigen Handelsplatzbetreiber, der zukünftig auch in einem anderen Mitgliedstaat tätig werden möchte oder für einen Handelsplatzbetreiber aus einem anderen Mitgliedsstaat, der in Deutschland einen weiteren Handelsplatz betreiben möchte zu, unweigerlich zu einer Kollision mit den hiesigen börsenrechtlichen (und in letzter Konsequenz aufgrund der Berührung des Föderalismusprinzips) auch verfassungsrechtlichen Kollisionen führen würde.

„Sogwirkung“ bei der Beaufsichtigung von Gruppen

Gem. Artikel 38fa Absatz 1 Nr. 1. MiFIR neu, soll ESMA die Aufsichtskompetenz in drei Fällen erhalten:

- a) für sämtliche „Pan-European Market Operators“ (PEMOs) – also auf „opt-in“ Basis für grenzüberschreitend tätige Gruppen von Handelsplatzbetreibern, unabhängig davon, ob die betriebenen Handelsplätze als „signifikant“ eingestuft werden,
- b) für Marktbetreiber, die mindestens einen „signifikanten“ Handelsplatz betreiben oder Teil derselben Gruppe mit einem Zentralverwahrer oder einer zentralen Gegenpartei sind, für die die ESMA gemäß der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 oder der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 die zuständige Behörde ist und schließlich
- c) für Wertpapierfirmen, die mindestens einen „signifikanten“ Handelsplatz betreiben oder Teil derselben Gruppe eines Zentralverwahrers oder einer zentralen Gegenpartei sind, für die die ESMA gemäß der Verordnung (EU)

Nr. 909/2014 oder der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 in Bezug auf den Betrieb von MTFs oder OTFs die zuständige Behörde ist.

Während die zentralisierte Beaufsichtigung durch ESMA als „PEMO“ insofern freiwillig erfolgt, als der Lizenzierung eine „opt-in“ Entscheidung zu Grunde liegt, entsteht bei Gruppen, die aufgrund des Vorhandenseins mindestens eines als „signifikant“ eingestuften Handelsplatzes oder eines durch ESMA beaufsichtigten Zentralverwahrers oder einer Zentralen Gegenpartei einen gruppenweite „Sogwirkung“, in deren Folge sämtliche gruppenzugehörigen Handelsplätze, unabhängig davon, ob diese für sich genommen als „signifikant“ einzustufen wären der Aufsicht durch ESMA unterliegen würden. – Zur Beurteilung dieses Vorschlags kommt es insofern entscheidend auf den anzuwendenden Gruppenbegriff an.

Mit Blick auf die Beaufsichtigung von Gruppen, zu denen mindestens ein „signifikanter“ Handelsplatz gehört spricht sich der bwf dafür aus, dass ein Automatismus der Übertragung der Aufsichtskompetenz an ESMA auf Gruppenebene allenfalls dann erfolgen soll, wenn durch den Betreiber des oder der „signifikanten“ Handelsplätze bzw. deren Muttergesellschaft ein beherrschender Einfluss im Sinne des europäischen Bilanzrechts (Artikel 22 Absatz 2 i.V.m. Erwägungsgrund 31 der Bilanzrichtlinie 2013/34/EU – Mehrheitsbeteiligung oder Vorliegen eines Beherrschungsvertrags) auf die für sich genommen nicht „signifikanten“ übrigen Handelsplätze ausgeübt wird. Demgegenüber würden Minderheitsbeteiligungen – selbst wenn es sich um „bedeutende Beteiligungen“ mit einer Zurechnung von mindestens 10% der Stimmrechte handelt, keine Beaufsichtigung durch ESMA auslösen.

Dies erscheint uns bereits deswegen geboten, um einer unnötigen, weil unverhältnismäßige Zentralisierung von Aufsichtskompetenz bei ESMA – was zwangsläufig mit einer Schwächung der mitgliedstaatlichen NCAs einherginge – entgegenzuwirken. Nach unserem bisherigen Verständnis orientiert sich die Gruppendefinition des Artikel 38fa MiFIR neu aufgrund des Verweises in Artikels 2 Absatz 1 Nr. 16c MiFIR neu auch an den Vorgaben der Bilanzrichtlinie und folgt insofern dem skizzierten „Beherrschungsprinzip“. – Umso wichtiger erscheint es uns im Ratsverhandlungen stets im Blick zu behalten, dass die beschriebene bilanzrechtliche Einschränkung der „Sogwirkung“ der Gruppenzugehörigkeit nicht aufgeweicht wird.

Zugang zu regulierten Märkten/geplantes „fast track“ der Zulassung von Handelsteilnehmern

Soweit gem. Artikel 2l i.V.m. Artikel 2x MiFIR neu zukünftig vorgesehen ist, dass bestimmte Nachweise für die Zulassung als Handelsteilnehmer an regulierten Märkten und MTFs nur einmal erbracht werden müssen und die formalen Zulassungsvoraussetzungen an einem oder mehreren weiteren Handelsplätzen anerkannt werden und die Zulassungsprozesse hierbei weitgehend digitalisiert werden sollen („fast track“), so ist dies im Sinne einer „Simplification“ bzw. eines allgemeinen Bürokratieabbaus grundsätzlich zu begrüßen.

Dies darf jedoch umgekehrt nicht dazu führen, dass durch eine nicht erstrebenswerte Nivellierung die Neutralität der MiFID und die dadurch ermöglichte Sicherstellung der Pluralität von Marktmodellen i.S.e. „investors‘ choice“ untergraben wird. Mit anderen Worten, die Hoheit über die konkrete Ausgestaltung von Marktmodellen, aus denen sich auch divergierende Zulassungsvoraussetzungen und -begrenzungen für Handelsteilnehmer ergeben können, muss auch weiterhin gewährleistet bleiben. Dies betrifft beispielsweise die Untersagung bestimmter Handelsformen, etwa des Hochfrequenzhandels¹⁶ oder die Zuweisung einer Market-Making Funktion an einzelne zugelassene Marktteilnehmer auf einer „ISIN-by-ISIN“ Basis, wie sie für zahlreiche hiesige Retail-Börsen kennzeichnend ist.¹⁷

Fehlende Kompatibilität einer teilweisen europäisierten Handelsplatzaufsicht mit der öffentlich-rechtlich und föderal verfassten hiesigen Börsenaufsicht

Eine verpflichtende (in Folge der Überschreitung von Signifikanzschwellen) oder freiwillige (bei Beantragung einer „PEMO“-Lizenz) Unterstellung unter eine supranationale Aufsichtsbehörde in Form der ESMA würde zwangsläufig mit der Grundkonzeption der hiesigen öffentlich-rechtlich und föderal verfassten Börsenaufsicht kollidieren.

Gemäß § 1 BörsG bedarf die Errichtung einer Börse der Genehmigung der zuständigen obersten Landesbehörde. Bereits an dieser Stelle erscheint uns in hohem Maße unklar, wie dieser „föderale Grundpfeiler“ des hiesigen Börsenrechts in Übereinstimmung mit der geplanten zukünftigen unionsweit geltenden „Generallicenz“ für sog. Pan-European Market Operators (PEMOs) gebracht werden könnte, auch wenn diese bei der Ausübung ihrer Tätigkeit jeweiliges mitgliedstaatliches Recht zu beachten haben.

Weiterhin weist § 3 BörsG die Börsenaufsicht ausdrücklich den Ländern zu. Diese wird durch die jeweilige oberste Landesbehörde wahrgenommen. Diese Zustän-

¹⁶ Auch MiFID II erkennt ausdrücklich an, dass Investoren ggf. Handelsmodelle präferieren, welche den Hochfrequenzhandel untersagen. Vgl. hierzu MiFID II, Erwägungsgrund 62 2. Absatz Satz 3: „Der Hochfrequenzhandel könnte auch wegen des Informationsvorteils, über den Hochfrequenzhändler verfügen, dazu führen, dass sich Anleger dafür entscheiden, Handelsgeschäfte an Handelsplätzen auszuführen, an denen sie eine Interaktion mit Hochfrequenzhändlern vermeiden können.“

¹⁷ Dabei handelt es sich indes keineswegs um ein ausschließlich in Deutschland anzutreffendes Handelsmodell; vielmehr ist das in der Literatur und im angelsächsischen Marktjargon zumeist als „designated Market-Making“ bezeichnete Grundprinzip, welches einem Handelsteilnehmer die alleinige Verantwortung zum Market-Making (und damit zur fortlaufenden Liquiditätsbereitstellung) in einer bestimmten Wertpapiergattung zuweist, seit vielen Jahrzehnten international verbreitet und etabliert. Das prominenteste Beispiel dürfte nach wie vor die New York Stock Exchange (NYSE) mit ihren (vormals als „Specialists“ bezeichneten) designated Market-Makern sein. Siehe hierzu auch: Evangelos Benos, Anne Wetherilt, The role of designated market makers in the new trading landscape, Bank of England Quarterly Bulletin 2012 Q4, S. 343 ff., URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2012/the-role-of-designated-market-makers-in-the-new-trading-landscape.pdf>

digkeitsverteilung ist nicht bloße Verwaltungspraxis, sondern Ausdruck des verfassungsrechtlich garantierten Föderalismus (Artikel 30, 83 ff. GG). Die Börsen selber wiederum sind gemäß § 2 Absatz 1 BörsG teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts. Für Börsen wie Börsenaufsichtsbehörden gilt das Verwaltungsrecht und Eingriffe der Aufsichtsbehörden in den Betrieb einer Börse finden in Form des Erlasses von Verwaltungsakten statt. Die Organe der Börsen, deren Geschäftsführungen, gewählten Börsenräte und Handelsüberwachungsstellen üben hierbei hoheitliche Funktionen aus und die hierzu erlassenen Regelwerke haben häufig den Charakter öffentlich-rechtlicher Satzungen.

Wie vor diesem Hintergrund ein aufsichtsrechtliches Primat, einschließlich unmittelbarer Eingriffsbefugnisse in den laufenden börslichen Geschäftsbetrieb einer supranationalen europäischen Behörde, wie ESMA, unter Vermeidung erheblicher „rechtlicher Kollateralschäden“ wirksam und rechtssicher etabliert werden könnte, erscheint uns bisher völlig unklar.

Dabei ist uns wohl bewusst, dass eine europäische Gesetzgebung im Zweifel selbst gegenüber mitgliedstaatlichem Verfassungsrecht höherrangig wäre. Gleichwohl kann ein „börsenrechtlicher Kahlschlag“ u.E. auch nicht im europäischen Interesse sein. Hier gilt es insofern – soweit bisher nicht ohnehin bereits geschehen – möglichst frühzeitig einen intensiven Fachdialog seitens BMF, BMJ, dem Bundesrat und den betroffenen Ministerien der Länder mit der Europäischen Kommission zu etablieren, um möglichst „minimalinvasive“ Lösungsansätze zu erarbeiten, die eine unnötige Beschädigung des hiesigen, über viele Jahrzehnte bewährten börsenrechtlichen Gefüges zu vermeiden.

In eine solche Diskussion sollten auch die klar unter den Signifikanzschwellen operierenden, und somit weiterhin allein der jeweils lokalen Börsenaufsicht unterfallenden, Regionalbörsen und alle betroffenen Stakeholder, insbesondere auch die betroffenen Marktteilnehmer und die diese vertretenden Verbände, möglichst zeitnah mit einbezogen werden, um eine, möglichst breite und tiefe Impact-Analyse zu ermöglichen und unerwünschte – wie aufgezeigt ggf. erhebliche, das hiesige Aufsichtsregime im „worst case“ in Frage stellende, unerwünschte Effekte einer weiteren europäischen Zentralisierung von Aufsichtsstrukturen insofern frühzeitig zu begegnen.

Vorgeschlagene Neu- bzw. Umstrukturierung der ESMA-Governance

Der vorgeschlagenen grundlegenden Neugestaltung der ESMA-Governance Struktur stehen wir hinsichtlich der mit einer Umsetzung verbundenen möglichen praktischen Schwierigkeiten derzeit noch ambivalent, mit Blick auf die gesetzgeberische Intention indes durchaus aufgeschlossen gegenüber.

Wir teilen insofern die Einschätzung, dass die bisherige starke Position des ESMA Board of Supervisors durchaus die Gefahr birgt, dass Kontroversen, die letztendlich politischer Natur sind den Aufsichtsprozess nicht unerheblich beeinflussen.

Insofern können wir dem Vorschlag, den internen Meinungs- und Entscheidungsfindungsprozess sowie die Gremienstruktur von ESMA zu überdenken durchaus etwas Positives abgewinnen.

Die Etablierung eines neuen „Executive Boards“, welches sich aus unabhängigen, in einem objektiven und transparenten Verfahren ausgewählten fachkompetenten Mitgliedern zusammensetzt zukünftig zentrale Verantwortung für den laufenden Aufsichtsprozess übernehmen würde, während das bisherige, mit Vertretern der NCAs der Mitgliedstaaten besetzte, Board of Supervisors dann vornehmlich über Fragen strategischer Natur zu befinden hätte, erscheint uns eine zumindest überlegenswerte strukturelle Neuausrichtung der ESMA-Governance darzustellen. Eine mögliche – auf der Hand liegende – Gefahr hierbei bestünde indes darin, dass der Auswahlprozess der Mitglieder dieses Executive Board entsprechend beeinflusst würde und sich damit die Ebene einer ungewollten politischen Einflussnahme lediglich verschieben würde.

Dem Vorschlag ESMA im Rahmen der Überarbeitung einen umfangreicheren „Werkzeugkasten“ zur Durchsetzung einer konsistenten unionsweiten Umsetzung europäischer Vorgaben zur Verfügung zu stellen, womit ggf. auch auf ungewollt entstehende Marktverwerfungen mit zeitweisen Aussetzung von als problematisch erkannten Vorschriften (Stichwort „No-Action Letters“) reagieren zu können, sehen wir ebenfalls prinzipiell positiv.

Insgesamt kritisch beurteilen wir demgegenüber eine mögliche Änderung der Finanzierungsstruktur, einschließlich der Möglichkeit, dass ESMA direkte Gebühren von den Beaufsichtigten Marktteilnehmern erheben könnte oder auch die zukünftige Möglichkeit der Verhängung/Festsetzung von Strafgeldern durch ESMA.

Änderungen im DLT-Pilot Regime

Die vorgeschlagenen Änderungen zum DLT Pilote Regime (Verordnung (EU) 2022/858) mit Blick auf den Handel, die Abwicklung und die Verwahrung von Blockchain-Finanzinstrumenten stellen durchwegs Verbesserungen dar und werden unsererseits umfänglich unterstützt. Dies auch deswegen, weil ohne weitere Erleichterung hinsichtlich des Zugangs zu und dem Angebot von Blockchain-basierten Finanzinstrumenten Europa riskieren würde, gegenüber anderen globalen Märkten, insbesondere gegenüber den USA, zurückzufallen.

Zu begrüßen sind in diesem Zusammenhang insbesondere die Ausweitung des Anwendungsbereichs auf sämtliche möglichen Finanzinstrumente, die signifikante Anhebung der Volumenobergrenzen, sowohl im Hinblick auf einzelne Instrumente als auch im Hinblick auf den aggregierten Marktwert wie auch die Entfristung von Lizenzen.

Da das DLT-Pilote Regime einen insofern eigenständigen und in sich geschlossenen Regulierungsbereich darstellt, die vorgeschlagenen Verbesserungen u.E. weitestgehend konsensual sein sollten und gleichzeitig aus den benannten Wettbe-

werbsgründen ein möglichst frühzeitiges in Kraft treten der Änderungen wünschenswert erscheint, könnte weiterhin erwogen werden, die diesbezüglichen Änderungsvorschläge aus dem Entwurf der „Master Regulation“ herauszulösen und in einem eigenen Dossier beschleunigt zu verabschieden.

Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Stellungnahme und stehen für etwaige Rückfragen, vertiefende Informationen und jedwede weiteren Abstimmungen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Michael H. Sterzenbach
Geschäftsführer

Dr. Thorsten Freihube
Direktor Marktpraxis &
Regulierungspolitik