

## Market Integration and Supervision Package

### Stellungnahme der Deutsche Börse Group

#### 1. Einleitung

Die Deutsche Börse Group („DBG“) bedankt sich beim Bundesministerium der Finanzen für die Gelegenheit zur schriftlichen Stellungnahme zum Market Integration and Supervision Package („MISP“) der EU. Die strukturelle Schwäche der EU-Kapitalmärkte belastet die Wachstumsperspektiven europäischer Unternehmen, den Wohlstand privater Haushalte und die Innovationskraft des digitalen Ökosystems Europas erheblich. Vor dem Hintergrund geopolitischer Verwerfungen und strukturell schwacher Kapitalmärkte ist die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit und Resilienz Europas eine zentrale Herausforderung. Der Druck, die Transformation der EU-Kapitalmärkte zu beschleunigen, nimmt zu, da die marktbasierende Finanzierung nicht mit der wirtschaftlichen Stärke der EU mithält (nur 10 % der globalen IPOs und aller Aktienemissionen finden in der EU statt, obwohl ihr Anteil am globalen BIP 18 % beträgt). Angesichts dieser Herausforderungen muss die EU ihre Anstrengungen für eine Spar- und Investitionsunion (SIU) intensivieren, die ihre strategische Autonomie stärkt und ihre globale Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellt.

Das MISP ist ein zentrales Element der SIU-Agenda, um die Kapitalmärkte zu vertiefen, Ersparnisse in produktive Investitionen umzulenken und die Finanzmarktinfrastruktur durch einen stärker integrierten Binnenmarkt für Handel, Clearing und Abwicklung sowie durch einen Ordnungsrahmen für neue Technologien wie Distributed-Ledger-Plattformen zu stärken. **Als in der EU führender Anbieter von Finanzmarktinfrastruktur mit integriertem Geschäftsmodell unterstützen wir das Ziel, die EU-Kapitalmärkte zu stärken und begrüßen den Vorschlag der EU-Kommission, der grenzüberschreitende Investitionen vereinfachen, Nachhandelsprozesse effizienter gestalten und Innovation beschleunigen soll.** Die nachfolgenden Empfehlungen zielen darauf ab, das Wachstumspotenzial eines integrierten Kapitalmarktes freizusetzen, bestimmte Schwächen in den Gesetzgebungsvorschlägen zu adressieren und die Fragmentierung der europäischen Finanzmärkte zu überwinden.

Aus unserer Sicht sind die die folgenden Themen besonders kritisch, um die Ziele der SIU zu erreichen:

- **Grundlegende Marktstrukturreform:** Eine ambitionierte Reform der Marktstrukturregelungen unter MiFID II/MiFIR ist unerlässlich, um die zunehmende Fragmentierung von Liquidität zu bekämpfen und eine transparente Preisbildung zu gewährleisten. Ohne eine solche Reform wird das MISP die grundlegenden strukturellen Defizite des europäischen Aktienmarktes nicht lösen können.
- **Wahl des Abwicklungsortes:** Wir unterstützen Marktteilnehmer bei der Wahl des Abwicklungsortes, sind jedoch besorgt über den Vorschlag für ein uneingeschränktes Recht, einen

Abwicklungsort zu benennen. Der aktuelle Vorschlag würde, anstatt die Integration der Kapitalmärkte zu fördern, neue Risiken für die Marktsicherheit und -stabilität mit sich bringen.

- **Open Access und CCP-Interoperabilität:** Wir begrüßen ausdrücklich die Entscheidung, börsengehandelte Derivate vom MiFIR-Open-Access-Regime auszunehmen, um Marktintegrität und Stabilität zu gewährleisten. Gleichzeitig äußern wir jedoch erhebliche Bedenken gegen die vorgeschlagenen Änderungen bezüglich der Interoperabilität von CCPs für außerbörslich gehandelte Derivate, da entsprechende Verknüpfungen neue Ansteckungskanäle schaffen, das Risikomanagement verkomplizieren, die Kosten für Marktteilnehmer steigern und die Liquidität fragmentieren.
- **Reform der Verordnung für Zentralverwahrer (Central Securities Depositories Regulation, CSDR):** Die DBG begrüßt die vorgeschlagenen Reformen der CSDR, gerade in Bezug auf „CSD-Hubs“ und die Maßnahmen, um die stärkere Nutzung des „T-2“ Systems (T2S) der europäischen Zentralbank zu fördern. Zugleich sollte sichergestellt werden, dass internationale Zentralverwahrer, welche Investitionen aus dem Ausland in der EU ermöglichen, gesondert betrachtet werden, um unbeabsichtigte Benachteiligungen zu vermeiden.
- **Modernisierung und Innovation:** Wir unterstützen die innovationsfreundliche Agenda der EU-Kommission. Um eine wirkungsvolle Modernisierung der Kapitalmärkte zu erreichen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern, sollte der Fokus auf der Modernisierung der existierenden Regelwerke liegen. Hierbei ist es entscheidend, dass neben MiFID/R und CSDR auch EMIR berücksichtigt wird.
- **Reform der Fonds-Regelungen:** Wir begrüßen die vorgeschlagenen Reformen der OGAW-Richtlinie, schlagen jedoch weitere Änderungen vor, um das Anlageuniversum zu modernisieren und existierende Hürden in Bezug auf zentrales Clearing abzubauen.
- **Aufsichtsreform:** Als beaufsichtigtes Unternehmen kommentieren wir grundsätzlich nicht die Struktur und die Aufgaben der für uns zuständigen Aufsichtsbehörden. Eine Reform der Aufsichtsregimes sollte sicherstellen, dass sie einen messbaren Mehrwert bietet und eine Minderung des Rechtsschutzes vermeidet.

Da Teile des MISP derzeit nur auf Englisch vorliegen, und da die erwarteten Verhandlungen auf EU-Ebene auch auf Englisch stattfinden werden, sind direkte Formulierungsvorschläge innerhalb unserer Konsultationsantwort auch auf Englisch verfasst. Die weitere Kommentierung orientiert sich an der Reihenfolge der Artikel in den jeweiligen Legislativvorschlägen.

## 2. Anmerkungen im Einzelnen

### 2.1 Vorschlag für eine Verordnung über die Weiterentwicklung der Integration und Aufsicht der Kapitalmärkte in der Union – Master-Verordnung

#### 2.1.01 Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 (ESMA VO, Artikel 1)

Als reguliertes Unternehmen kommentieren wir grundsätzlich nicht die Struktur und die Aufgaben der für uns zuständigen Aufsichtsbehörden. Ziel sollte jedoch immer sein, dass Aufsichtsstrukturen möglichst effizient organisiert sind und unnötige Doppelstrukturen und Bürokratie vermieden werden. Die jüngsten Phasen von Marktstress haben die Wirksamkeit der aktuellen Aufsichtsarchitektur unterstrichen, da sie keine größeren Aufsichtsversäumnisse offenbarten und die Finanzstabilität gewährleisteten. Eine Aufsichtsreform ergibt nur dann Sinn, wenn sie greifbare Vorteile für die Wettbewerbsfähigkeit statt zusätzlicher Belastungen bietet, zu einem kohärenten Ansatz in Aufsicht und Überwachung führt und ein Regime mit klar abgegrenzten Aufgaben und Verantwortlichkeiten etabliert.

Allerdings ist eine Aufsichtsreform kein Allheilmittel, um die globale Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit der EU zu steigern, und sie sollte nicht von dringenderen und vorrangigen Kapitalmarktreformen ablenken. Der aktuelle Vorschlag zur Reform der ESMA, im Zusammenhang mit dem Vorschlag, die Aufsicht für signifikante Handelsplätze, CCPs und CSDs zu zentralisieren, birgt das Risiko komplexer und kostenintensiver überlappender Aufsichtsebenen, die sich aus den vorgeschlagenen Kooperationsvereinbarungen zwischen ESMA und den nationalen Behörden ergeben. Zudem würde eine Anpassung an die vorgeschlagene Aufsichtsarchitektur erhebliche Ressourcen in den betroffenen Unternehmen binden. Eine Aufsichtsreform sollte nur in Betracht gezogen werden, wenn sie i) nicht zielführende Bürokratie abbaut und die Kommunikation und Entscheidungsfindung tatsächlich vereinfacht, ii) Innovation und Wettbewerbsfähigkeit fördert, iii) Aufsichts- und Überwachungsansätze harmonisiert, um gleiche Wettbewerbsbedingungen sicherzustellen, iv) klare Zuständigkeiten schafft und Proportionalität wahrt, v) die Rechtsetzung klar von der Aufsicht trennt, und vi) sichergestellt ist, dass sie zu keinen zusätzlichen Kosten führt.

Außerdem ist es aus unserer Sicht von zentraler Bedeutung, dass eine Reform der Aufsichtsstruktur den Rechtsschutz nicht beeinträchtigt. Hierzu merken wir an, dass die neuen Eingriffsbefugnisse in der MiFIR, EMIR, CSDR und ESMA-Verordnung nicht klar definiert sind, was erhebliche Rechtsunsicherheit schafft. So erlauben die Vorschläge der ESMA, unter unbestimmten Voraussetzungen und mit nicht präzisierten Rechtsfolgen „geeignete Maßnahmen“ zu ergreifen, wodurch die Schwelle für Eingriffe unangemessen niedrig angesetzt wird, und effektiver Rechtsschutz gefährdet ist. Die Einführung komplexer, mehrstufiger Verfahren zwischen ESMA und nationalen Behörden kann zudem zu Problemen beim Rechtsschutz führen, da nicht immer eindeutig ist, vor welchem Gericht bestimmte Verfahrensakte angefochten werden können und nationale Gerichte die Entscheidungen der ESMA nicht inhaltlich überprüfen dürfen. Um eine lückenlose gerichtliche Kontrolle zu gewährleisten, sollten ESMA-Entscheidungen in solchen Fällen lediglich als nicht-bindende Stellungnahmen ausgestaltet werden. Darüber hinaus weist das

Beschwerdeverfahren nach Artikel 60 ESMA-VO aus deutscher Sicht erhebliche Defizite auf, insbesondere durch das Fehlen eines gesetzlich verankerten Suspensiveffekts und die Delegation der Verfahrensordnung an das Board of Appeal, was Transparenz und Rechtssicherheit beeinträchtigt.

Für den Fall, dass das Aufsichtsregime überarbeitet wird, sollten diese Aspekte dringend adressieren und klare, verhältnismäßige Eingriffsbefugnisse sowie transparente und gerichtliche Kontrollmechanismen sichergestellt werden. Die Befugnisse der ESMA müssen somit um ein europäisches Verwaltungs- verfahrensrecht ergänzt werden, das die Einhaltung elementarer Rechtsschutzstandards gewährleistet.

### 2.1.02 Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (EMIR, Artikel 2)

Wir begrüßen ausdrücklich die Entscheidung der Kommission, die Ausnahme für börsengehandelte Derivate („exchange-traded derivatives“, „ETDs“) aus dem Geltungsbereich des MiFIR Open-Access-Regimes beizubehalten. Diese Entscheidung trägt den besonderen Merkmalen der ETD-Märkte Rechnung und stellt die Integrität, Stabilität und Innovationsfähigkeit der Handelsplätze sicher. ETD-Märkte unterscheiden sich strukturell von Märkten für übertragbare Wertpapiere – Innovation, Emission, Handel, Positionsführung und Risikomanagement sind hier untrennbar miteinander verbunden. Der weltweite Standard ist ein integriertes Handels- und Clearingmodell, das die Marktintegrität und Widerstandsfähigkeit sichert. Wahlmöglichkeiten im Handel und Clearing sollten Mehrwert schaffen, nicht aber den Markt fragmentieren oder die Kosten für Endkunden erhöhen. Zudem zeigen niedrige Gebührenniveaus an Handelsplätzen weltweit, dass der Wettbewerb auch ohne erzwungene Open-Access-Regeln funktioniert.

Das MISP schlägt allerdings Änderungen an den Open Access-Bestimmungen für OTC-Derivate und den Interoperabilitätsregeln für Derivate im Allgemeinen vor, obwohl hier die gleichen Bedenken wie bei ETDs gelten. Während wir Open Access dort unterstützen, wo er einen Mehrwert bringt – etwa bei Kassawertpapieren und Repo-Märkten, sollte ein Open-Access-Antrag nicht zu einer erzwungenen Interoperabilität zwischen CCPs führen.

Wir möchten folgende Bedenken in Bezug auf die Interoperabilität von CCPs hervorheben:

- **Direkte Ansteckungskanäle zwischen systemrelevanten FMIs:** CCPs sind darauf ausgelegt, als Brandschutzmauern im Finanzsystem zu fungieren, das Kontrahentenrisiko zu begrenzen und die Ausbreitung von Schocks auf den Gesamtmarkt zu verhindern. Interoperabilität schwächt diese Funktion, indem sie einen direkten Kanal schafft, über den sich Stress ausbreiten kann. Kommt es bei einer CCP zu einem Ausfall eines Mitglieds, einem Marginschock, operativen Problemen oder einem Liquiditätsengpass, können diese Belastungen auf die angebundene CCP übertragen werden. Anstatt systemische Störungen einzudämmen, besteht das Risiko, dass die Interoperabilität sie verstärkt, indem sie eine enge Kopplung zwischen kritischen, eigentlich unabhängigen Infrastrukturen schafft.
- **Zunehmende Komplexität und fragmentiertes Risikomanagement:** Die Interoperabilität zwischen CCPs führt zu erheblicher zusätzlicher Komplexität in den Risikomanagement-

Rahmenwerken. Jede CCP nutzt eigene genehmigte Marginsysteme und Sicherheitsvorgaben im Rahmen der bestehenden Regelwerke. Die Verknüpfung dieser Systeme kann jedoch zu Inkonsistenzen führen, welche die Transparenz und Wirksamkeit der individuellen Risikomanagementmaßnahmen jeder CCP beeinträchtigen. Dies gilt besonders für Derivate – einschließlich OTC-Derivaten –, die durch inhärente Komplexität aufgrund langer Laufzeiten gekennzeichnet sind. Anstatt also das System zu vereinfachen, führt Interoperabilität zu zusätzlichen operativen Risiken.

- **Herausforderungen beim Default-Management und der Abwicklung:** Das Handhaben von Ausfällen ist eine der komplexesten und zeitkritischsten Aufgaben einer CCP. Interoperabilität erfordert eine koordinierte, CCP-übergreifende Bearbeitung von Ausfällen, einschließlich Hedging, Portfolioauktionen und Verlustverteilung. Diese Koordination erhöht das operationelle Risiko erheblich und schafft Abhängigkeiten im ungünstigsten Moment. Sie erschwert zudem die Notfallplanung und Abwicklung, die darauf basiert, dass CCPs eigenständig agieren. Interoperable Verknüpfungen schaffen rechtliche und Entscheidungsabhängigkeiten, die eine geordnete Abwicklung verzögern oder beeinträchtigen können.
- **Das Onboarding- und Cross-Margining-Paradoxon:** Ein häufig genanntes Argument für Interoperabilität ist, dass Kunden durch die Vermeidung des Onboardings bei mehreren CCPs von Cross-Margining profitieren könnten. Effektives Cross-Margining erfordert jedoch eine Risikoidentifikation und Margenzuordnung auf Kundenebene, was nur dann möglich ist, wenn jeder Kunde bei allen beteiligten CCPs individuell registriert ist. Müssen Kunden jedoch ohnehin bei allen verbundenen CCPs einen Onboarding-Prozess durchlaufen, entfällt der vermeintliche Vorteil.
- **Kommerzielle Tragfähigkeit und Kostenfaktoren:** Die Einbindung einer zusätzlichen CCP in die Clearingkette bringt einen weiteren Intermediär hinzu und erhöht so die Clearingkosten – etwa für Konnektivität, Sicherheitenübertragungen, Kontostrukturen und operative Abstimmung. Um zwei CCPs zu verbinden, müssten diese gegenseitig als Clearingmitglieder fungieren, was zusätzliche, kostenintensive Besicherungen aufgrund regulatorischer Vorgaben nach sich zieht. Ferner wären erhebliche Investitionen in Technik, Risikomanagementsysteme, rechtliche Rahmenbedingungen, Tests und laufende Aufsichtsprozesse notwendig. Die zusätzlichen Sicherheiten und Aufwendungen müssten potenziell an die Teilnehmer weitergegeben werden, was zu höheren Kosten für Clearingmitglieder führt.
- **Auswirkungen auf die Liquidität:** Interoperabilität könnte Liquiditätspools fragmentieren, und eine Lockerung der Interoperabilitätsregeln für Derivate würde speziell die jüngsten Bemühungen zur Verlagerung systemrelevanter OTC-Geschäfte in die EU unterlaufen. Mit EMIR 3 reduziert die EU die Clearingabhängigkeit von Drittstaaten-CCPs und stärkt die Finanzstabilität, indem EU-Marktteilnehmer verpflichtet werden, für bestimmte Derivate Konten bei EU-basierten CCPs zu führen und zu nutzen. In diesem Kontext birgt die vorgeschlagene Reform das Risiko, neu geschaffene Liquiditätspools bei EU-CCPs zu fragmentieren. Eine Zersplitterung würde die Preisbildung erschweren und die Nettingeffizienz verringern, was die Kosten für Marktteilnehmer

erhöht. Um diese negativen Auswirkungen zu vermeiden, wurden ETDs explizit aus dem Geltungsbereich des MiFIR-Regimes herausgenommen.

Angesichts dieser Bedenken sollte der regulatorische Rahmen Interoperabilitätsrisiken angemessen adressieren und eine einheitliche Behandlung von Derivaten in den EU-Regelwerken sicherstellen. Insbesondere ist eine stärkere Unterscheidung zwischen Interoperabilität für Derivate- und für Kassamärkte erforderlich. Aufgrund ihrer inhärenten Komplexität verändert die Verbindung von CCPs für Derivate deren Risikoprofil grundlegend, fördert Ansteckungsrisiken zwischen CCPs und Clearingmitgliedern, beschränkt Liquidität und erhöht die operative Komplexität und die Kosten für den Gesamtmarkt. Zudem besteht bislang kein nennenswerter Bedarf an Interoperabilität bei Derivaten. Tatsächlich wurde die bislang einzige Verbindung im Jahr 2019 beendet, da die erwarteten Vorteile ausblieben und die nicht gelösten Risiken aus Sicht der lokalen Behörden überwogen. Wir sind daher der Ansicht, dass das EMIR-Interoperabilitätsregime auf übertragbare Wertpapiere und Geldmarktinstrumente beschränkt werden sollte, wie es bis zu den jüngsten Änderungen unter EMIR 3 der Fall war.

Wir empfehlen, den bisherigen Artikel 1 Absatz 3 der EMIR als Teil des MISP wieder einzufügen.

In Article 1, the following paragraph 3 is added:

‘3. Title V of this Regulation shall apply only to transferable securities and money-market instruments, as defined in point (18)(a) and (b) and point (19) of Article 4(1) of Directive 2004/39/EC.’

Folglich entfielen die Notwendigkeit eines Delegierten Rechtsaktes, der Anforderungen für CCPs zur angemessenen Steuerung der Risiken aus Interoperabilitätsvereinbarungen festlegt. Die entsprechende Regelung in Artikel 54 kann somit entfallen.

Article 54 is amended as follows:

(...)

(c) ~~in paragraph 5, the first subparagraph is replaced by the following:~~

~~ESMA, after consulting the members of the ESCB and the ESRB, shall develop draft regulatory standards to further specify the requirements for CCPs to adequately manage the risks arising from interoperability arrangements. For that purpose, ESMA shall assess whether the provisions included therein are appropriate in the case of interoperability arrangements covering all types of products or contracts, including derivative contracts and non-financial instruments.~~

Paragraph 5 is deleted.

Darüber hinaus schlägt das MISP im Rahmen des geänderten Artikels 54 EMIR vor, dass die Genehmigung für Interoperabilitätsvereinbarungen zwischen CCPs künftig von der ESMA und nicht mehr von der

nationalen zuständigen Behörde (NCA) erteilt werden soll, wie es derzeit der Fall ist. Da dies jedoch eine risikoorientierte Entscheidung ist, sind wir der Ansicht, dass die zuständige CCP-Aufsichtsbehörde, die mit dem Risikoprofil des CCP am besten vertraut ist, auch über die Erteilung einer Genehmigung entscheiden muss. Sollte, wie vorgeschlagen, die ESMA zur Aufsichtsbehörde für bedeutende CCPs werden, wäre die ESMA für die Genehmigung der Interoperabilität bedeutender CCPs zuständig. Ist die ESMA jedoch nicht die Aufsichtsbehörde eines CCP, sollte sie auch nicht für die Genehmigung einer Interoperabilitätsvereinbarung verantwortlich sein. In diesem Fall stellt das bestehende System, in dem die ESMA in den Prozess eingebunden ist und eine Stellungnahme abgeben kann, einen ausgewogenen Ansatz dar.

### **Änderungsvorschläge für die Artikel 7 und 8 EMIR**

Im Einklang mit den obigen Vorschlägen sollte die derzeit in Artikel 8 Absatz 4 EMIR enthaltene Einschränkung, dass ein Open-Access-Antrag für OTC-Derivate nicht zu Interoperabilität führen darf, beibehalten werden. Darüber hinaus beschränkt Artikel 8 Absatz 4 den Open Access auch dann, wenn er zu einer Fragmentierung der Liquidität führen würde. Angesichts des zentralen Ziels der SIU, die EU-Märkte liquider zu machen, muss diese Einschränkung beibehalten werden.

Article 8 (access to a trading venue) is replaced by the following:

‘(...)

4. The trading venue may deny a request for access only where such access would affect the smooth and orderly functioning of the markets, **in particular due to liquidity fragmentation**, or cause systemic risk, based on a comprehensive risk assessment subject to the conditions laid down in paragraph 7. **A request may be denied where such access would require interoperability.** (...)’

Im Einklang mit den vorgeschlagenen Änderungen zu Artikel 54 geben die MISP-Änderungen zu den Artikeln 7 und 8 EMIR der ESMA die Befugnis, die Ablehnung eines Zugangsbegehrens durch eine CCP oder einen Handelsplatz zu überstimmen. Wie bereits bei unserer Empfehlung zu Artikel 54 ausgeführt, sind wir der Ansicht, dass die Entscheidung darüber vom jeweiligen Aufseher des Handelsplatzes beziehungsweise der CCP getroffen werden sollte. Da ein Open-Access-Antrag erhebliche Auswirkungen auf das Risikoprofil einer CCP haben kann, zum Beispiel wenn dadurch neue Produkte gecleart werden, ist es nur folgerichtig, dass der zuständige Aufseher die Möglichkeit haben sollte, den Open Access-Antrag durchzusetzen. Zudem sollten auch die vorgeschlagenen Fristen überdacht werden, da Verbindungen mit einem gewissen technischen und operativen Aufwand verbunden sind. Gerade die vorgeschlagene einmonatige Umsetzungsfrist, die im Fall einer ESMA-Entscheidung gelten würde, reflektiert diesen Aufwand nicht.

### **Befugnisse der ESMA und Aushöhlung des Rechtsschutzes**

Wie schon in unseren Kommentaren zu den vorgeschlagenen Änderungen der ESMA-Regulierung ausgeführt, werfen die vorgeschlagenen Änderungen in EMIR erhebliche Fragen in Bezug auf einen wirksamen Rechtsschutz auf. Damit Behörden wie die ESMA ihre Aufgaben rechtsstaatlich ausüben können, müssen ihre Eingriffsbefugnisse klar definiert und verhältnismäßig ausgestaltet sein. Der aktuelle

Entwurf bleibt jedoch an mehreren Stellen vage: So wird etwa in Artikel 22c EMIR-E lediglich von den „notwendigen Befugnissen“ gesprochen, ohne zu erläutern, welche Maßnahmen dies konkret umfasst oder wer diese Befugnisse überhaupt überträgt. Auch die Voraussetzungen für vorübergehende Maßnahmen sind unklar formuliert – etwa wann ein möglicher Verstoß „wahrscheinlich“ ist oder welche Qualität von Beweisen verlangt wird. Solche Unbestimmtheiten erschweren es betroffenen Unternehmen, die Rechtmäßigkeit von Maßnahmen nachzuvollziehen oder sich wirksam dagegen zu wehren. Daher sollte im weiteren Gesetzgebungsverfahren sichergestellt werden, dass die Befugnisse der ESMA präzise gefasst und ihrem Zweck angemessen begrenzt werden.

### **Weitere Vorschläge zur Stärkung des europäischen Clearing-Ökosystems**

Es ist entscheidend, dass das Clearing-Ökosystem bei den Reformen des MISP nicht übergangen wird. EMIR wurde als Antwort auf die während der Finanzkrise 2008 offenbarten Schwächen in den OTC-Derivatemarkten eingeführt, insbesondere mangelnde Transparenz, hohe Gegenparteirisiken und unzureichende Aufsicht. Ziel war die Stärkung der Finanzstabilität durch Reduktion systemischer Risiken. Dies wurde durch strenge Anforderungen an CCPs, Clearingpflichten und umfassende Meldepflichten erreicht, wodurch die Marktinfrastruktur widerstandsfähiger wurde. CCPs bieten außerdem Mehrwert, indem sie Risiken senken und Effizienz schaffen. Es bleibt daher unerlässlich, einen stets aktuellen gesetzlichen Rahmen für das Clearing-Ökosystem zu bewahren.

Wie wir in unseren Kommentaren zum DLT-Pilotregime ausführen, halten wir es für kritisch, dass die Modernisierung der existierenden Regelwerke in Bezug auf DLT auch auf EMIR ausgeweitet wird (s. hierzu Kap. 2.1.05). Zusätzlich bietet die Anpassung der Fonds-Regulierung die Möglichkeit, existierende Barrieren in Bezug auf das Clearing von Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zu adressieren. Entsprechende Empfehlungen befinden sich in unseren Kommentaren zur OGAW-Richtlinie. Schließlich sollte das MISP genutzt werden, um das EMIR Porting-Regime zu stärken.

Im Rahmen der SIU würde ein effektives Porting-Regime nicht nur die Resilienz der EU-Finanzmärkte weiter erhöhen, sondern auch das Vertrauen der Clearingmitglieder und ihrer Kunden in das EU-Clearing-Ökosystem stärken und dadurch die Attraktivität einer Teilnahme am EU-Kapitalmarkt steigern. Gleichzeitig würde dies die bestehende Lücke gegenüber anderen Jurisdiktionen wie den USA schließen, in denen Porting mit höherer Wahrscheinlichkeit erfolgreich ist.

Client Porting ist entscheidend, um die Kontinuität von Kundenpositionen und Sicherheiten im Falle eines Ausfalls eines Clearingmitglieds sicherzustellen und somit die Marktstabilität zu erhalten, indem Spillover-Effekte in einem Ausfallszenario verhindert werden. Als Teil des Porting-Prozesses, werden Kundenpositionen eines ausgefallenen Clearingmitglieds auf ein anderes Clearingmitglied übertragen. Obwohl EMIR 3 Maßnahmen zur Verbesserung des EU-Porting-Regimes eingeführt hat, ist es für viele Kunden weiterhin höchst unwahrscheinlich, dass ihre Positionen und Sicherheiten erfolgreich auf einen anderen Clearingmitglieder übertragen werden. Das derzeitige Rahmenwerk beruht auf der freiwilligen Bereitschaft potenzieller Ersatz-Clearingmitglieder, Kunden zu übernehmen – eine Bereitschaft, die insbesondere in Stressphasen vermutlich nur beschränkt besteht. Während ein Porting-Erfolg niemals

garantiert werden kann, haben nur jene Kunden eine realistische Chance, ihre Positionen innerhalb der kurzen Porting-Frist zu übertragen, die sich intensiv auf ein Porting vorbereiten.

Trotz der existierenden Herausforderungen sind CCPs verpflichtet, für alle Kunden einen Porting-Versuch zu unternehmen, was das Risiko erhöht, dass Verluste das gesamte Clearing-Ökosystem betreffen. Im Kontext des MISP sollte das Porting-Regime daher weiter verbessert werden. Zusätzliche EMIR-Anpassungen sind hierfür notwendig. Insbesondere könnte die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Portings steigen, wenn CCPs direkt mit Kunden interagieren und Sicherheiten unmittelbar von diesen erhalten dürften. Dies würde ermöglichen, die Porting-Frist zu verlängern und damit die Chance zu erhöhen, ein Ersatz-Clearingmitglied zu finden. Zu diesem Zweck sollten CCPs im Porting-Kontext von Due-Diligence-Pflichten ausgenommen werden. Hierzu sollten die existierenden Erleichterungen, welche für Clearingmitglieder in Artikel 48 (8) EMIR enthalten sind, auf CCPs ausgeweitet werden.

Darüber hinaus sollten CCPs befugt werden, Informationen über Kundenportfolios und Sicherheiten mit möglichen Ersatz-Clearingmitgliedern zu teilen, um eine schnellere Identifizierung eines geeigneten Ersatzes zu ermöglichen. Gleichzeitig sollte EMIR Kunden erlauben, ex ante – also vor Eintritt eines Ausfalls – auf Porting zu verzichten. Angesichts der geringen Erfolgswahrscheinlichkeit eines Portings für unvorbereitete Kunden, insbesondere in einer Net Omnibus Segregated Account-Struktur (NOSA), könnte es für diese Kunden vorteilhafter sein, Positionen so effizient wie möglich zu schließen, anstatt auf eine zwangsweise Liquidation am Ende der Porting-Frist zu warten. Um dies zu ermöglichen, bräuchte es eine Reform des Artikels 48 EMIR, welcher in seiner jetzigen Form verlangt, dass der Portingprozess für alle Kunden gestartet wird.

Schließlich ist eine Klarstellung erforderlich, dass das Affiliate-Geschäft eines Clearingmitglieds als Eigengeschäft dieses CM behandelt werden soll. Aufgrund regulatorischer Unklarheiten müssen CCPs dieses Geschäft derzeit als Kundengeschäft behandeln und wären demnach verpflichtet, im Ausfallereignis ein Porting der entsprechenden Konten auszulösen. Es erscheint jedoch äußerst unwahrscheinlich, dass ein Clearingmitglied das Affiliate-Geschäft eines ausgefallenen Wettbewerbers übernehmen würde.

### **2.1.03 Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR, Artikel 3)**

Das MISP stellt eine wesentliche Chance dar, die strukturelle Schwäche der EU-Kapitalmärkte zu adressieren. Aktuell versäumen die darin enthaltenen Vorschläge jedoch, grundlegende Mängel in der Marktstruktur der EU zu beheben, und konzentrieren sich stattdessen auf infrastrukturbezogene Maßnahmen, bei denen die Themen bereits gut verstanden und Lösungen identifiziert wurden. Die Priorität sollte eine umfassende Neugestaltung der EU-Landschaft sein, um echte Transparenz, faire Wettbewerbsbedingungen und einen gestärkten Preisbildungsprozess zu gewährleisten.

#### **Konsolidierter Datenticker („Consolidated Tape“ („CT“))**

Die Deutsche Börse Group („DBG“) begrüßt das Bestreben der Europäischen Kommission, die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit der EU durch die Spar- und Investitionsunion („SIU“) zu stärken. Die bereits bestehenden vielfältigen Maßnahmen, einschließlich der kürzlichen Einführung des Anleihen-CT

und des Aktien-CT, sind ein wichtiger Beitrag zur SIU, der die standardisierte Markttransparenz insbesondere durch Handelsplätze für alle Anleger noch weiter erhöht. Privatanleger erhalten kostenlosen Echtzeitzugang zu EU-Aktien- und ETF-Daten, was das Ziel der SIU, mehr Spareinlagen von Privatanlegern in die produktive Finanzierung von EU-Unternehmen zu lenken, wesentlich unterstützt.

Das Aktien-CT, basierend auf der aktuellen, während der letzten MiFIR-Überprüfung vereinbarten Regulierung, sieht ein anonymisiertes europäisches bestes Geld- und Briefangebot (European Best Bid/Offer - EBBO) einschließlich Volumina sowie aggregierte Nachhandelsdaten vor. Das CT ist somit ein äußerst wertvolles Informationsinstrument und kann für vielfältige Anwendungsfälle außerhalb des Handels genutzt werden; allerdings ist es kein Instrument zur Handelsausführung.

Die kürzliche Auswahl von EuroCTP als Anbieters des Aktien-CTs war ein entscheidender Meilenstein für die EU, und der gemeinsame Fokus muss nun auf dessen erfolgreicher und zeitnaher Umsetzung sowie seinem zuverlässigen Betrieb ab dem zweiten Halbjahr 2026 für die folgenden fünf Jahre liegen. Als Joint-Venture-Partner des EuroCTP sind wir bestrebt, eine effektive Lösung zu liefern, die dem EU-Ökosystem und der breiteren Marktintegrität wirklich zugutekommt. In diesem Zusammenhang halten wir es für wichtig, zunächst das vereinbarte CT zu implementieren und dessen operative Realität wirksam zu bewerten, bevor legislative Änderungen am Design des Tapes vorgenommen werden. Dies würde wertvolle Erkenntnisse zur Effektivität der CTs ermöglichen, bzgl. der Art der Nutzung dieser Daten, der Auswirkung auf Beteiligte (wie Datenkontributoren, Datennutzern) sowie auf die Marktstruktur, um zukünftige Entscheidungen zu fundieren und unbeabsichtigte Marktverzerrungen zu verhindern.

Noch bevor das aktuelle Modell überhaupt betriebsbereit ist, schlägt die EU-Kommission als Teil des MISP jedoch bereits vor, den Anwendungsbereich des Aktien-CT zu erweitern, ohne Notwendigkeit und ohne eine umfassende, verlässliche Folgenabschätzung. Wir halten eine solche Erweiterung für verfrüht und riskant, insbesondere im aktuellen instabilen Umfeld, und empfehlen dringend, die Debatte nicht wiederzueröffnen. Der bestehende rechtliche Rahmen für ein EU-Aktien-CT entstand aus einem komplexen und sorgfältig ausgehandelten Kompromiss.

Falls kurzfristige Änderungen dennoch in Betracht gezogen werden, sollte jegliche potenzielle Weiterentwicklung des CT auf einer fundierten, datengestützten Ex-ante-Folgenabschätzung des Live-Tapes erfolgen. Änderungen an Umfang und Gestalt des CT, wie die Anforderungen für die 5 besten Geld- und Briefangebote (Artikel 2(36b)(i) MiFIR) und der Marktidentifikationscode für Vorhandelsdaten (Artikel 2(36b)(v) MiFIR), könnten bestehende Marktstrukturen verschärfen (siehe unten Thema „Marktstruktur“), den bilateralen Handel weiter verstärken, latenzgetriebene Arbitragerisiken erhöhen und das Aktien-CT in ein Quasi-Handelsinstrument verwandeln, mit negativen Nebeneffekten für Anleger, Emittenten, Primärmärkte und Handelsplätze sowie den gesamten Markt zu einem kritischen Zeitpunkt.

Folglich kann eine Diskussion über die Ausweitung der Vorhandelstransparenz durch das CT nicht isoliert stattfinden. Um den Anwendungsbereich des Aktien-CT weiter zu erhöhen, sollte der regulatorische Rahmen des CT-Anbieters überdacht werden; dies bezieht sich insbesondere auf

- die Bedingungen und Modalitäten einer fairen Umsatzbeteiligung für die beitragenden Handelsplätze durch den CT-Anbieter (dies entspricht zudem dem Grundgedanken einer angemessenen Entschädigung für Datenzulieferer zur Etablierung einer fairen Datenökonomie in der EU unter der Digitalen Agenda);
- eine klare Begrenzung der Nutzung von zugelieferten Daten durch den CTP ausschließlich auf regulatorische Zwecke; eine eventuell weitergehende Nutzung durch den CT-Anbieter sollte – wenn überhaupt – sollte zu marktüblichen Bedingungen erfolgen;
- Maßnahmen zur Vermeidung schädlicher Arbitrage bestimmter Handelsteilnehmer auf Kosten der Anleger, und
- eine angemessene und umfassende Reform der zugrunde liegenden Marktstruktur, um die anhaltenden Marktverzerrungen zwischen hochtransparenten öffentlichen Börsen und intransparenten bilateralen Ausführungsplätzen, insbesondere Systematischen Internalisierern (SIs), die weder zur Preisbildung noch zu einem vollständigen Bild der Liquidität in der EU beitragen, zu beseitigen.

Wir befürworten daher folgende Überlegungen:

1. Bevorzugte Option: Den Datenumfang für das Aktien-CT unverändert beibehalten und die Änderungen an Artikel 2 (36b) MiFIR und Artikel 52 Absatz 14 MiFIR ablehnen.

Die Kommission hat keine Argumente für eine Erweiterung des Datenumfangs für Aktien auf dem CTP vorgelegt. Wir sind vielmehr der Auffassung, dass eine Erweiterung des Datenumfangs kontraproduktiv ist und dem Ziel einer Verbesserung der Transparenz zuwiderläuft:

- Eine Orderbuchtiefe über die 5 besten Geld- und Briefangebote (Level 5-Daten) sind zur Identifikation von tatsächlicher Marktliquidität nicht erforderlich. Das vom CT in Echtzeit ausgewiesene Nachhandelsvolumen stellt während der Handelszeiten dar, wie viel Liquidität der Markt über konkrete Geschäftsabschlüsse tatsächlich zur Verfügung gestellt hat, nicht wie viel er nur angezeigt hat. Eine angezeigte Orderbuchtiefe (Level 5-Daten) spiegelt möglicherweise nicht die tatsächlich ausführbare Liquidität wider, bspw. aufgrund von umfänglichen Auftragsstornierungen, sobald auf einem anderen Markt ausgeführt wurde.
- Einseitige Transparenzanforderungen wie etwa Level 5 Daten nur für Handelsplätze verzerren die Wettbewerbsbedingungen erheblich und gefährden die faire Orderausführung.
- Darüber hinaus stellen Level 5-Daten in der Nutzung eine Überforderung für Privatanleger dar, da der Bildschirm mit schnell wechselnden („flackernden“) Orders überfüllt wird. Dies schafft eher Verwirrung als Einsicht. Privatanleger benötigen diesen Detaillierungsgrad nicht, da das EBBO bereits den Zugang zu den besten verfügbaren Preisen und einer ausreichenden angezeigten Größe für typische Ordergrößen von Privatanlegern garantiert.

- MIC-Code-Zuordnung: Das Auftreten und die Auswirkungen latenzbedingt veralteter Aufträge sind gut dokumentiert. Empirische Arbeiten zeigen, dass aufgrund der geographischen Entfernung zwischen Handelsplätzen und Datenzentren in Europa Referenzpreise häufig veraltet sind. Schnellere Teilnehmer können mit hohen Erfolgsquoten gegen veraltete Kurse handeln. Dies gilt ebenso für ein CTP EBBO: Wenn das EBBO einem besten Kurs einen MIC zuordnet, kann diese Zuweisung systematisch hinter dem Live-Zustand des Handelsplatzes zurückbleiben, insbesondere bei volatilen Instrumenten, was zu einer konsistenten Verzerrung (und Möglichkeiten für Latenzarbitrage gegen Tape-Nutzer) führt. Darüber hinaus kann es auch zu einer systematisch fehlerhaften Identifizierung des vermeintlich attraktivsten Marktes auf dem CTP führen.
2. Zweitbeste Option: Sicherstellen, dass jede Änderung der aktuellen Regulierung auf einer unabhängigen und gründlichen Ex-ante-Folgenabschätzung durch die ESMA basiert, die auch die Auswirkungen des CTP auf die Datenlieferanten berücksichtigt, um sicherzustellen, dass die Regulierung sowohl unvoreingenommen, vernünftig als auch wirksam bleibt. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte Artikel 2 (36b) MiFIR gestrichen und die folgenden Änderungen an Artikel 52 (a) Absatz 14 MiFIR in Betracht gezogen werden.

Änderungsvorschlag für Artikel 52 Paragraph 14 MiFIR:

(a) paragraph 14 is replaced by the following:

**‘14. Before considering any changes to the scope of data to be mandatorily contributed to the Consolidated Tape Provider, ESMA shall conduct a comprehensive and objective impact assessment.** By 30 June 2028, ESMA, ~~in close cooperation with the expert stakeholder group established pursuant to Article 22b(2)~~, shall assess the market demand **impact, together with an independent and neutral consultancy, affected market participants and including all data contributors for the consolidated tape for shares and ETFs, the impact** of that consolidated tape on the functioning, attractiveness and international competitiveness of Union markets and firms, and whether the consolidated tape has delivered on its aim to decrease information asymmetries between market participants in **a positive and measurable way** and to make the Union a more attractive location to invest. **Such assessment shall be based on facts, and use the current CTPs data and expertise, and at least include: (i) an evaluation of the technical feasibility and latency implications arising from the transmission and consolidation of additional pre and post trade data; (ii) a quantification of the incremental infrastructure, data quality and operational costs to trading venues; and (iii) an analysis of the effects on market quality, including the stability of displayed liquidity, the accuracy and timeliness of consolidated outputs, and the risk of disseminating stale or misleading information to market participants, (iv) the impact on the Union in case of single sided transparency requirements, (v) the impact on market structure and consequential adaptations needed to adapt to a new situation, (vii) the impact on the attractiveness of the markets for IPOs within the Union, and (vi) any changes to a fair compensation of data contributors. ESMA shall further ensure that proposed measures adhere to the principles of proportionality and competitive neutrality, safeguard the integrity**

**of price formation, and demonstrably enhance investor outcomes without imposing unnecessary complexity or operational burden on contributing entities. Active dialogue with contributing entities to ensure operational feasibility aligns with regulatory intent.** ESMA shall report to the Commission on the appropriateness of adding additional features to the consolidated tape. On the basis of that report, the Commission shall submit, where appropriate, a legislative proposal to the European Parliament and the Council.’;

Abschließend werden Schlussauktionen von sämtlichen Marktteilnehmern als effiziente und zentrale Handelsphase des Börsentages anerkannt. Sie zeichnen sich durch wesentliche Eigenschaften wie ein hohes Maß an Transparenz, die Beteiligung unterschiedlicher Anlegergruppen sowie eine ausgeprägte Liquidität aus. Ihr wachsender Marktanteil in den letzten Jahren und die Tatsache, dass alternative Mechanismen wie Trade-at-Close an Börsen, Vor-Auktions-Volumenabgleichsmodelle oder Broker-Dealer-Nach-Schluss-Mechanismen – die alle auf dem Schlussauktionspreis basieren – zeigen sowohl ihre allgemeine Akzeptanz bei den Marktteilnehmern als auch die Wichtigkeit eines einheitlichen Referenzpreises am Ende des Tages, um das Schließen von Positionen, Rücknahmen und die Erfüllung der besten Ausführung (Best Execution) zu ermöglichen. Die Einführung eines unerwünschten und künstlichen Wettbewerbs in diesem Segment ist sehr gefährlich: Die Berechnung eines volumengewichteten Schlusskurses (volume-weighted closing price) birgt das Risiko, sowohl die Liquidität als auch die Preisfindung zum Handelsschluss aufzuspalten. Im Falle einer Verzerrung zwischen dem Schlussauktionspreis am Primärmarkt und dem VWCP kann die beste Ausführung (Best Execution) nicht erfüllt werden, insbesondere wenn der VWCP zu einer Benchmark wird, die ohnehin nicht gehandelt werden kann (der VWCP ist künstlich). Im Falle eines Ausfalls würde der VWCP auch die ESMA-Grundsätze ignorieren, nach denen ein Primärmarkt seine Schlussauktion verschieben kann (vgl. ESMA-Abschlussbericht zu Marktausfällen, ESMA70-156-6458).

### **Die strukturellen Mängel des EU-Aktienmarktes**

Obwohl die Harmonisierung der Regeln für Handelsplätze ein willkommener Schritt ist, gehen die aktuellen Vorschläge nicht auf das grundlegende und wachsende Ungleichgewicht in der europäischen Aktienmarktstruktur ein. Der Aufstieg bilateraler, weniger transparenter Handelsmodelle, insbesondere von Systematischen Internalisierern (SI), auf Kosten von transparenten multilateralen Handelsplätzen untergräbt das Fundament unserer Kapitalmärkte. Dieser Trend, angetrieben durch ungleiche regulatorische Wettbewerbsbedingungen, inklusive sehr ungleicher Transparenzanforderungen, geht auf Kosten der langfristigen Marktqualität, Effizienz und Fairness. Er schwächt die Preisfindung, auf die sich Emittenten verlassen, erhöht die Kosten für Anleger durch größere Spreads und Informationsasymmetrien und schadet letztlich der globalen Wettbewerbsfähigkeit der EU, indem er Anreize setzt, Börsengänge in anderen Jurisdiktionen anzustreben.

Das CT wird nur so gut sein wie der Markt, den es widerspiegelt. Ein Bild eines fragmentierten und intransparenten Marktes wird das zugrunde liegende Problem nicht von allein lösen. Dies erfordert die Stärkung der Liquidität an transparenten, multilateralen Handelsplätzen, wo eine vielfältige Mischung von Teilnehmern zu einer robusten Preisfindung beiträgt. Unsere wichtigsten Empfehlungen sind daher wie folgt.

Der MiFID-II-Rahmen schuf ein attraktives Regime für SIs, das durch begrenzte Transparenz, unterschiedliche Preisregeln und eine leichtere regulatorische Aufsicht im Vergleich zu öffentlichen Börsen gekennzeichnet ist. Die wichtigsten Auswirkungen sind:

- **Fragmentierung und Intransparenz:** Ein erheblicher Teil des Aktienhandels wird nun bilateral abgewickelt. Diese Aktivität ist schwer zu identifizieren, da SIs oft unter einer einzigen Kennung (SINT) zusammengefasst werden und die Qualität der Nachhandelsdaten schlecht ist. Vorhandelsquotierungen von SIs sind unzuverlässig, da es ihnen gestattet ist, zu Preisen auszuführen, die von ihren öffentlichen Kursen abweichen (vgl. Artikel 15(2) MiFIR).
- **Ein ungleiches und unfaires Marktumfeld:** Bilaterale Modelle sind kurzfristig von Natur aus billiger, da sie nicht-informierten Handel internalisieren, auf transparenten Handelsplätzen entdeckte Preise importieren und nicht denselben Beschränkungen unterliegen (z.B. Tick-Größe). Diese „Trittbrettfahrer“-Dynamik erzeugt einen Teufelskreis: Je mehr Handelsvolumen von den transparenten Märkten abgezogen wird, desto schwächer wird der Preisbildungsprozess, die Spreads weiten sich aus und die Toxizität in den öffentlichen Orderbüchern nimmt zu, was transparente Handelsplätze noch unattraktiver macht.

### Die langfristigen wirtschaftlichen Folgen

Die Bevorzugung bilateraler Modelle folgt einer kurzfristigen Perspektive mit tiefgreifenden und nachteiligen langfristigen Auswirkungen auf die EU-Wirtschaft:

- **Beeinträchtigte Preisbildung:** Effiziente Preise werden durch die Interaktion einer vielfältigen Mischung von sogenannten “informierten” und “nicht-informierten” Investoren in einem zentralen Orderbuch gebildet. Die Trennung des nicht-informierten Handels von transparenten Märkten schädigt diesen Prozess und führt zu weniger effizienten Preisen für alle und erhöht die Toxizität an primären transparenten und multilateralen Börsen.
- **Geschädigte globale Wettbewerbsfähigkeit:** Die EU verliert gegenüber den USA an Boden, deren tiefe und transparente Sekundärmärkte sowohl Privatanleger als auch internationale Unternehmen anziehen. Europäische Emittenten entscheiden sich zunehmend für ein Listing oder Re-Listing in den USA, um Zugang zu diesem tiefen Liquiditätspool zu erhalten. Diese direkte Verbindung zwischen der Qualität der Sekundärmärkte und der Lebendigkeit der Primärmärkte darf nicht ignoriert werden. Der Erfolg der SIU, die Finanzierung von Renten und die Fähigkeit der EU, Börsengänge (IPOs) anzuziehen, stehen auf dem Spiel.

### Empfehlungen für eine ausgewogene und wettbewerbsfähige Marktstruktur

Ein integrierter und effizienter Markt setzt voraus, dass für alle relevanten Ausführungsplätze ein ausgewogenes Wettbewerbsumfeld geschaffen wird. Darüber hinaus sollte dem transparenten, multilateralen Handel Vorrang eingeräumt werden. Um zu verhindern, dass die europäischen Aktienmärkte so fragmentiert und intransparent wie die Devisenmärkte werden und um Unternehmen zu motivieren, an

die Börse zu gehen und in der EU zu bleiben, halten wir folgende Änderungen für sinnvoll und erforderlich, um die Marktqualität, eine faire Transparenz und den Anlegerschutz zu verbessern:

### **Sinnvolle Preisverbesserung für Systematische Internalisierer (SIs)**

SIs waren ursprünglich dazu gedacht, Liquidität bereitzustellen, indem sie Aufträge gegen ihr eigenes Buch ausführen, und den Handel großer Volumina zu ermöglichen. Allerdings zeigt sich, dass SIs Aufträge mit kleinen Volumina zum vorherrschenden Marktpreis gegeneinander ausführen, ohne selbst zur Preisbildung beizutragen. Um die bilaterale Natur der SI-Ausführung zu rechtfertigen und die beste Ausführung für Kunden zu gewährleisten, müssen SIs eine sinnvolle Preisverbesserung bieten. Wir schlagen eine obligatorische Verbesserung von mindestens einer Tick-Größe im Vergleich zum Primary Best Bid and Offer (PBBO) vor.

Änderungsvorschlag für Artikel 15 MiFIR

Amend paragraph 3 or insert new paragraph:

*"Systematic internalisers shall execute transactions at prices that include a minimum price improvement of at least one tick compared to the best bid and offer of the most relevant market in terms of liquidity, in accordance with Article 49 of Directive 2014/65/EU."*

### **Identifizierung und Kennzeichnung von SIs in Nachhandelsdaten**

Um die Markttransparenz zu verbessern und es Anlegern zu ermöglichen, zwischen adressierbarer Liquidität an multilateralen Handelsplätzen und bilateraler SI-Ausführung zu unterscheiden, müssen SIs in Nachhandelsberichten auch auf dem CT mit einem eindeutigen Market Identifier Code (MIC) identifiziert werden. Derzeit sind SI-Geschäfte schwer von anderen OTC-Aktivitäten zu unterscheiden oder nicht ausreichend granular.

Änderungsvorschlag für Artikel 20 MiFIR

Article 20 (Post-trade disclosure by investment firms...)

Paragraph 1

"Investment firms which, either on their own account or on behalf of clients, conclude transactions in shares, depositary receipts, ETFs, certificates and other similar financial instruments **traded on a trading venue** shall make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. **Where the transaction is concluded by a Systematic Internaliser, the information made public shall include an identifier of the same nature as the one used by trading venues the execution venue as a Systematic Internaliser (e.g. MIC).**"

[...]

## Paragraph 2

The information which is made public in accordance with paragraph 1 of this Article and the time-limits within which it is published shall comply with the requirements adopted pursuant to Article 6, including the regulatory technical standards adopted in accordance with Article 7(2)(a). Where the measures adopted pursuant to Article 7 provide for deferred publication for certain categories of transaction in shares, depositary receipts, ETFs, certificates and other similar financial instruments traded on a trading venue, that possibility shall also apply to those transactions when undertaken outside trading venues.

**In the case of systematic internalisers, specific post-trade transparency information shall be required to be made public and in particular, the identifier of the execution venue should be published with an appropriate time deferral.**

## Paragraph 3

ESMA shall develop draft regulatory technical standards to specify the following:

(a) identifiers for the different types of transactions published under this Article, distinguishing between those determined by factors linked primarily to the valuation of the financial instruments and those determined by other factors;

(b) the application of the obligation under paragraph 1 to transactions involving the use of those financial instruments for collateral, lending or other purposes where the exchange of financial instruments is determined by factors other than the current market valuation of the financial instrument.

**(c) the additional post-trade transparency information required for transactions executed by a systematic internalizer as referred to in Article 2, including a specific flag to identify transaction executed by a systematic internalizer, ensuring these are distinct from over-the-counter transactions**

### **Weiterleitung kleiner Aufträge an transparente Multilaterale Handelsplätze**

Die derzeitige Handelspflicht führt dazu, dass ein Großteil des gehandelten Volumens von den regulierten, transparenten Märkten abfließt. Um Liquidität zu bündeln und die Preisbildung zu verbessern, sollte die Ausführung von Aufträgen unterhalb der Standardmarktgröße (SMS) auf regulierte Märkte (RMs) und multilaterale Handelssysteme (MTFs) beschränkt werden. SIs sollten sich auf ihr ursprüngliches Mandat konzentrieren: die Bedienung großer institutioneller Aufträge (über der SMS), während kleinere Handelsströme zusätzlich zum „Lit“-Orderbuch beitragen.

## Änderungsvorschlag für Artikel 23 MiFIR

### Article 23 (Trading obligation for investment firms)

"1. An investment firm shall ensure the trades it undertakes in shares... are put through a regulated market, Multilateral Trading Facility (MTF) or systematic internaliser, or a third-country trading venue assessed as equivalent (...)

**By way of derogation from the first subparagraph, trades in shares which are below the standard market size, as determined for the specific instrument in accordance with the methodology in Commission Delegated Regulation (EU) 2017/587 (RTS 1), shall be executed exclusively on a regulated market or a Multilateral Trading Facility (MTF), without making use of the waivers from pre-trade transparency provided for in Article 4(1) of this Regulation."**

### Liquiditätsverbesserung: Anpassung von "Liquid Market" und aufgeschobener Veröffentlichung

Zu viele Aktieninstrumente werden derzeit als „illiquide“ eingestuft, was unnötige Ausnahmen von der Transparenzpflicht, der allgemeinen Vorhandelstransparenz und Aufschübe bei der Veröffentlichung ermöglicht. Dies fragmentiert die Liquidität und reduziert die Transparenz. Regelungen zur aufgeschobenen Veröffentlichung sollten strikt harmonisiert werden, um zu verhindern, dass sie zu Schlupflöchern werden.

## Änderungsvorschlag für Artikel 2 und 17 MiFIR

### Article 2

(17) 'liquid market' means:

[...]

(b) for the purposes of Articles 4, 5 and 14, a market for a financial instrument that is traded daily, where the market is assessed according to the following criteria:

- (i) the market capitalisation of that financial instrument;
- (ii) the average daily number of transactions in that financial instrument;
- (iii) the average daily turnover for that financial instrument;

**ESMA shall, on at least an annual basis, review and where necessary amend the quantitative thresholds within the criteria referred to in Article 2(17)(b) ~~the second subparagraph~~. This calibration shall be performed with the primary objective of ensuring that at least [70] % of the total number of shares admitted to trading on regulated markets and MTFs in the Union are classified as having a liquid market."**

## Article 14

1. Investment firms shall make public firm quotes in respect of those shares, depositary receipts, ETFs, certificates and other similar financial instruments traded on a trading venue for which they are systematic internalisers ~~and for which there is a liquid market.~~

~~Where there is not a liquid market for the financial instruments referred to in the first subparagraph, systematic internalisers shall disclose quotes to their clients upon request.~~

### **Faire Wettbewerbsbedingungen: Zulassung und Beaufsichtigung von SIs**

Viele SIs agieren funktionell wie Handelsplätze (Matching von Kundenaufträgen gegen eigenes Kapital in massivem Umfang), ohne die gleichen regulatorischen Anforderungen (Überwachung, Resilienz usw.) wie regulierte Märkte oder MTFs erfüllen zu müssen, was oft zu Regulierungsarbitrage führt. Um die Marktintegrität zu gewährleisten, müssen SIs als Ausführungsplätze definiert und überwacht werden. Sie müssen denselben strengen Verpflichtungen unterliegen, es sei denn, sie weisen nach, dass sie ausschließlich intermittierendes, kundenspezifisches Risikomanagement betreiben.

### Änderungsvorschlag für Artikel 4 und neuer Artikel 17b MiFIR

#### Article 4 (Definitions and Authorisation Chapters)

"'Execution venue' means a regulated market, an MTF, a systematic internaliser, or a market maker (...)

**Where a systematic internaliser executes transactions in a manner functionally comparable to a regulated market or MTF, it shall be subject to the authorisation and supervision requirements applicable to those venues under Title III of this Directive."**

#### New Article (e.g., MiFIR Artikel 17b)

**"1. Systematic internalisers shall be treated as execution venues and subject to the same organizational, transparency, and surveillance requirements as multilateral trading facilities.**

**2. Paragraph 1 shall not apply if the systematic internaliser demonstrates to the competent authority, on an annual basis, that its activity is strictly limited to [specific bilateral risk management criteria] and does not constitute a system for matching third-party buying and selling interests."**

### **Regelungen für Mindestpreisänderungen (Tick Size Regime)**

Über die allgemeinen Herausforderungen durch das SI-Regime hinaus wird die Integrität des Preisbildungsprozesses auch durch das Aufkommen spezifischer Handelsmechanismen wie Frequent Batch Auctions (FBAs) untergraben, die außerhalb wichtiger regulatorischer Schutzmechanismen agieren:

- Bestimmte nationale zuständige Behörden (NCAs) befolgen nicht die von der ESMA festgelegten Level-3-Regeln und sind der Ansicht, dass das Tick-Size-Regime nur für Transaktionspreise und nicht für Orders gilt.
- Handelssysteme wie FBAs können derzeit in den betreffenden Mitgliedstaaten das Tick-Size-Regime ignorieren und Orders zu Preisen ausführen, die nicht regelkonform sind.
- Diese Regulierungslücke schafft ungleiche Wettbewerbsbedingungen, was beispielsweise die erwartete Wirkung der einheitlichen Volumenobergrenze (Single Volume Cap) untergräbt oder sogar aufhebt.

Daher schlagen wir vor, Artikel 49 MiFID II und die entsprechenden MiFIR-Bestimmungen zu ändern, um klarzustellen, dass die Anforderungen an die Tick-Größe für alle Ausführungsmechanismen gelten, sowohl für Orders als auch für Transaktionspreise.

Änderungsvorschlag für Artikel 49 und 17a MiFIR:

Article 49 (Tick sizes)

[...]

**“2c. The tick size regime adopted by a trading venue shall apply to all orders, quotes, and indications of interest submitted to that venue. It shall equally apply to the price at which any transaction is concluded on that venue, irrespective of the order type, execution mechanism, or trading system used.”**

[...]

Article 17a (Tick sizes)

**“1. All quotes made public by a systematic internaliser, any price improvements on those quotes, and the price at which any transaction is executed shall comply with the tick size regime referred to in Article 49 of Directive 2014/65/EU. This obligation shall apply irrespective of the order type or the method of execution used.**

- 1. The requirements laid down in Article 15(2) of this Regulation and in Article 49 of Directive 2014/65/EU shall not prevent systematic internalisers from matching orders at midpoint within the current bid and offer prices.”**

### Wahl des Abwicklungsortes (Artikel 34c MiFIR)

Die Deutsche Börse Group unterstützt ausdrücklich das Ziel, Marktteilnehmern – sofern ein entsprechendes Marktinteresse besteht – eine Wahl des Abwicklungsortes zu ermöglichen. Eine solche Ausweitung der Wahlmöglichkeiten muss jedoch einem sicheren, regulatorisch vorgegebenen Prozess folgen. Nur so kann gewährleistet werden, dass Finanzmarktinfrastrukturen (FMIs) ihre zentrale Aufgabe – die Sicherung der Finanzstabilität – weiterhin erfüllen können.

Vor diesem Hintergrund lehnen wir den in Artikel 34c MiFIR vorgeschlagenen Anspruch auf ein bedingungsloses Recht, einen Abwicklungsort zu benennen, ab, da damit Risiken für die Sicherheit und Stabilität einhergehen. Zudem ist zu beachten, dass Artikel 37(2) MiFID II – der ein Wahlrecht des Abwicklungsortes vorsieht – vom Gesetzgeber zur Aufhebung vorgeschlagen wurde. Das existierende Wahlrecht ist an klare Voraussetzungen geknüpft, darunter funktionierende Verbindungen zwischen den Systemen sowie die Zustimmung der zuständigen Aufsichtsbehörde zur Sicherstellung eines geordneten Marktgeschehens. Diese Anforderungen wurden mit dem Vorschlag nicht in die neue Struktur der MiFIR überführt und insbesondere nicht in Artikel 34c MiFIR harmonisiert. Der aktuelle Vorschlag eines bedingungslosen Wahlrechts widerspricht daher der bisherigen, risikobasierten Logik des aufgehobenen Artikel 37 Abs. 2 MiFID II. Angesichts der Tatsache, dass der Gesetzgeber durch den Wechsel von einer Richtlinie (MiFID II) zu einer Verordnung (MiFIR) eigentlich mehr Rechtsklarheit und eine einheitliche Anwendung schaffen wollte – wie auch in Barriere 17 im Bericht “Remaining barriers to integration in securities post-trade services – issues and recommendation” dargelegt – wird dieser Anspruch durch den vorliegenden Vorschlag nicht erfüllt.

In erster Linie würde die Forderung eine immense operative Komplexität schaffen. Zwischen zahlreichen Handelsplätzen und CSDs müssten Dutzende neuer technischer, rechtlicher und operativer Verbindungen eingerichtet und unterhalten werden. Die daraus entstehende Fragmentierung der Systemlandschaft wäre nicht nur kostspielig und ineffizient, sondern würde auch die operationellen Risiken für die gesamte Marktinfrastruktur signifikant erhöhen.

Neben der bereits erwähnten operativen Komplexität hätte ein bedingungsloses Recht zur Wahl eines Abwicklungsortes weitere tiefgreifende Nachteile:

- **Gefährdung der Stabilität von FMIs:** Eine Verpflichtung für Handelsplätze sich mit jedem CSD zu verbinden, hebt deren eigenes kritisches Risikomanagement sowie Due-Diligence-Prozesse aus. Dies untergräbt die Kernaufgabe von FMIs die Finanzstabilität zu sichern.
- **Gefährdung der Abwicklungsfinalität:** Die erzwungene Verbindung über mehrere Rechtsordnungen und Regelwerke hinweg, schafft Unsicherheit und schwächt damit die Abwicklungsfinalität, d.h. den Punkt, an dem eine Transaktion als abgeschlossen und unumkehrbar gilt.
- **Erhebliche Kostensteigerungen für Anleger:** Die Einrichtung und Aufrechterhaltung zahlreicher neuer technischer und rechtlicher Verbindungen führen zu enormer operativer Komplexität und Ineffizienz. Die daraus resultierenden Kostensteigerungen für Kunden und Endinvestoren würden regulierte Märkte unnötig verteuern.

- **Schädigung des Anlegerschutzes und Erhöhung des Systemrisikos:** Eine Verlagerung zum bilateralen Handel würde zu geringerer Transparenz und höheren Raten von Settlement Fails führen.
- **Fehlanreiz zur Verlagerung in weniger transparente Märkte:** Da der vorgeschlagene Artikel 34c MiFIR nur für Handelsplätze, nicht aber für bilaterale Ausführungskanäle gilt, entstehen ungleiche Wettbewerbsbedingungen. Dies könnte die Handelsaktivität von transparenten, regulierten Handelsplätzen in den weniger regulierten bilateralen Bereich lenken, was ein direkter Widerspruch zu den Zielen der MiFIR wäre.

Zusammenfassend würde der Artikel 34c MiFIR in seiner jetzigen Form die globale Wettbewerbsfähigkeit der EU-Finanzmärkte ernsthaft beeinträchtigen. Wir schlagen daher vor, Artikel 34c MiFIR anzupassen, um einen klaren, transparenten und risikobasierten Prozess für die Benennung zu etablieren. Die Änderung würde verlangen, dass jedem benannten CSD bereits gemäß dem geordneten Rahmen von Artikel 53 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 (CSDR) Zugang zum Handelsplatz gewährt worden sein muss. Folglich wäre das Recht eines Handelsplatzteilnehmers, einen CSD zu wählen, davon abhängig, dass der Handelsplatz diesem spezifischen CSD bereits Zugang gewährt hat.

#### Article 34(c)

“Right to designate a CSD: Market operators and investment firms operating a trading venue shall offer all their members or participants the right to designate any CSD established in the Union for the settlement of transactions in financial instruments undertaken on that trading venue **that has been granted access to that trading venue pursuant to Article 53 of Regulation (EU) No 909/2014.**”

Zusätzlich schlagen wir vor, die Einführung der Gesetzesänderung zum Recht der freien Wahl in einem neuen Erwägungsgrund (Recital) darzulegen und die Art der Umsetzung zu erläutern, um den Zweck der Regelung – die Gewährleistung einer sicheren Wahlfreiheit – zu verdeutlichen.

**(46a) To promote an integrated, innovative and safe post trade environment, market participants should have a clear and structured framework for exercising their freedom to choose a settlement location. As this freedom must not compromise stability, resilience or the orderly functioning of markets, it should follow a transparent, risk-based process, allowing designation only where the CSD already has the required access and operational arrangements with the trading venue.**

Dieser Ansatz schafft Klarheit darüber, dass die Wahl auf eine Liste von CSDs beschränkt ist, die einen sicheren und transparenten Prüfungsprozess durchlaufen haben. Darüber hinaus entspricht er den aktuellen Best Practices der Branche, bei denen CSDs auf Initiative ihrer Kunden an Handelsplätze herantreten, um Zugang zu beantragen. Gleichzeitig stärkt der Ansatz die Finanzstabilität, da er auf das etablierte Risikomanagement nach Artikel 53 CSDR Bezug nimmt. Er schafft ein verlässliches Umfeld, indem Abwicklungsoptionen sicher und schrittweise erweitert werden können, und eröffnet Marktteilnehmern dadurch echte Wahlmöglichkeiten.

Durch diese Änderung kann den Marktteilnehmern eine sichere Wahl ermöglicht werden, was die Integrität und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzinfrastruktur nachhaltig stärkt. Wir glauben, dass dieser Ansatz insbesondere in Kombination mit zukünftigen Entwicklungen wie dem vorgeschlagenen Hub-and-Spokes-Modell zur Verknüpfung von EU-CSDs der effektivste Weg ist, um eine größere Integration und Auswahl in der europäischen Nachhandelslandschaft zu fördern, ohne deren Sicherheit und Stabilität zu gefährden.

### **Offener Zugang („Open Access“) zwischen einem Handelsplatz und einer zentralen Gegenpartei („CCP“)**

Wie schon im Zusammenhang mit EMIR dargestellt, unterstützen wir Open Access, sofern er einen Mehrwert bietet. Dies umfasst insbesondere die Märkte für Aktien und Repurchase Agreements (Repos). Während ein bevorzugtes Clearing-Modell ohne Interoperabilität von CCPs in diesen Märkten weitgehend reibungslos eingeführt werden kann, sollte Interoperabilität nur nach einer sorgfältigen Risikobewertung in Betracht gezogen werden. Grundsätzlich gelten die in unserem Kommentar zu den EMIR-Änderungen aufgeführten Bedenken zu Interoperabilität ebenfalls, jedoch in geringerem Maße als bei Derivaten. Daher sind wir der Ansicht, dass ein Open-Access-Antrag nicht zu Interoperabilität führen sollte. Darüber hinaus sollte erneut betont werden, dass Open Access nicht zu einer Fragmentierung der Liquidität führen darf.

Dementsprechend empfehlen wir folgende Änderungen zu den vorgeschlagenen Artikeln 35 und 36 MiFIR:

Articles 35 and 36 are replaced by the following:

*‘Article 35*

#### **Non-discriminatory access by a trading venue to a CCP**

(...)

4. The CCP may deny a request for access only where such access would affect the smooth and orderly functioning of the markets, **in particular due to liquidity fragmentation**, or cause systemic risk, based on a comprehensive risk assessment subject to the conditions laid down in the delegated act adopted pursuant to paragraph 6, point (a) of Article 36. The CCP shall not deny a request on grounds of a possible loss of revenue in respect of itself or of another entity that belongs to the same group. **A request may be denied where such access would require interoperability.**

(...)

*Article 36*

#### **Non-discriminatory access to trading venues by CCPs**

(...)

4. The trading venue may deny a request for access only where such access would affect the smooth and orderly functioning of the markets, **in particular due to liquidity fragmentation**, or cause systemic risk, based on a comprehensive risk assessment subject to the conditions laid down in the delegated act adopted pursuant to paragraph 6, point (a). **A request may be denied where such access would require interoperability.**

(...)

Wie bereits in unseren Kommentaren zu den Artikeln 7, 8 und 54 EMIR ausgeführt, sind wir der Ansicht, dass die Aufsichtsbehörde des Handelsplatzes bzw. der CCP die Befugnis haben sollte, die Bereitstellung des Open Access zu verlangen. Insbesondere im Hinblick auf CCPs hat die Anbindung eines weiteren Handelsplatzes erheblichen Einfluss auf das Risikoprofil der CCP. Es wäre daher nur folgerichtig, wenn die Entscheidungskompetenz bei der zuständigen Aufsichtsbehörde der CCP läge und nicht wie vorgeschlagen, grundsätzlich bei der ESMA. Schließlich sollten die Fristen überdacht werden. Die dreimonatige Antwortfrist sollte erst nach Erhalt aller relevanten Informationen zur vollständigen Prüfung beginnen. Aus praktischer Erfahrung hat sich zudem gezeigt, dass die anschließende dreimonatige Umsetzungsfrist den technischen und operativen Aufwand nicht realistisch widerspiegelt. Eine Herstellung des Zugangs ohne unangemessene Verzögerung, sobald alle maßgeblichen Fakten vorliegen, ist daher praxisgerechter und stellt sicher, dass neue Verbindungen ordnungsgemäß implementiert werden, bevor sie in Betrieb gehen, um die Integrität des Marktes zu wahren und potenzielle Störungen zu vermeiden. Somit muss zwingend auch die in Paragraph 5 vorgeschlagene einmonatige Umsetzungsfrist überdacht werden, die im Fall einer ESMA-Entscheidung gelten würde.

### **Technische Änderungen der Marktüberwachungs- und Aufsichtsregeln**

Artikel 2k(2) MiFIR zu Handelsaussetzungen: Der Vorschlag verlangt von anderen Handelsplätzen, ein Instrument auszusetzen, wenn der primäre Handelsplatz dies tut, es sei denn, die zuständige Behörde ist der Ansicht, dass dies erheblichen Schaden verursachen könnte. Es besteht ein erhebliches Risiko, dass das Warten auf eine Rückmeldung der zuständigen Behörde – die sich oft auf die Expertise des Handelsplatzes verlässt – in zeitkritischen Situationen zu gefährlichen Verzögerungen führen könnte. In den technischen Standards sollte klargestellt werden, dass Handelsplätze eine notwendige Aussetzung zuerst durchführen und die formale Genehmigung der zuständigen Behörde unmittelbar danach einholen dürfen.

Daher schlagen wir folgende Änderung vor:

“...Market operators operating other regulated markets, and market operators and investment firms operating MTFs, OTFs and systematic internalisers, which trade the same financial instrument as referred to in paragraph 1 or derivatives as referred to in points (4) to (10) of Section C of Annex I to Directive 2014/65/EC that relate or are referenced to the financial instrument referred to in paragraph 1, **shall upon gaining knowledge** of such suspension or removal **and without undue delay also suspend or remove** that financial instrument or derivatives from trading, where the suspension or removal is due to suspected market abuse, a take-over bid or the non-disclosure of inside information about the issuer or financial instrument infringing Articles 7 and 17 of Regulation

(EU) No. 596/2014, **unless the competent authority or, where ESMA is the competent authority, the national surveillance authority deems that the suspension or removal could cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market...**"

Artikel 2n MiFIR zu Überwachungspflichten: Der vorgeschlagene neue Text zu den Überwachungspflichten für regulierte Märkte weicht von den bestehenden, direkt anwendbaren Anforderungen in Artikel 16 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) ab. Dies schafft ein potenzielles Risiko unterschiedlicher oder falscher Auslegungen durch die Mitgliedstaaten. Unserer Ansicht nach sind Verweise auf MAR-Pflichten in MiFIR unnötig, da MAR direkt anwendbar ist. Wenn sie beibehalten werden, muss jedes Risiko von Rechtsunsicherheit und widersprüchlichen Anforderungen durch delegierte Rechtsakte beseitigt werden.

Daher schlagen wir folgende Änderung vor:

“1. The market operator of a regulated market shall ensure that the regulated market establishes and maintains effective arrangements and procedures including the necessary resources for the regular monitoring of the compliance by their members or participants with their rules. Regulated markets **shall monitor orders sent including cancellations and the transactions** undertaken by their members or participants under their systems **in order to identify infringements of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may indicate behaviour that is prohibited under Regulation (EU) No 596/2014** or system disruptions in relation to a financial instrument and shall deploy the resources necessary to ensure that such monitoring is effective.

2. The market operator of a regulated market **shall immediately inform** its competent authority and, where ESMA is the competent authority, the national surveillance authority, of **significant infringements of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may indicate behaviour that is prohibited under Regulation (EU) No 596/2014** or system disruptions in relation to a financial instrument.”

### **Auswirkungen auf das deutsche Börsenrecht**

Die vorgeschlagenen Änderungen und insbesondere die Übertragung von Regelungen der MiFID II in die MiFIR hätte gravierende Auswirkungen auf zentrale Regelungen im deutschen Börsenrecht:

#### 1. Duale Börsenstruktur

Die duale Struktur aus privatem Marktbetreiber und öffentlich-rechtlicher Börse, die bisher durch eine nationale Wahlmöglichkeit in MiFID II (Artikel 44 (1) UAbs. 3) geschützt war, würde ihre Rechtsgrundlage verlieren. Die geplanten MiFIR-Änderungen sehen den Marktbetreiber als alleinigen Träger von Rechten und Pflichten vor und schließen aus, dass der geregelte Markt selbst Marktbetreiber sein kann. Die Definition von Marktbetreiber in Artikel 4 Abs. 1 (18) MiFID II wird dahin verändert, dass der geregelte Markt selbst kein Marktbetreiber mehr sein kann. Da diese Vorschriften als Teil der MiFIR unmittelbar gelten würden, entfielen die Basis für die öffentlich-rechtliche Börse als eigenständige Entität. Eine solche Änderung hätte einen erheblichen Umsetzungsaufwand zur Folge, da sie zum Untergang der Börse als Rechtssubjekt führen würde. Hiervon wären die Rechtsbeziehungen zu den Börsenteilnehmern und Emittenten unmittelbar

betroffen, die gegenwärtig mit der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts bestehen. Die nur in Deutschland existierende duale Organisationsform würde für deutsche Börsenbetreiber einen Wettbewerbsnachteil bedeuten, da Wettbewerber im Ausland von derartigen Umsetzungsaufwendungen verschont blieben.

## 2. Freiverkehr

Zugleich möchten wir darauf aufmerksam machen, dass die vorgeschlagenen Änderungen voraussichtlich auch § 48 BörsG, der den Betrieb eines Freiverkehrs regelt, ablösen würden. Die Änderungen im MiFIR-Vorschlag sollten daher den Betrieb eines Freiverkehrs durch einen Marktbetreiber weiterhin vollumfänglich zulassen.

## 3. Warenbörsen

Der Begriff der Warenbörse im Sinne von § 2 Absatz 3 und 4 des Börsengesetzes erfasst bisher neben dem Handel mit Finanzinstrumenten auch den Warenhandel am Spot-Markt. Damit wird es Börsen ermöglicht, Waren und darauf bezogene Derivate nebeneinander zum Handel anzubieten. Bei einer Überführung des hier vorgeschlagenen Börsenbegriffs in eine abschließende Verordnung würde der kurzfristige Warenhandel als Teil des Börsenhandels in Frage gestellt. Dies würde zur Fragmentierung des börslichen Energiehandels führen.

### **Befugnisse der ESMA und Aushöhlung des Rechtsschutzes**

Wie schon in unseren Kommentaren zur ESMA VO und EMIR ausgeführt, schwächen die vorgeschlagenen Reformen der Aufsichtsstruktur den Rechtsschutz. Um den effektiven Rechtsschutz zu gewährleisten, bedarf es eines transparenten und normierten europäischen Verwaltungsverfahrensrechts. Kritisch sind dabei die unbestimmten Eingriffsbefugnisse der ESMA, die niedrigen Eingriffsschwellen, komplexe mehrstufige Verfahren zwischen ESMA und nationalen Behörden, sowie das Beschwerdeverfahren nach Artikel 60 ESMA-VO, das ohne gesetzlich vorgesehenen Suspensiveffekt und mit der Delegation der Verfahrensordnung an das Board of Appeal wichtige deutsche Rechtsschutzstandards unterläuft. Diese Punkte bergen erhebliche Risiken für die Rechtssicherheit und den Schutz der Betroffenen.

## 2.1.04 Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 (CSDR, Artikel 4)

Die DBG begrüßt die vorgeschlagenen Reformen der CSDR, da sie mehr Transparenz, Effizienz und technologische Innovation in die Nachhandelsprozesse bringen werden.

### **Etablierung von CSD-Hubs**

Clearstream hat in den vergangenen Jahren mit dem „CSD-Hub“-Modell eine Struktur geschaffen, die grenzüberschreitende Investitionen erheblich vereinfacht. Kunden erhalten über einen einzigen Kontozugang aus dem Heimatmarkt eine umfassende Anbindung an ein Netzwerk, das 19 Zentralverwahrer (CSDs) umfasst.

Das Herzstück dieses Modells ist ein duales Hub-System, das europäische und internationale Investoren gleichermaßen effektiv bedient. Während die Clearstream Europe AG als größter zentraler Zugangspunkt zur TARGET2-Securities (T2S) -Plattform dient und einen Großteil des europäischen Abwicklungsvolumens abwickelt, bedient der Internationale Zentralverwahrer (ICSD), die Clearstream Banking S.A. (CBL), die globalen Märkte außerhalb der T2S-Umgebung.

Dieser integrierte Rahmen schafft nicht nur Flexibilität bei der Abwicklung in Zentral- oder Geschäftsbankengeld, sondern bündelt auch die Liquidität in einem einzigen, großen Pool. Vor diesem Hintergrund begrüßen wir die Vorschläge zur Konsolidierung und Marktintegration, die auf diesem CSD-Konzept aufbauen, ausdrücklich.

Darüber hinaus unterstützen wir die verbindliche Einführung von „Relayed Links“, die eine Abwicklung von Finanzinstrumenten über bilaterale Verbindungen ermöglichen. Dies steht im Einklang mit dem Ziel, die Abwicklungseffizienz zu steigern, einen skalierbaren Marktzugang zu schaffen und Interoperabilität zu fördern.

### **Maßnahmen für die stärkere Nutzung des „T-2“ Systems (T2S) der europäischen Zentralbank**

Die DBG unterstützt nachdrücklich Maßnahmen, die die Nutzung von T2S fördern und das Abwicklungsvolumen steigern. Um diese Vorteile voll auszuschöpfen, ist es entscheidend, die Schaffung eines komplexen und ineffizienten „Spaghetti-Modells“ aus sich überschneidenden Infrastrukturverbindungen zu vermeiden. Das CSD-Hub-Konzept stellt hierfür die bevorzugte Lösung dar, da es Marktteilnehmern einen optimierten Ansatz für die Marktanbindung bietet. Das Hub-Modell schafft einen robusten Rahmen, gleichzeitig muss der strategische Fokus weiterhin auf dem Ausbau der direkten T2S-Konnektivität liegen. Nur so lassen sich die Kernvorteile der Plattform – höhere Abwicklungseffizienz sowie verbessertes Kapital- und Liquiditätsmanagement vollständig ausschöpfen. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass internationale CSDs („ICSDs“) vorwiegend Nicht-Euro-Währungen bedienen und daher nicht für alle EU-Anlageklassen den Zugang zu Zentralbankgeldkonten gewährleisten können. Wir schlagen daher eine Ausnahmeregelung für Situationen vor, in denen eine Abwicklung in Zentralbankgeld weder praktikabel noch möglich ist.

Dies trifft insbesondere auf zwei Fälle zu:

1. Es besteht kein Kundeninteresse an einer Abwicklung in Euro-Zentralbankgeld.
2. Die zuständige Zentralbank verweigert die Eröffnung eines Kontos (wie es z. B. bei argentinischen und japanischen Wertpapieren der Fall ist).

Die DBG schlägt daher vor, Artikel 40 der CSDR wie folgt zu ergänzen:

“Cash and e-money token settlement

1. A CSD shall settle the cash payments of its securities settlement system in central bank money where practical and available.
2. Where a CSD offers to settle the cash payments of its securities settlement system **in central bank money** in a currency available on a common settlement infrastructure integrated with central bank real-time gross settlement systems operated in the Union, that CSD shall connect directly to such infrastructure and offer to its participants the possibility to settle their transactions denominated in currencies available on such infrastructure in accounts opened at such infrastructure.“

Diese minimale Änderung des Vorschlags sorgt für Rechtsklarheit, indem sie klarstellt, dass sich Absatz 2 auf die Zentralbankgeldabwicklung bezieht, während sich Absatz 3 auf die Geschäftsbankengeldabwicklung bezieht.

Zusätzlich sollte in Bezug auf die CSD-Konnektivität der Geltungsbereich der von Artikel 48a erfassten Vermögenswerte geklärt werden, insbesondere hinsichtlich der Verpflichtung für CSDs, sicherzustellen, dass alle in jedem der beteiligten CSDs begebenen Finanzinstrumente zur Abwicklung verfügbar sind. Daher schlagen wir folgende Formulierungsanpassung für Art.48a (5) vor:

“CSDs involved in a bilateral link referred to in paragraphs 2 or 3, as applicable, shall ensure that all **EU-issued** financial instruments EU-issued in each of the CSDs involved are available/eligible for settlement through that bilateral link **upon request.**”

### **Transparenzanforderungen für Internalisierte Abwicklung**

Um eine faire, wettbewerbsfähige und effiziente europäische Abwicklungslandschaft zu fördern, unterstützen wir nachdrücklich die Einführung erweiterter Transparenzanforderungen für die internalisierte Abwicklung. Für die Integrität des Marktes ist es entscheidend, dass alle Abwicklungsformen auf einer einheitlichen Grundlage analysiert werden können.

Daher befürworten wir den Vorschlag, die internalisierte Abwicklung mit den Transaktionen zu vergleichen, die in den von CSDs betriebenen Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen („Securities Settlement Systems“, „SSS“) abgewickelt werden. Dieser Vergleich sollte auf klaren, standardisierten Metriken wie der Abwicklungseffizienz sowie der Anzahl und dem Volumen der Transaktionen basieren. Wir befürworten daher die erhöhten Transparenzanforderungen für Abwicklungs-Internalisierer sowie deren Verpflichtung, Preise und Gebühren separat offenzulegen. Erweiterte Offenlegungs- und Transparenzpflichten allein reichen jedoch nicht aus, um das bestehende strukturelle Ungleichgewicht zu beheben: Das bilateral

abgewickelte Nachhandelsvolumen ist fünfmal so hoch wie das zentral über CSD abgewickelte. Es bedarf hierfür strengerer Anforderungen, wie zum Beispiel verbindlicher Abwicklungsstrafen. So kann sichergestellt werden, dass die Vorteile der zentralisierten Abwicklung – höhere Stabilität, Transparenz und Widerstandsfähigkeit – den Integrationsansatz der EU wirksam unterstützen.

### **2.1.05 Änderung der Verordnung (EU) Nr. 2022/858 (DLT PR, Artikel 8)**

Als Vorreiter im elektronischen Handel unterstützt die DBG nachdrücklich die Innovationsagenda der Europäischen Kommission. Unsere umfassende Erfahrung mit neuen Technologien positioniert uns an der Spitze der digitalen Transformation, die entscheidend für die Schaffung sichererer und effizienterer Märkte ist. Durch die Integration von DLT-basierten Dienstleistungen über unsere gesamte Wertschöpfungskette hinweg wollen wir diese Transformation anführen und die erste vollständig hybride Finanzmarktinfrastruktur (FMI) werden.

Unser breites Engagement für technologische Innovationen wird durch verschiedene Initiativen belegt: Unsere Unternehmen Crypto Finance und 360X haben jeweils eine der ersten MiCA- und DLT-Pilotregime-Lizenzen in Deutschland erhalten; die Gruppe leistet aktive Beiträge zur Entwicklung einer Wholesale-CBDC gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank; wir bieten 24/7-Handel in unseren Energiemärkten (Nodal) an; und unsere digitale Emissionsplattform D7/digitaler CSD wird ständig weiterentwickelt.

Daher befürworten wir die Vorschläge zur Verbesserung der DLT-Pilotregelung und zur Modernisierung der CSDR durch die Definition von „*Distributed-Ledger-Technologie*“ und die Ermöglichung der Abwicklung mit E-Geld-Token unter MiCA.

Diese Änderungen sind jedoch nur erste Schritte. Um das volle Potenzial der Tokenisierung auszuschöpfen, sind gezielte Änderungen an Kernregulierungen wie insbesondere CSDR, EMIR und MiFID erforderlich. DLT-Konzepte sollten direkt in die zentralen regulatorischen Rahmenwerke für alle drei Ebenen Trading, Clearing und Settlement integriert werden, in denen Innovation bereits von wichtigen FMIs vorangetrieben wird, anstatt Innovation in einem isolierten, parallelen Regime zu belassen, was zu Inkohärenz und Fragmentierung beiträgt.

Seit über einem Jahrzehnt haben diese Regulierungen erfolgreich Finanzstabilität und Marktintegrität gewährleistet. Das Ziel ist es nun, dieses Gleichgewicht zu wahren und gleichzeitig Innovation zu ermöglichen, und Finanzmarktinfrastrukturanbietern (FMI) zu gestatten, innerhalb ihrer bestehenden, robusten regulatorischen Rahmenwerke innovativ zu sein.

Die Beschränkung von Innovation auf ein abgeschottetes, paralleles Rahmenwerk, wie die DLT-Pilotregelung, würde zu Inkohärenz, Fragmentierung und einer weiteren Aufspaltung der Liquidität beitragen. Darüber hinaus verursacht das Onboarding von Vermögenswerten in Billionenhöhe und zahlreichen Kunden auf eine separate PR-Plattform nicht nur Betriebs- und Entwicklungskosten, sondern ist auch kommerziell nicht tragbar, insbesondere angesichts der derzeit geringen Transaktionsvolumina und

Schwellenwerte innerhalb der PR, die bis zu 100-mal niedriger sind als die für einen skalierbaren Dienst erforderlichen Niveaus.

In Zeiten rasanter Entwicklungen in anderen wichtigen Rechtsordnungen wird die Dringlichkeit deutlich, die Wettbewerbsfähigkeit der zentralen europäischen Regulierungsrahmen zu modernisieren und zu stärken, um irreversible strukturelle Abhängigkeiten zu vermeiden. Da die Tokenisierung ins Zentrum der Marktinfrastruktur rückt, muss sich der regulatorische Rahmen weiterentwickeln, um Europas Wettbewerbsvorteil zu sichern.

Da wir der festen Überzeugung sind, dass die Modernisierung der Kapitalmarktregulierung holistisch betrachtet werden sollte, gehen wir im Folgenden nicht nur auf das DLT-Pilotregime ein, sondern ziehen auch die nötigen Änderungen in anderen relevanten Regulierungen wie MiFID, EMIR und CSDR mit ein.

### **Ein Vorschlag für gleiche Wettbewerbsbedingungen und echte Innovation**

Um Innovation bestmöglich zu unterstützen, sind wir der Meinung, dass Teilnehmer des DLT-Pilotregimes („DLT-PR“) keine regulatorische Vorzugsbehandlung gegenüber etablierten FMIs erhalten sollten, die die technologische Transformation des Marktes vorantreiben. Das Hauptziel sollte darin bestehen, die zentralen regulatorischen Rahmenwerke der EU, nämlich insbesondere CSDR, EMIR und MiFID, zu modernisieren, um allen regulierten Unternehmen die Entwicklung von DLT-basierten Dienstleistungen und die Nutzung neuer Formen digitaler Vermögenswerte zu ermöglichen. Dieser Ansatz würde echte gleiche Wettbewerbsbedingungen fördern und die Fragmentierung der ohnehin knappen Liquidität verhindern.

Konkret schlagen wir vor, die Funktionen des DLT-Trading and Settlement System („TSS“) und des Settlement System („SS“) – die innovativsten und attraktivsten Merkmale, die derzeit ausschließlich im Pilotregime zugänglich sind – in die bestehende Finanzregulierung zu überführen. CSDR und MiFID sollten den Betrieb eines DLT-TSS als Kerndienstleistung unter den gleichen Ausnahmen von den MiFID-Anforderungen wie im DLT-PR erlauben.

Die bestehenden Regulierten Märkte (Wertpapier- und Derivatebörsen), die einen geordneten, transparenten und fairen Handel mit Finanzinstrumenten organisieren, sollten in die Lage versetzt werden, zukünftig auch DLT-basierte Finanzinstrumente zu handeln und abzuwickeln. Dies lässt sich durch entsprechende Erweiterung der bestehenden Bestimmungen über börsenhandelbare Finanzinstrumente, einschließlich deren Geschäftsabwicklung, erreichen.

Ebenso sollte CSDR-lizenzierten Unternehmen ausdrücklich das Recht eingeräumt werden, ein DLT-basiertes SS unter den bestehenden Bestimmungen der CSDR zu betreiben, indem beispielsweise die Genehmigungen und der technische Rahmen aus dem Pontes-Projekt in die CSDR übernommen werden, um eine DLT-basierte Abwicklung in Zentralbankgeld für bereits lizenzierte CSDR-Unternehmen zu ermöglichen, anstatt neue Lizenzen zu verlangen. Zusätzlich sollten die politischen Entscheidungsträger Zentralverwahrern gestatten, im DLT-Kontext innerhalb von Abwicklungsprozessen Finalität zu definieren.

Diese Änderungen sind unerlässlich, um FMIs in die Lage zu versetzen, einerseits tokenisierte Finanzinstrumente zu handeln sowie andererseits bestehende herkömmliche Finanzinstrumente in großem

Maßstab zu tokenisieren und so einen erheblichen Teil der über 20 Billionen Euro an Vermögenswerten, die derzeit bei Clearstream verwahrt werden, auf die DLT zu bringen.

Die positiven Konzepte aus dem DLT-PR auch etablierten FMIs zur Verfügung zu stellen, ist der logischste und konsequenteste Weg, die übergeordneten Ziele der Spar- und Investitionsunion zu unterstützen. Es würde transformative Innovationen beschleunigen, die marktweite Effizienz steigern und die Fragmentierung verringern. Eine solche Maßnahme wird angesichts der in den USA gewährten regulatorischen Ausnahmen, die beispielsweise darauf abzielen, Handel, Clearing und Abwicklung in integrierten DLT-basierten FMIs zusammenzuführen, immer dringlicher.

Dieser Ansatz bietet auch eine klare Perspektive für die Teilnehmer des DLT-PR. Ausnahmen im Rahmen des Pilotregimes sollten an klare Übergangspfade geknüpft sein, die sicherstellen, dass DLT-Teilnehmer nach Erreichen der vorgeschlagenen Schwellenwerte innerhalb eines vordefinierten Zeitrahmens eine vollständige CSDR-, EMIR- oder MiFID-Lizenz erwerben müssen. Die Überführung der DLT-PR-Funktionalitäten in die bestehenden Rahmenwerke würde die rechtliche Sicherheit und Vorhersehbarkeit gewährleisten, die DLT-Marktbetreiber für die Planung ihres weiteren Betriebs benötigen.

Darüber hinaus begrüßen wir die vorgeschlagene Aufnahme von MiCA-E-Geld-Token in den CSDR-Rahmen als einen positiven ersten Schritt. Um jedoch eine wirklich nahtlose On-Chain-Abwicklung und -Sicherheitenverwaltung zu ermöglichen, halten wir es für geboten, diesen Pool anrechenbarer Vermögenswerte zu erweitern, um auch tokenisiertes Geschäftsbankengeld, Geldmarktfonds, vermögenswertreferenzierte Token („ARTs“) und digitale Zentralbankwährungen für den für das Großkundengeschäft („wholesale CBDC“) einzubeziehen.

### **Kritische Regulierungslücke für Zentrale Kontrahenten („CCPs“)**

Die DBG unterstützt die Innovationsagenda der Kommission nachdrücklich und verfolgt das Ziel, zum ersten vollständig hybriden Marktinfrastruktur-Anbieter zu werden. Zu diesem Zweck entwickeln wir ein Angebot, das die gesamte Bandbreite der Finanzmarktinfrastruktur von Handel über Clearing bis zur Abwicklung abdeckt. In diesem Zusammenhang sind wir besorgt über fehlende Reformvorschläge für das Clearing-Ökosystem. Die Netting-Effizienzen und das Risikomanagement von CCPs werden auch in einer digitalisierten Kapitalmarktumgebung für die Finanzbranche von zentraler Bedeutung bleiben. DLT birgt das Potenzial, die Effizienz von Clearing-Prozessen – insbesondere im Hinblick auf das Sicherheitenmanagement und die Abwicklung – erheblich zu steigern. Wir empfehlen daher, den Digitalisierungsschub auf die EMIR auszuweiten, damit EU-CCPs sowohl die digitale Transformation der EU unterstützen als auch die globale Führungsposition der EU im Bereich digitaler Vermögenswerte sichern können.

EMIR wurde als direkte Reaktion auf die Schwachstellen in den OTC-Derivatemärkten eingeführt, die während der Finanzkrise 2008 zutage traten und einen Mangel an Transparenz, übermäßige Gegenparteiisiken und eine unzureichende Aufsicht offenbarten. Das Kernziel von EMIR war es, die Finanzstabilität zu stärken, indem systemische, Gegenpartei- und operationelle Risiken in den Derivatemärkten reduziert werden. Durch die Verpflichtung von CCPs zu strengen aufsichtsrechtlichen und

organisatorischen Standards, die Einführung von Clearingpflichten bzw. bilateralen Sicherheitenregelungen und die umfassende Meldepflicht an Transaktionsregister schuf EMIR eine transparentere und widerstandsfähigere Marktinfrastruktur, die künftigen Schocks standgehalten hat. Gleichzeitig bieten CCPs ihren Mitgliedern einen klaren Mehrwert, indem sie Positionen verrechnen, Liquidität freisetzen, Kreditrisiken gegenüber Gegenparteien senken und Effizienzen in der Bilanz schaffen, die letztlich die Marktresilienz stärken und eine höhere Vermittlungskapazität unterstützen. Es ist daher entscheidend, dass der gesetzliche Rahmen für das Clearing-Ökosystem stets aktuell bleibt, damit CCPs ihre Kunden wirksam unterstützen und die allgemeine Marktstabilität fördern können.

Während vorgeschlagen wird, die CSDR dahingehend zu aktualisieren, dass die Abwicklung von Bargeldzahlungen in E-Geld-Token erfolgen kann, wurde keine vergleichbare Änderung in EMIR für das Clearing-Ökosystem vorgenommen – was die Konsistenz der europäischen Regulierung infrage stellt. CCPs werden dadurch daran gehindert, Innovationen voranzutreiben, und es entsteht ein Wettbewerbsungleichgewicht gegenüber anderen EU-FMI-Anbietern, denen Innovationen im Rahmen von CSDR, MiFID/R, MiCA oder dem DLT PR ermöglicht werden. Zwar unterstützen verschiedene öffentliche Institutionen die Nutzung von DLT im Rahmen von Projekten. Beispielsweise hat das Eurosystem bereits DLT-basierte Sicherheiten in seine Kreditoperationen integriert; eine entsprechende Modernisierung der EMIR wäre daher nur folgerichtig. Allerdings bleiben ohne eine begleitende Anpassung der regulatorischen Rahmenbedingungen erhebliche rechtliche Unsicherheiten beim Einsatz von DLT. Angesichts des globalen Trends zur Verwendung von DLT-basierten Sicherheiten in Derivatmärkten läuft die EU somit Gefahr, den Anschluss zu verlieren, wenn sie die Sicherheitenregeln für das Clearing-Ökosystem nicht weiterentwickelt.

Die Verabschiedung der MiCA-Verordnung im Jahr 2023 hat gezeigt, dass die EU in der Lage ist, Innovation und eine ausgewogene, risikosensitive Regulierung miteinander zu vereinen. Darauf aufbauend stellt der vorgeschlagene Artikel 54c in der CSDR einen wichtigen Fortschritt dar, auch wenn dieser wie oben beschreiben erweitert werden sollte. Diese Bestimmung ermöglicht Zentralverwahrern die Abwicklung der Geldseite von Wertpapiertransaktionen mithilfe von E-Geld-Token, die gemäß der MiCA-Verordnung zugelassen wurden. Diese Entwicklung modernisiert nicht nur den regulatorischen Rahmen, sondern erhöht auch die Flexibilität und Effizienz der Abwicklungsprozesse innerhalb der Finanzmarktinfrastruktur der EU. Allerdings kann die volle Wirkung der Modernisierung des EU-Finanzmarktes nur erreicht werden, wenn alle Glieder der Wertschöpfungskette berücksichtigt werden.

Darüber hinaus sind CCPs in der Lage, die Integration von DLT zu fördern und Standards für DLT innerhalb traditioneller Finanzsysteme zu schaffen. Als Bindeglied zwischen zentralisierten und dezentralen Finanzsystemen können CCPs einen nahtlosen Übergang zu einem neuen digitalen Finanzökosystem sicherstellen. Diese Integration ist entscheidend, um die Vorteile von DLT zu nutzen und gleichzeitig die Robustheit und Zuverlässigkeit bestehender Finanzinfrastrukturen zu erhalten – so werden die Vorteile beider Welten vereint.

Wir regen daher an, die Innovationsagenda des MISP auch auf das Clearing-Ökosystem auszuweiten. Um CCPs die Möglichkeit zu geben, DLT-basierte Märkte zu clearen und DLT-basierte Sicherheiten zu

akzeptieren, sind Änderungen der EMIR-Regeln für Abwicklung und Sicherheiten geboten, wie nachfolgend beschrieben.

### **DLT-basierte Abwicklung**

Die Änderungen an der CSDR, die Zentralverwahrern die Nutzung von DLT-Instrumenten für die Geldseite einer Transaktion ermöglichen, sollten auch in EMIR eingeführt werden. Die Angleichung der CCP-Fähigkeiten an die der Zentralverwahrer würde regulatorische Konsistenz innerhalb des EU-Rahmens und der Marktinfrastruktur gewährleisten. Zudem würde es CCPs ermöglichen, moderne, effiziente Abwicklungsmodelle (z. B. On-Chain-Delivery-vs-Payment) zu unterstützen und sicherzustellen, dass ihre Funktion zur Systemrisikominderung auch im DLT-basierten Ökosystem ausgeübt werden kann.

Konkret sollten CCPs berechtigt sein, E-Geld-Token, tokenisierte Bankeinlagen und künftige Wholesale-Central-Bank-Digital-Currencies („wCBDC“) oder jede andere DLT-/technologiebasierte Entwicklung als Zahlungsmittel zu akzeptieren. Derzeit schreibt Artikel 50(1) EMIR vor, dass ein CCP seine Zahlungsverpflichtungen „wo möglich und verfügbar, in Zentralbankgeld“ begleicht – dies ist für einen tokenisierten Finanzmarkt nicht ausreichend und schafft rechtliche Unsicherheit und erhebliche Hürden für CCPs, welche neue Formen von DLT-basierten Vermögenswerten für die Abwicklung nutzen möchten. Das MISF sollte den Kreis der zulässigen Wertpapiersicherheiten für die Abwicklung durch CCPs ausdrücklich erweitern.

Ein neuer Absatz sollte zu Artikel 50 EMIR hinzugefügt oder der bestehende Text überarbeitet werden, um klarzustellen, dass ein CCP seinen Zahlungsverpflichtungen mit mindestens folgenden Mitteln nachkommen darf:

- (a) An e-money token as defined and authorised under the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA);
- (b) A tokenised commercial bank money deposit issued by a credit institution; or
- (c) A future wholesale Central Bank Digital Currency (wCBDC).

### **DLT-basierte Sicherheiten**

EMIR sollte dahingehend modernisiert werden, dass CCPs DLT-basierte Sicherheiten akzeptieren können. Die durch DLT ermöglichte Fähigkeit, Sicherheiten nahezu in Echtzeit zu übertragen, würde es CCPs erlauben, ihre Liquidität noch effizienter zu organisieren und sicherzustellen, dass Sicherheiten genau dann und dort verfügbar sind, wo sie benötigt werden. Clearing-Mitglieder der CCPs sowie deren Kunden könnten somit die Lieferung und den Abzug ihrer Sicherheiten bei der CCP effizienter gestalten. Das Clearing-Ökosystem könnte dadurch noch schneller auf Marktveränderungen reagieren und so die Fähigkeit zur Aufrechterhaltung der Marktstabilität und Risikominderung stärken. Zudem bietet DLT auf technischer Ebene das Potenzial, grenzüberschreitende Sicherheitenübertragungen zwischen verschiedenen Rechtsräumen kosteneffizient zu gestalten.

In diesem Zusammenhang wird das Eurosystem ab März 2026 DLT-basierte Vermögenswerte, die die bestehenden Zulassungskriterien erfüllen, als Sicherheiten akzeptieren und Eurex Clearing hat bereits 2025

als erste CCP weltweit einen DLT-fähigen Service zur Mobilisierung von Sicherheiten eingeführt – ein Beweis für die Innovationskraft eines EU-FMI auf globaler Ebene. Um dies rechtssicher auszugestalten, sind jedoch Klarstellungen erforderlich.

Angesichts aktueller EU- und internationaler Entwicklungen ist es dringend geboten, dass die EU rasch handelt, um ihre Führungsrolle zu bewahren und keinen Rückstand bei Innovationen zu riskieren. Ansonsten könnte die Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit des EU-Clearing-Ökosystems langfristig erheblich geschädigt werden. Die weltweite Einführung von DLT-basierten Sicherheiten hat einen entscheidenden Wendepunkt erreicht. In den USA hat die CFTC Leitlinien und „No-Action Letters“ herausgegeben, die den verstärkten Einsatz von tokenisierten Vermögenswerten und Stablecoins ermöglichen, und in Großbritannien erwägt die Bank of England ähnliche Maßnahmen. Damit EU-CCPs international wettbewerbsfähig bleiben, sind regulatorische Änderungen an den Sicherheitenvorschriften für CCPs notwendig, um die Akzeptanz von DLT-basierten Sicherheiten zu ermöglichen. Darüber hinaus würde eine solche EMIR-Reform die rechtliche Konsistenz innerhalb der EU sicherstellen, angesichts der bereits begonnenen Modernisierung von MiFID/R und CSDR, und laufende regulatorische und technologische Entwicklungen, einschließlich der MiCA-Verordnung und der Entwicklung des digitalen Euro, nutzen.

Insbesondere sollten CCPs Wholesale-Central-Bank-Digital-Currencies (wCBDC), einschließlich des aktuell von der EZB entwickelten digitalen Euro, genauso wie nicht-digitales Zentralbankgeld akzeptieren können. Wenn ein MiFID-II-Finanzinstrument wie ein Geldmarktinstrument oder eine übertragbare Sicherheit oder Bargeld als Sicherheit akzeptiert wird, das auf DLT basiert, sollten die Risiken dieses Finanzinstruments auf Basis des bestehenden Rahmens beurteilt werden. Schließlich hat die EU mit der Verabschiedung der MiCA-Verordnung 2023 bereits Maßstäbe für neue Instrumententypen gesetzt, die ein CCP als Sicherheiten akzeptieren sollte, sofern die jeweiligen Bedingungen erfüllt sind.

Die erforderlichen Reformen der Sicherheitenregeln können teilweise durch eine Reform der EMIR RTS 153/2013 umgesetzt werden. Zu diesem Zweck könnte ESMA ihr bestehendes EMIR-3-Mandat im Zusammenhang mit den RTS nutzen, um die erforderlichen Änderungen vorzunehmen, oder alternativ Änderungen im Rahmen ihres geplanten Berichts zur möglichen Erweiterung von EMIR auf Krypto-Assets empfehlen, der laut Artikel 85 (8) EMIR bis zum 25. Dezember 2026 vorzulegen ist. Da derzeit jedoch unklar ist, ob ESMA über ein ausreichend starkes Mandat für die notwendigen Änderungen verfügt und angesichts des dringenden Modernisierungsbedarfs der Sicherheitenregeln, sollte erwogen werden, ESMA im MISP ein spezifisches Mandat zur Aktualisierung dieser Regeln einzuräumen. Es könnte zudem hilfreich sein, wenn ESMA das Mandat hätte, die L2-Anforderungen regelmäßig zu überprüfen, um sicherzustellen, dass die neuesten Marktentwicklungen ausreichend berücksichtigt werden.

Während die meisten notwendigen Änderungen für die Nutzung von DLT als Sicherheiten über die RTS erreicht werden können, sind auch Änderungen auf Level 1 von EMIR erforderlich. Klärungsbedarf ergibt sich aus Artikel 47(3) EMIR (in Verbindung mit Artikel 44 RTS 153/2013), wonach CCPs Finanzinstrumente, die als Margen oder Beiträge zum Ausfallfonds hinterlegt werden, bei Betreibern von Wertpapierabwicklungssystemen oder mithilfe anderer besonders sicherer Vereinbarungen bei zugelassenen Finanzinstituten verwahren sollen. Einige tokenisierte Finanzinstrumente werden nicht

zwangsläufig bei einem Zentralverwahrer oder einer Finanzinstitution hinterlegt, sondern können alternativ verwahrt werden. Ein konkretes Beispiel sind Kryptowertpapiere, die nach dem deutschen Gesetz über elektronische Wertpapiere („eWpG“) ausgegeben werden und in einem sogenannten Kryptowertpapierregister gehalten werden können. Die Führung eines Kryptowertpapierregisters ist eine erlaubnispflichtige Tätigkeit nach dem deutschen Kreditwesengesetz, der Betreiber eines Kryptowertpapierregisters ist jedoch möglicherweise kein Wertpapierabwicklungssystem oder Finanzinstitut im Sinne des Artikels 2(17) EMIR. Daher ist eine Klarstellung erforderlich, dass tokenisierte Finanzinstrumente/DLT-Wertpapiere, die in solchen alternativen Strukturen (nach nationalem Recht) gehalten werden, ebenfalls die Anforderungen des Artikels 47(3) EMIR erfüllen.

Im Hinblick auf die Verwendung von tokenisierten Finanzinstrumenten ist die MiFID-Definition des „Finanzinstruments“ technologieunabhängig. Artikel 4(1)(15) MiFID stellt explizit klar, dass Finanzinstrumente auch „durch Distributed-Ledger-Technologie ausgegebene Instrumente“ umfassen. Da der Begriff „Finanzinstrument“ unter EMIR dieselbe Bedeutung haben sollte wie die MiFID-Definition, folgt daraus, dass tokenisierte Finanzinstrumente – ebenso wie „traditionell“ ausgegebene Finanzinstrumente – als hochliquide Sicherheiten geeignet sind, sofern sie die Anforderungen von Anhang I Abschnitt 1 RTS 153/2013 erfüllen. Wir empfehlen, dies weiter zu präzisieren, indem in Artikel 2 EMIR eine Definition von „Finanzinstrument“ aufgenommen wird, die auf die MiFID-Definition Bezug nimmt. Im Hinblick auf die Anlagepolitik eines CCP sollte klargestellt werden, dass Einlagen eines CCP über „andere vergleichbare Mittel, die von Zentralbanken bereitgestellt werden“ (Artikel 47(4) EMIR) auch die Verwendung von wCBDC umfassen. Im Zusammenhang mit der Abwicklung wäre es sinnvoll klarzustellen, dass „Zentralbankgeld“, das von einem CCP zur Begleichung seiner Transaktionen verwendet wird (Artikel 50(1) EMIR), auch wCBDC einschließt.

### **DLT-Pilotregime („DLT-PR“)**

Als Aktionär eines von nur sechs Unternehmen, die bisher eine Lizenz für das DLT-Pilotregime erhalten haben, sieht die Deutsche Börse Group sich selbst als maßgeblicher Teilnehmer dieser Initiative und setzt sich nachdrücklich für deren Erfolg ein. Wir teilen die Einschätzung, dass das Regime sein volles Potenzial nicht entfaltet hat. Beispielsweise waren die anfangs geltenden Wertobergrenzen zu niedrig und der Umfang der zulässigen Finanzinstrumente zu begrenzt, um eine nennenswerte Beteiligung großer Marktteilnehmer zu fördern. Zudem führte die Unsicherheit über die Zukunft des Regimes über die Pilotphase hinaus zu Zurückhaltung bei potenziellen Interessenten.

Die wichtigste Lehre aus dieser Anfangsphase ist: Obwohl Europa mit der Schaffung eines DLT-spezifischen Rechtsrahmens eine Vorreiterrolle einnahm, konnte das Pilotregime in seiner jetzigen Form weder signifikante Volumina noch nennenswertes Marktinteresse generieren. Angesichts der Konzeption als isoliertes, paralleles System, das von den bereits existierenden zentralen regulatorischen Rahmenbedingungen getrennt ist, sollten faire Wettbewerbsbedingungen geschaffen und innovative Konzepte des Pilotprojekts direkt in die bestehende, robuste Regulierung CSDR, EMIR, MIFID integriert werden. Dies stärkt die Marktliquidität, anstatt sie zu fragmentieren.

Sollte eine sofortige, vollständige Integration von DLT-Funktionen, insbesondere auf der Handelsebene jedoch nicht realisierbar sein, muss das Pilotregime zwingend und substanziell verbessert werden, um als tragfähiger Übergangsrahmen dienen zu können.

Erstens sollten nach CSDR zugelassene Unternehmen die Erlaubnis erhalten, eine DLT-Marktinфраstruktur im Rahmen des Pilotregimes ohne Wertobergrenzen zu betreiben.

Zweitens sollten Unternehmen, die bereits die höchsten aufsichtsrechtlichen Standards der EU erfüllen, diesen Schritt über ein einfaches Notifizierungsverfahren vollziehen können, anstatt ein doppeltes und aufwendiges Lizenzierungsverfahren durchlaufen zu müssen. Ein solcher Ansatz stünde im Einklang mit der Vereinfachungsagenda der Kommission und dem effizienten Notifizierungsprozess nach Artikel 60 MiCAR für bestimmte Finanzinstitute. Zentralverwahrer („CSDs“) verwahren Vermögenswerte im Wert von Billionen, unterhalten etablierte Beziehungen zu Tausenden von Marktteilnehmern und besitzen somit das größte Potenzial für eine Tokenisierung im großen Stil. Daher sollte es CSDs gestattet sein, diese bestehenden Beziehungen nahtlos auf das DLT-PR zu übertragen.

Drittens ist es entscheidend, wie schon ausgeführt, die Verwendung aller Formen von tokenisiertem Geld für die Abwicklung und als zulässige Vermögenswerte explizit zu gestatten. Der Anwendungsbereich sollte nicht nur MiCA-E-Geld-Token umfassen, sondern auch tokenisiertes Geschäftsbankengeld, Geldmarktfonds (MMFs), Asset-Referenced Tokens (ARTs) und – sobald verfügbar – eine digitale Zentralbankwährung für den Großhandel (Wholesale CBDC). Die Erweiterung des Spektrums zulässiger Abwicklungswerte ist eine Grundvoraussetzung für sinnvolle Innovation.

### **Ausnahmen von den Anforderungen von MiFID/R und CSDR**

Wir halten die vorgeschlagenen und erweiterten Ausnahmen für Betreiber des DLT-Pilotregimes von großen Teilen von MiFID/R und CSDR für grundsätzlich unbegründet und nicht mit der Förderung von Innovation zu rechtfertigen. Wir erkennen an, dass ein vereinfachtes Regime, wie in Artikel 7a dargelegt, ein vernünftiger Versuch sein kann, ein angemessenes Gleichgewicht zwischen der Größe eines neu gegründeten Unternehmens und der regulatorischen Komplexität seiner anfänglichen und laufenden Geschäftstätigkeit herzustellen. Die allgemeine Annahme, dass bestimmte Vorschriften mit dem Geschäftsmodell eines DLT-Betreibers unvereinbar oder zu aufwendig in der Umsetzung sein könnten, rechtfertigt jedoch keine weitreichenden Ausnahmen; alle anderen Marktteilnehmer sind verpflichtet, diese Rahmenwerke einzuhalten, unabhängig von den damit verbundenen Betriebskosten oder der Komplexität.

Die Gewährung solch weitreichender Ausnahmen würde zu deutlich ungleichen Wettbewerbsbedingungen zwischen den Marktbetreibern führen und unweigerlich die Tür für regulatorische Arbitrage öffnen, wodurch das DLT-PR gegen die etablierten und erprobten Rahmenwerke von MiFID/R und CSDR ausgespielt würde. Wir sind der Auffassung, dass das Gegenteil erforderlich ist: Nur wirklich gleiche Wettbewerbsbedingungen, bei denen für alle Teilnehmer unabhängig von ihrer zugrunde liegenden Technologie die gleichen Regeln gelten, können die Grundlage für die Förderung und Aufrechterhaltung echter Innovation im gesamten Markt schaffen.

Darüber hinaus halten wir den Vorschlag, Betreiber der DLT-PR zu ermächtigen, bei ihren nationalen zuständigen Behörden („NCAs“) zusätzliche, maßgeschneiderte Ausnahmen von den Anforderungen von MiFID/R und CSDR zu beantragen, für unbegründet. Das Verfahren zur Beantragung und Genehmigung von Ausnahmen sowie die unbestimmte Natur von „Ausgleichsmaßnahmen“ gemäß Artikel 4a beinhalten ein hohes Maß an Ermessensspielraum und können so zu einer weiteren Fragmentierung der regulatorischen Landschaft und ungleichen Wettbewerbsbedingungen führen. Ferner bleiben die Auswirkungen maßgeschneiderter Ausnahmen von MiFID/R und CSDR auf die jeweiligen Übergangsstrategien unklar, da es keine konkreten Leitlinien gibt, wie ein Betriebsmodell und ein regulatorischer Status mit zahlreichen Ausnahmen in MiFID/R und CSDR überführt werden sollen.

Darüber hinaus wäre ein System, in dem Plattformen unter unterschiedlichen Verpflichtungen operieren, bestenfalls kommerziell herausfordernd und mit operativen und rechtlichen Risiken für Handelsteilnehmer, Emittenten und andere Kunden gleichermaßen behaftet.

Abschließend ist zu beachten, dass die existierenden Vorschriften aus nachvollziehbaren und wichtigen Gründen eingeführt wurden. Sie sind das Fundament, das erfolgreich Finanzstabilität, Marktintegrität, Transparenz, geordnete Handelsbedingungen und einen robusten Anlegerschutz in der gesamten Union gewährleistet hat, und sie müssen für alle Teilnehmer ausnahmslos aufrechterhalten werden. Wir bitten daher um eine Überprüfung des vorgeschlagenen Ausnahmeregimes.

### **Risiken der Aufspaltung von individuellen CSD-Dienstleistungen**

Damit neue Technologien einen Mehrwert schaffen können, müssen sie etablierte Kernplattformen wie T2S ergänzen und Synergien schaffen, anstatt neue Reibungspunkte oder Wettbewerb einzuführen. In dieser Hinsicht warnen wir nachdrücklich vor Vorschlägen, die die Aufspaltung von Kernfunktionen von CSDs in „Einzeldienstleistungen“, die von verschiedenen Unternehmen erbracht werden, ermöglichen würden. Ein solcher Ansatz würde die Marktintegrität gefährden, unnötige operationelle Komplexität einführen und sollte daher nicht gestattet werden.

Insbesondere würde die Aufspaltung von CSD-Dienstleistungen das, was derzeit ein nahtloser interner Abstimmungsprozess ist, in einen komplexen, kostspieligen und fehleranfälligen externen Prozess zwischen mehreren Anbietern verwandeln. Darüber hinaus würde es unklare Haftungsketten schaffen, was es schwierig macht, im Falle eines Ausfalls die Verantwortung zuzuweisen. Diese operationellen Risiken stellen letztlich eine direkte Bedrohung für die Stabilität und Widerstandsfähigkeit des Marktes dar.

### **Die Notwendigkeit eines klaren Übergangspfads**

Ein weiteres erhebliches Bedenken bei der vorgeschlagenen Ausgestaltung des DLT-PR ist die Unklarheit bezüglich der Übergangspläne und Zeitpläne für DLT-Betreiber, sobald die Gesamtwertschwellen erreicht sind. Dieser Mangel an Klarheit birgt das ernsthafte Risiko, dass das DLT-PR, das als vorübergehendes Testfeld gedacht war, stattdessen zu einem dauerhaften Regime für einige Betreiber werden könnte. Ein solches Szenario würde den eigentlichen Zweck einer „Pilot“-Initiative zunichtemachen und es Unternehmen ermöglichen, auf unbestimmte Zeit unter einem leichteren regulatorischen Rahmen zu operieren, ohne jemals zu den etablierten Standards überzugehen. Dies schafft faktisch ein dauerhaftes

Parallelregime, das die politischen Entscheidungsträger bisher zu vermeiden versucht haben, da es zu langfristiger Marktfragmentierung und einer breiten Möglichkeit für regulatorische Arbitrage führt.

In Verbindung mit den vorgeschlagenen erhöhten Gesamtwertschwellen benachteiligt der unbefristete Betrieb unter einem leichteren regulatorischen Rahmen alle anderen Marktteilnehmer, die DLT-Innovationen verfolgen, dauerhaft durch die von den politischen Entscheidungsträgern geschaffenen Bedingungen.

Um dies zu beheben, müssen klare und durchsetzbare Verpflichtungen für den Übergang aus dem Pilotregime explizit definiert werden. Wir schlagen vor, dass Betreiber, sobald sie die definierten Schwellenwerte erreichen, verpflichtet werden, innerhalb eines vordefinierten Zeitrahmens eine vollständige Zulassung unter dem relevanten Kernrahmenwerk zu beantragen, sei es CSDR, EMIR oder MiFID/R. Dies würde sicherstellen, dass das Pilotregime als vorübergehende Brücke zur vollständigen Einhaltung der Vorschriften fungiert und nicht als dauerhaftes Schlupfloch.

#### **Ganzheitlicher Ansatz, kein „Quick Fix“**

Die Verbesserungen an der DLT-PR sollten ein integraler Bestandteil der breiteren Innovationsagenda der EU sind und in zeitlicher und inhaltlicher Verbindung mit der Modernisierung der zentralen Finanzregulierungen betrachtet werden. Eine separate und beschleunigte Überarbeitung des DLT-PR könnte zu Inkonsistenzen führen und ungleich Wettbewerbsbedingungen schaffen. Die größten und nachhaltigsten Vorteile der Innovation lassen sich vielmehr durch einen ganzheitlichen Ansatz realisieren, der Aktualisierungen von CSDR, MiFID/R und EMIR einbezieht und sicherstellt, dass sich alle Komponenten des regulatorischen Rahmens synchron und komplementär zusammen entwickeln.

## 2.2 Vorschlag für eine Richtlinie über die Weiterentwicklung der Integration und Aufsicht der Kapitalmärkte in der Union – Master-Richtlinie

### 2.2.1 Änderung der Richtlinie (EU) Nr. 2009/65 (UCITSD)

#### OGAW-Anlagegrenzen

Wir begrüßen die von der Kommission vorgeschlagenen Änderungen der Anlageregeln für OGAW-Fonds. Wir unterstützen im Sinne der Harmonisierung die Streichung mehrerer Ermessensspielräume, die den Mitgliedstaaten bislang eingeräumt werden, insbesondere der Anlagegrenzen für indexbasierte Finanzderivate, für einzelne übertragbare Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente sowie für Anlagen in andere OGAW-Fonds. Des Weiteren unterstützen wir die Anhebung der Grenzen für Verbriefungen und die neue Möglichkeit für OGAW, in Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zu investieren, die sich auf übertragbare Wertpapiere und Geldmarktinstrumente beziehen.

Der bedeutsamste Punkt des Vorschlags ist jedoch das Bestreben, gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen aktiv und passiv verwalteten OGAW-Fonds hinsichtlich der Anlagegrenze für eine einzelne Aktie zu schaffen. Die derzeitige regulatorische Ungleichheit führt zu erheblichen praktischen Herausforderungen und Wettbewerbsverzerrungen.

Nach dem bestehenden Rahmenwerk gilt gemäß Artikel 52 der OGAW-Richtlinie für aktiv verwaltete Fonds die sogenannte „5/10/40-Prozent-Regel“. Diese Beschränkung kann sich negativ auf die Wertentwicklung von Aktien auswirken, da beispielsweise positive Kursentwicklungen dazu führen können, dass die 10-Prozent-Grenze überschritten wird und der Fonds gezwungen ist, die gut performende Aktie zu verkaufen, um die Grenze einzuhalten. Diese Verkäufe können sich negativ auf die Kurse auswirken, da die Überschreitung unweigerlich zu einer Begrenzung von weiteren Aktienkäufen führt, was ein künstlicher Eingriff in den Aktienmarkt ist, der zu einem allgemeinen Verkaufsdruck, erhöhter Volatilität und einer sinkenden Marktkapitalisierung der Aktie und der betroffenen Indizes führt. Im Gegensatz dazu agieren passiv verwaltete und indexreplizierende OGAW-Fonds unter den flexibleren Regeln des Artikels 53 der OGAW-Richtlinie, welche es den Fondsmanagern ermöglichen, bis zu 20 Prozent der Vermögenswerte in ein einzelnes Wertpapier zu investieren. Aus unserer Sicht gibt es keine plausiblen Gründe, warum die Anlagegrenzen für passive OGAW-Fonds nicht auch als Grundlage für aktiv verwaltete OGAW-Fonds gelten sollten.

Aus diesen Gründen ist der Vorschlag der Kommission, sowohl aktiv als auch passiv verwalteten OGAW-Fonds zu gestatten, bis zu 20 % in ein einzelnes Wertpapier zu investieren, sofern diese das Ziel der Indexnachbildung verfolgen oder auf einen Index Bezug nehmen, ein lobenswerter Schritt. Dennoch glauben wir, dass ein alternativer Ansatz eine umfassendere und effektivere Lösung wäre. Wir empfehlen eine direkte Änderung des Artikels 52 der OGAW-Richtlinie. Die Regeln für passive Investmentfonds in Artikel 53 der OGAW-Richtlinie sollten auch als Grundlage für aktiv verwaltete OGAW-Fonds gelten, d.h. die derzeitige „5/10/40-Prozent-Regel“ sollte durch eine neue „10/20/40-Prozent-Regel“ ersetzt werden.

Eine Änderung des Artikels 52 wäre aus folgenden Gründen inklusiver als der Vorschlag der Kommission:

1. Erhöhung der Rechtssicherheit: Die vorgeschlagene Formulierung „managed by reference to an index“ könnte Rechtsunsicherheit schaffen. Beispielsweise wären aktiv verwaltete Multi-Asset-Fonds oder Fonds, die mehrere Benchmarks verwenden, nicht erfasst, wenn nur eine einzige Benchmark als Referenz zulässig ist. Diese Unsicherheit könnte zu einer inkonsistenten Anwendung führen, während eine Änderung des Artikels 52 Konsistenz gewährleisten würde.
2. Level Playing Field: Es wird sichergestellt, dass kein aktiver OGAW-Fonds ausgeschlossen wird, wenn er sich nicht auf eine klare Benchmark bezieht, aber die Kriterien für die Portfolioauswahl und spezifische Anlagestrategie dennoch klar angibt, was für OGAW-Fonds ohnehin gewährleistet ist.
3. Reduzierte Komplexität: Eine direkte Änderung des Artikels 52 vereinfacht die Richtlinie, indem eine einzige und harmonisierte Regel für sowohl aktiv als auch passiv verwaltete OGAW-Fonds geschaffen wird.

Schließlich ist es unerlässlich sicherzustellen, dass die ESMA-Liste der anerkannten Indizes alle Indizes umfasst, die von Benchmark-Anbietern, die unter der Benchmark-Verordnung registriert sind, zur Verfügung gestellt werden, um einen fairen und funktionsfähigen Markt zu gewährleisten.

Verbesserungsbedarf sehen wir auch hinsichtlich der Obergrenzen für übertragbare Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente, die von derselben Stelle ausgegeben werden (Artikel 52 Absatz 5 Satz 3). Aktienklassen desselben Unternehmens sollten zwar als ein Emittent betrachtet werden sollten, jedoch sollten börsennotierte Konzerngesellschaften mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen im Kontext der OGAW-Obergrenzen als separate Unternehmen angesehen werden. Dies könnte dazu führen, dass Unternehmen mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen aufgrund der Konzernzugehörigkeit und der Obergrenze verkauft werden müssen, um die Anlageregeln einzuhalten. Wir würden es begrüßen, wenn die Kommission auch diesen Aspekt berücksichtigen würde.

### **Erweiterung des Spektrums an investierbaren Vermögenswerten zur Steigerung des Potenzials**

Im Hinblick auf die Erhaltung der Stärke des OGAW-Rahmens und seine Anpassung an die Marktentwicklungen könnte der OGAW-Markt erweitert und attraktiver gestaltet werden, indem die Palette der zulässigen Vermögenswerte um Krypto-Assets, Rohstoffe, Edelmetalle sowie Exchange Traded Commodities (ETCs) erweitert wird.

- **Krypto-Assets**

Die Nachfrage nach Krypto-Assets ist erheblich. Fondsstrukturen mit Krypto-Assets basieren in der EU aktuell nur auf der Basis von Exchange-Traded Notes (ETNs), die in der Regel als Inhaberschuldverschreibungen mit physischen Krypto-Sicherheiten besichert sind. Die Zulassung von Fonds für Krypto-Assets unter der OGAW-Richtlinie würde eine größere Anlageauswahl bieten, die hohen Standards der OGAW-Anlegerschutzregeln nutzen und das Emittentenrisiko ausschließen, das oft mit ETNs verbunden ist; insbesondere aber Kryptos in einem sicheren und effizienten Marktumfeld für Kleinanleger handelbar machen.

Durch die Erweiterung des Anwendungsbereichs würden Kleinanleger einen besseren Zugang zu Investitionen in Krypto-Assets erhalten, sie müssten nicht in andere Anlagevehikel mit niedrigeren Standards in Bezug auf Standardisierung und Anlegerschutz als OGAW-Fonds investieren, und sie würden nicht dazu angeregt, außerhalb der EU wie in den USA zu investieren. In seiner jetzigen Form verpasst der europäische ETF-Markt strategische Wachstumschancen – zum Nachteil der Beteiligung von Kleinanlegern und auf Kosten ihrer mittel- bis langfristigen Wettbewerbsfähigkeit auf globaler Ebene.

Jüngste Entwicklungen in den USA zeigen den Handlungsbedarf der EU, um nicht zurückzufallen. Die Dynamik in der Branche nimmt zu, da mehrere US-Vermögensverwalter Anträge auf Zulassung von Krypto-ETFs stellen. Die SEC verfolgt derzeit einen vorsichtigen Ansatz<sup>1</sup> mit ausreichend Zeit für den Genehmigungsprozess, hat aber dennoch erste Spot-Bitcoin-ETFs<sup>2</sup> genehmigt. Mit dem mutigen Schritt, den OGAW-Rahmen zu erweitern, könnte die EU die etablierten Standards für Anlegerschutz und Governance-Strukturen nutzen, um einen Wettbewerbsvorteil zu erlangen. Aus diesen Gründen sollte Artikel 50 der OGAW-Richtlinie erweitert werden, um auch Krypto-Assets gemäß der MiCA-Verordnung sowie Krypto-Assets, die als Finanzinstrumente gemäß MiFID II gelten, einzubeziehen.

Zusätzlich sollte ein eigener regulatorischer Rahmen für ETFs auf Spot-Krypto-Assets geprüft werden. Ein praktischer Ansatz könnte eine neue Richtlinie für ETFs sein, die auf Anlageklassen zugeschnitten ist, die derzeit nicht von der OGAW-Richtlinie abgedeckt werden, wie z. B. Krypto-Assets. Ein solcher Rahmen würde die Schaffung und das Angebot von Krypto-ETFs für die Bedürfnisse von Kleinanlegern ermöglichen und diese Anlageklasse somit innerhalb eines Rahmens investierbar machen, der auf den etablierten OGAW-Standards für Offenlegung und Standardisierung aufbaut. Um dem besonderen Risikoprofil von Krypto-Assets Rechnung zu tragen und den Anlegerschutz zu gewährleisten, sollten Sicherungsmaßnahmen implementiert werden. Um Integrität und Effizienz beim Handel mit Krypto-ETFs zu gewährleisten, sollten ausschließlich die Vorteile der stark regulierten, umfassend überwachten und zuverlässigen Marktinfrastruktur von regulierten Märkten genutzt werden – was auch von der SEC bei der Genehmigung von Bitcoin-ETFs in den USA ausdrücklich anerkannt wurde. Daher empfehlen wir eine Handlungspflicht für Krypto-ETFs an regulierten Märkten oder MTFs. Anleger würden von hoher Liquidität auf Sekundärmärkten, einer zuverlässigen Handelsüberwachung, bewährten Nachhandelssystemen zur Gewährleistung der Abwicklungseffizienz, gedämpfter Volatilität, einer robusten IT-Handelsarchitektur und einer besseren Preisbildung profitieren. Zusätzlich könnte eine zentrale Clearing-Pflicht die Liquidität erhöhen und das Kontrahentenrisiko reduzieren.

Der Anlegerschutz könnte auch durch ein freiwilliges Opt-out-Modell für Kleinanleger von den MiFID-II-Anlegerschutzbestimmungen gewährleistet werden. Mit einem einfachen und standardisierten Ankreuzverfahren könnten sie ihre ausdrückliche Zustimmung geben, Krypto-ETFs handeln zu dürfen. Diese

---

<sup>1</sup> SEC-Erklärung zu börsengehandelten Produkten für Krypto-Assets; <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/cf-crypto-asset-exchange-traded-products-070125>

<sup>2</sup> SEC-Erklärung zur Genehmigung von börsengehandelten Spot-Bitcoin-Produkten; <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-spot-bitcoin-011023>

Zustimmung könnte mit einer Ex-ante-Abfrage zur Risikotoleranz, zum Risiko-Rendite-Profil und einer Warnung vor potenziell hohen Verlusten verbunden sein.

- **Rohstoffe, Edelmetalle und ETCs**

Zusätzlich zu Krypto-Assets gibt es gute Gründe, den OGAW-Rahmen zu erweitern, um indirekte Investitionen in Rohstoffe und Edelmetalle zu ermöglichen, insbesondere durch ETCs und zugehörige Derivate. Diese Instrumente bieten Anlegern sichere, kosteneffiziente und zuverlässige Anlagemöglichkeiten.

ETF-Emittenten haben erhebliche Innovationen bei der Gestaltung und Optimierung von Produkten getätigt, die den Zugang zu Rohstoffen und Edelmetallen von beträchtlicher Größe und Zuverlässigkeit bieten. Solche Produkte bieten alle Anlagevorteile dieser Anlageklasse (z. B. Absicherung und Diversifizierung der Gesamtanlage), ohne die Komplexität einer direkten Investition in die zugrunde liegenden Rohstoffe/Edelmetalle auf sich nehmen zu müssen. Die Vermögenswerte der Anleger werden bei seriösen, sicheren Verwahrstellen zu einem Bruchteil der Kosten gehalten, während die Anleger von einfacher Handelbarkeit, Preistransparenz, Flexibilität und reduzierten operationellen Komplexitäten profitieren.

Die wachsende Marktnachfrage nach solchen Produkten zeigt sich sowohl in der Primär- als auch in der Sekundärmarktaktivität, unterstützt durch Milliarden an verwaltetem Vermögen und Rekordhandelsvolumina. Ein tiefer und wettbewerbsfähiger Derivatemarkt verbessert zudem die Liquiditäts- und Risikomanagementfähigkeiten für institutionelle und private Anleger gleichermaßen.

Darüber hinaus gewährleistet die Notierung von ETCs und zugehörigen Derivaten an regulierten Handelsplätzen eine Vor- und Nachhandelstransparenz, zentrales Clearing und eine robuste Marktüberwachung. Dies würde es OGAW-Fonds ermöglichen, ein Engagement in Rohstoffen in einem gut regulierten Umfeld zu erlangen, ohne die operationellen oder Kontrahentenrisiken zu übernehmen, die typischerweise mit direkten Investitionen in physische Vermögenswerte verbunden sind.

Daher sollte die OGAW-Richtlinie geändert werden, um indirekte Rohstoffengagements über ETCs und Derivate ausdrücklich einzubeziehen. Dies würde die sich entwickelnde Anlegernachfrage widerspiegeln, die Portfoliodiversifizierung verbessern und die Wettbewerbsfähigkeit der EU-Kapitalmärkte stärken, um sicherzustellen, dass EU-Fonds in einer globalen Anlagelandschaft relevant und attraktiv bleiben.

### **Clearingzugang für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte stärken**

Mit der neuen Priorisierung der SIU auf die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des EU-Finanzsystems und im Lichte der Anpassung relevanter Regulierungsrahmen durch das vorgeschlagene MISP ergibt sich nun die Möglichkeit, angemessene regulatorische Anreize zu implementieren, die zur Stabilisierung und Weiterentwicklung des Clearing-Ökosystems beitragen – insbesondere im Hinblick auf den wachsenden Markt für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (SFT), wie beispielsweise Repurchase Agreements (Repos).

Seit mehr als 20 Jahren haben europäische Finanzinstitute SFTs freiwillig zentral gecleart, um das Gegenparteiisiko zu reduzieren, die Abwicklungseffizienz zu verbessern und die Kapitalkosten zu senken. Das kontinuierliche Maß an Schuldtitelausgaben und das daraus folgende Wachstum der Repo-Märkte in

Europa setzen die Intermediationskapazitäten der Banken unter Druck, die ihre Kunden mit begrenzter Bilanzkapazität bedienen müssen – begrenzt durch eine Vielzahl von Kennziffern wie beispielsweise Gegenparteirisiken. Wenn Banken solchen Beschränkungen gegenüberstehen, besteht das Risiko, dass bestimmte Kundengruppen – insbesondere Fonds und Vermögensverwalter – in angespannten Märkten Schwierigkeiten haben, ausreichende Intermediationskapazitäten zu finden, und dass Banken selbst nicht in der Lage sind, ihren gesamten Kundenstamm sicher und angemessen zu bedienen.

Als Reaktion auf diese Einschränkungen haben CCPs neue Mitgliedschaftsmodelle für das freiwillige Clearing von SFTs entwickelt – Modelle, die eine neue Verteilung von Verantwortlichkeiten zwischen Banken und ihren Kunden ermöglichen. Ziel dieser neuen Modelle ist es, Buy-Side-Akteuren wie UCITS-Fonds zusätzliche Möglichkeiten zu geben, Liquidität zu erhalten, und Banken zusätzliche Kapazitäten zu verschaffen, um ihre Kunden auf weniger ressourcenintensive Weise zu bedienen. Diese zusätzlichen Zugangsmöglichkeiten ermöglichen zudem die Wiederverwendung von Sicherheiten und erlaubt es somit Fonds, an bestimmten Arten von Transaktionen oder Strategien teilzunehmen, die den Anlegern zugutekommen und Margeneffizienzen ermöglichen könnten.

Allerdings können Fonds und Fondsmanager die vollen Vorteile dieser innovativen Lösungen für effizientes Sicherheiten- und Risikomanagement aufgrund regulatorischer Barrieren und Fehlanreize nicht ausschöpfen. Während die Bankenregulierung klare Regeln für die Behandlung von Engagements einer Bank gegenüber einer CCP im traditionellen Clearing-Modell vorsieht, hat die Fondsregulierung ähnliche Regeln für andere Marktteilnehmer im Verhältnis zu einer CCP nicht übernommen. Infolgedessen bestehen Inkonsistenzen zwischen Banken-, Clearing- und EU-Fondsregulierung, die unbeabsichtigt Buy-Side-Akteure davon abhalten, zentrale Clearing-Dienste zu nutzen – insbesondere für SFTs – und stärker von den neuen Zugangsmodellen zu profitieren, die speziell für die Bedürfnisse der Buy-Side entwickelt wurden. Während EMIR 3 einige willkommene Erleichterungen in Bezug auf Gegenparteigrenzen und Bargeldobergrenze in der MMFR und der UCITS-Richtlinie brachte, wurden umfassendere Änderungen, die die bestehenden regulatorischen Barrieren adressieren und den risikomindernden Charakter und die Effizienzen des zentralen Clearings anerkennen würden, auf die Überarbeitung des UCITS-Rahmens verschoben.

Um eine tragfähige Lösung für alle Marktteilnehmer zu schaffen, die SFTs und andere Finanzinstrumente zentral clearen möchten, sind weitere gezielte Änderungen der UCITS- und MMF-Rahmenwerke erforderlich. Solche Änderungen würden mit den Zielen der Europäischen Kommission im Kontext der SIU übereinstimmen, das EU-Finanzökosystem wettbewerbsfähiger, liquider und widerstandsfähiger zu machen und operationelle Hürden für Vermögensverwalter zu reduzieren, wenn diese in EU-Kapitalmärkte investieren wollen. Insbesondere ist ein uneingeschränkter Zugang zum zentralen Clearing für Fonds und Vermögensverwalter über Finanzinstrumente hinweg entscheidend, um ein effizientes Finanzökosystem in der EU zu unterstützen und Chancengleichheit gegenüber Nicht-EU-Fonds zu schaffen, die ihr Geschäft ohne vergleichbare regulatorische Einschränkungen zentral clearen können.

- **Risikoadäquate Konzentrations- und Diversifizierungsregeln für Sicherheiten bei zentral geclearten SFTs**

Die strengen Sicherheiten-Konzentrations- und Diversifizierungsregeln, die derzeit für UCITS gelten, könnten risikoadäquat für CCP-geclearte SFTs angepasst werden, um Effizienzen für die Buy-Side zu ermöglichen. Während diese Regeln ursprünglich eingeführt wurden, um Verwundbarkeiten von Fonds zu reduzieren und sie vor Risiken des OTC-Marktes zu schützen, garantieren CCPs mit ihren starken Verteidigungslinien die Erfüllung aller Verträge, sodass die Diversifizierung der empfangenen Sicherheiten für die Sicherheit des MMF oder UCITS-Fonds an Bedeutung verliert.

Beispielsweise müssen MMFs und UCITS derzeit mindestens sechs Anleiheemissionen pro Emittenten halten oder dürfen nur einen bestimmten Prozentsatz eines Emittenten halten, gemäß Artikel 17(7) MMFR und Artikel 52 UCITS-Richtlinie. Für OTC-Zinsswaps gibt es jedoch keine solchen regulatorischen Anforderungen – z. B. keine Pflicht für MMFs oder UCITS, die Fälligkeitsprofile von OTC-IRS zu diversifizieren. Darüber hinaus ist die Anforderung einer jederzeitigen Übersicherung ein Hindernis für Fonds und in einer zentral geclearten Umgebung nicht wirklich erforderlich, da die CCP durch ihre Verteidigungslinien und Risikomanagementpraktiken jederzeit eine angemessene Besicherung der Teilnehmer sicherstellt. Aufgrund dieser Vorgaben sind Fonds derzeit vom Single-ISIN-Repo-Markt ausgeschlossen. Im Kontext von CCP-geclearten Transaktionen könnte es sinnvoll sein, einen Blick auf die Bankenregulierung (CRR) zu werfen, die explizit gewisse Erleichterungen hinsichtlich der Großkreditlimits für CCP-geclearte SFTs und Derivate vorsieht.

Trotz der durch EMIR 3.0 eingeführten willkommener Änderungen an MMFR und UCITS-Richtlinie erschwert die Fondsregulierung weiterhin unbeabsichtigt den Einsatz von zentral geclearten Transaktionen bezüglich Gegenpartiegrenzen. Auch wenn die UCITS-Richtlinie nun den risikomindernden Charakter von CCP-geclearten Derivaten anerkennt, erkennt sie immer noch nicht an, dass eine CCP auch Käuferin und Verkäuferin aller zentral geclearten SFTs von Fonds wird. Fonds, die zentral geclearte Transaktionen nutzen, erreichen die Grenzen daher schneller als im bilateralen Kontext – trotz des risikomindernden Charakters des zentralen Clearings. Um Konsistenz mit den jüngsten Änderungen zu gewährleisten, die zentral geclearte Derivatetransaktionen sowohl in MMFR als auch UCITS-Richtlinie von Gegenpartiegrenzen ausnehmen, und Repos von den Bargeldlimits in der MMFR ausnehmen, könnten gezielte Ergänzungen zu Artikel 17 MMFR und Artikel 52 UCITS-Richtlinie alle zentral geclearten Transaktionen, einschließlich SFTs, von relevanten Konzentrations- und Diversifizierungsanforderungen ausnehmen. Dies würde die Barriere für die Nutzung des zentralen Clearings durch die Buy-Side beseitigen, ohne die Nutzung bilateraler Märkte einzuschränken. Eine solche gezielte Ausnahme sollte sowohl für direkte als auch indirekte Clearing-Modelle gelten.

Article 17 MMFR:

***By way of derogation, the requirements set out in paragraphs (1), (2), (4), (5), (6), and (7) of this Article shall not apply to transactions that are centrally cleared, including under indirect clearing arrangements, through a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation.***

Article 52 UCITS Directive:

The risk exposure to a counterparty of the UCITS in a derivative transaction *or a securities financing transaction* that is not centrally cleared through a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation, shall not exceed either: [...] and exposures arising from derivative transactions *or securities financing transactions* undertaken with that body that are not centrally cleared through a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation.

- **Abbau von Beschränkungen für die Wiederverwendung erhaltenen Sicherheiten über SFTs zur Verbesserung der Margineffizienz**

Es bestehen weitere regulatorische Beschränkungen, die sich auf die Durchführbarkeit zentral geclearter Transaktionen sowie ein effizientes Sicherheiten-Management für die Buy-Side auswirken. Es ist zu beachten, dass einige Fonds unter die Clearingpflicht fallen oder ihr Geschäft freiwillig über eine CCP clearen, sodass sie verpflichtet sind, Margins bei der CCP zu hinterlegen. Um Effizienzen für die Buy-Side zu heben und die EU-Kapitalmärkte zu stärken, könnten gezielte Änderungen der UCITS-Richtlinie, der MMFR sowie der ESMA-Level-3-Maßnahmen in Betracht gezogen werden, um die derzeitigen Beschränkungen für die Wiederverwendung erhaltenen Sicherheiten über SFTs zur Erfüllung von CCP-Marginanforderungen zu lockern:

Konkret ist es Fonds derzeit nicht gestattet, erhaltene Sicherheiten aus einer Reverse-Repo-Transaktion zur Erfüllung von CCP-Marginanforderungen zu verpfänden – selbst dann, wenn diese Sicherheiten im Falle der Verpfändung insolvenzfern gehalten würden. Folglich müssten Fonds für CCP-geclearte Transaktionen zusätzliche Vermögenswerte beschaffen, um die obligatorischen Marginanforderungen der CCP zu erfüllen, was die Nutzung zentral geclearter Transaktionen für Fonds kosten- und arbeitsintensiver macht. Während Artikel 15(2) MMFR die Verpfändung von Sicherheiten ausdrücklich untersagt, enthält die UCITS-Richtlinie keine vergleichbare Bestimmung. Allerdings schränken die – nicht rechtsverbindlichen und in den EU-Mitgliedstaaten unterschiedlich angewandten – ESMA-Leitlinien für UCITS, insbesondere Absatz 43i, solche Praktiken ebenfalls ein. Wie von ESMA empfohlen, um eine inkonsistente Anwendung ihrer Leitlinien und unnötige regulatorische Beschränkungen für Sicherheitenvereinbarungen zu vermeiden, könnten gezielte Änderungen von Artikel 15(2) MMFR und den entsprechenden Bestimmungen in den UCITS-Leitlinien ausdrücklich zulassen, dass UCITS-Fonds Wertpapiere an eine CCP verpfänden dürfen, sofern diese dem Fonds im Rahmen eines Eigentumsübergangs in einer geclearten Reverse-Repo-Transaktion mit dieser CCP übertragen wurden.

Wir schlagen daher folgende Änderung von Artikel 15(2) MMFR und den ESMA-Leitlinien bzw. eine ausdrückliche Klarstellung zu Artikel 52 der UCITS-Richtlinie vor, um eine einheitliche Anwendung in allen EU-Mitgliedstaaten sicherzustellen.

Article 15(2) MMFR:

***Notwithstanding the second subparagraph, MMFs are permitted to pledge securities to a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation, if such securities were received by the MMF by way of a transfer of title in a centrally cleared reverse repurchase agreement with the same CCP.***

Article 52 UCITS Directive:

***UCITS may pledge securities to a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation, if such securities were received by the MMF by way of a transfer of title in a centrally cleared reverse repurchase.***

Gemäß Artikel 14(b) MMFR sowie gemäß der Frage Q6J der ESMA-UCITS-Q&A ist es Fonds derzeit nicht ausdrücklich gestattet, erhaltene Barsicherheiten aus einer Repo-Transaktion zu verwenden, um die obligatorischen Marginanforderungen einer CCP zu erfüllen. Durch eine gezielte Änderung von Artikel 14(b) MMFR sowie Artikel 52 der UCITS-Richtlinie könnte ergänzt werden, dass Barsicherheiten, die aus zentral geclearten SFTs erhalten wurden, von Fonds zur Erfüllung der CCP-Marginanforderungen verwendet werden dürfen. Die entsprechenden ESMA-Leitlinien, die die derzeitige Beschränkung festigen, sollten entsprechend angepasst werden.

Wir schlagen daher folgende Änderung von Artikel 14(b) MMFR und der ESMA-Q&A 6 oder eine ausdrückliche Klarstellung zu Artikel 52 der UCITS-Richtlinie vor, um eine einheitliche Anwendung in allen EU-Mitgliedstaaten sicherzustellen.

Article 14(b) MMFR:

***By way of derogation, the prohibition shall not apply to collateral under repurchase agreements which are centrally cleared, including under indirect clearing arrangements, through a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation.***

Article 52 UCITS Directive:

***UCITS may use cash collateral received to meet margin requirements from centrally cleared securities financing transactions at a CCP authorised in accordance with Article 14 of Regulation (EU) No 648/2012 or recognised in accordance with Article 25 of that Regulation.***

### 2.3 Vorschlag für eine Verordnung über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (Settlement Finality Regulation, SFR)

Die DBG unterstützt die Modernisierung des Rahmenwerks für die Finalität von Abrechnungen und begrüßt den Übergang zu einer direkt anwendbaren Verordnung, die wesentliche rechtliche Schutzmechanismen bewahrt und die Unterstützung für die Erbringung von Dienstleistungen mittels DLT-Technologie einführtunterstützt. Dennoch bergen einige der hinzugefügten Bestimmungen das Risiko, Rechtsunsicherheit und Überregulierung zu schaffen, insbesondere durch die Auferlegung doppelter Anforderungen für bereits beaufsichtigte CCPs und CSDs, die schon unter bestehende regulatorische Rahmenwerke fallen. Wir empfehlen daher gezielte Anpassungen, um die Effizienz der widersprüchliche Regeln zu vermeiden und sicherzustellen, dass die endgültigen Verordnung effizient ist und die Rechtsklarheit für alle Marktteilnehmer wahrzusichern.

#### Artikel 2 SFR

Wir begrüßen grundsätzlich die aktualisierten Definitionen, insbesondere in Bezug auf die Definitionen von „System“, „Teilnehmer“ und „Übertragungsauftrag“, die die bisherigen Restunsicherheiten bezüglich des persönlichen und sachlichen Anwendungsbereichs der SFR beseitigen.

Wir würden jedoch vorschlagen, den ersten Teil der Definition von „Übertragungsauftrag“ (Artikel 2(20)(a)) wie folgt zu ändern, da dieser andernfalls als nicht alle relevanten Einträge in einem System erfassend angesehen werden könnte:

Article 2(20)(a) to be amended as follows:

*20) ‘transfer order’ means any of the following instructions, including instructions that require the use of a cryptographic key or other device or method to digitally sign:*

*(a) an instruction by a participant to place at the disposal of a recipient or member an amount of funds, **or any instruction** which results in the assumption or discharge of a payment obligation as laid down in the rules of the system, **including in relation to collateral arrangements and clearing***

#### Artikel 3 SFR

Die Formulierung “instruments other than those referred to in Article 2(1), point (20)(b)” in Artikel 3 Absatz 1 Unterabsatz 2 sollte überdacht werden, da Artikel 2 Absatz 1 Punkt (20)(b) bereits “financial and other instruments, where authorized by the system” abdeckt.

Mit Blick auf Nichtfinanzinstrumente ist dabei entscheidend, den Gleichlauf mit dem von EMIR verwendeten Begriff „Nichtfinanzinstrumente“ (non-financial instruments“) herzustellen. Denn mit EMIR 3.0 wurde klargestellt, dass die Zulassung einer CCP sich auf das Clearing von Nichtfinanzinstrumente erstrecken kann (siehe Artikel 14 Absatz 3, 15 Absatz 1 und 17 Absatz 4 EMIR). EMIR sieht keine Beschränkung dahingehend vor, dass eine CCP das Clearing von Nichtfinanzinstrumente nur „in begrenztem Umfang“ („to a limited extent“) anbieten darf. Wenn eine CCP Nichtfinanzinstrumente im Einklang mit ihrer EMIR-

Zulassung clear, ist kein Grund ersichtlich, warum insoweit der Schutz nach der SFR nicht vollumfänglich greifen sollte. Im Gegenteil ist aus Gründen der Systemsicherheit geboten, dass die SFR hinsichtlich des Umfangs der Einbeziehung von Nichtfinanzinstrumenten dem Umfang der Zulassung der CCP gemäß EMIR folgt.

#### **Artikel 5 SFR**

Im Rahmen des neu vorgesehenen Genehmigungsprozesses sollten nur solche Anforderungen geprüft werden, die für das ordnungsgemäße Funktionieren der durch die SFR gewährten Schutzmechanismen relevant sind (z. B. Systemregeln, die die Momente der Finalität klar definieren). Der Genehmigungsprozess sollte sich nicht auf andere aufsichtsrechtliche Anforderungen ohne einen solch unmittelbaren Zusammenhang erstrecken (z. B. Compliance, Risikomanagement oder finanzielle Ressourcen). Andernfalls könnte die SFR zu einer Doppelregulierung von Systembetreibern führen, die unter sektorspezifischen Vorschriften wie EMIR oder CSDR bereits entsprechenden Anforderungen unterliegen. In diesem Zusammenhang schlagen wir vor, die in Artikel 5(1)(g) bis (k) festgelegten Anforderungen zu streichen.

Sofern der Anwendungsbereich der SFR auf (potenziell unregulierte) Systembetreiber ausgeweitet wird, sollten die oben genannten Anforderungen nicht für regulierte Systembetreiber wie CSDs und CCPs gelten (da diese bereits durch sektorspezifische Anforderungen unter der CSDR oder EMIR abgedeckt sind).

Im Einzelnen: die Anforderung in Artikel 5(1)(b), wonach mindestens ein Teilnehmer des Systems im Mitgliedstaat der benennenden Behörde ansässig sein muss, kann in bestimmten Konstellationen zu einem Zuständigkeitskonflikt zwischen den benennenden Behörden führen, insbesondere wenn das für das System geltende Recht nicht mit dem Sitz des Systembetreibers übereinstimmt. Der aus unserer Sicht bessere Ansatz wäre, die benennende Behörde als die zuständige Behörde des Mitgliedstaates zu definieren, in dem der Systembetreiber seinen Sitz hat.

#### **Artikel 6 SFR**

Das Aktualisierungs- und Veröffentlichungsverfahren durch die benennende Behörde und die ESMA in Bezug auf bestimmte Informationen über das System gemäß Artikel 6(3) und (4) (in Verbindung mit entsprechenden Meldepflichten des Systembetreibers nach Artikel 8(2)) könnte sich in Bezug auf die Liste der Teilnehmer des Systems (Artikel 6(2)(f)), die häufigen Änderungen unterliegen kann, als umständlich erweisen.

Ein besserer, praktischerer Ansatz wäre, vom Systembetreiber zu verlangen, eine Liste seiner (direkten) Teilnehmer öffentlich zugänglich zu machen.

#### **Artikel 7 SFR**

Die Anforderung an Systembetreiber, die Einhaltung der Teilnahmebedingungen durch die Systemmitglieder zu überwachen, würde zu einer Doppelregulierung regulierter Systembetreiber führen, die bereits entsprechenden, spezifischeren Anforderungen unterliegen (z. B. nach Artikel 37 EMIR oder Artikel 33 CSDR).

## Artikel 17 bis 20 SFR

Grundsätzlich begrüßen wir die zweckmäßigen Überarbeitungen und Klarstellungen im Vergleich zur SFD, **insbesondere für CCPs in Bezug auf Einschuss- und Ausfallfondsbeiträge (Artikel 19).**

Allerdings sollte die Bestimmung des Zeitpunkts der Unwiderruflichkeit von Überweisungsaufträgen vollständig den Regeln des Systems überlassen bleiben. Die zusätzlichen Kriterien des Eingangs, der Registrierung und der Bestätigung durch das System (Artikel 18 (1) bzw. 20 (1)) erscheinen für viele Anwendungsbereiche zwar passend, aber nicht für alle. Dies betrifft insbesondere das sog. Open-Offer-Clearing-Modell, bei dem die CCP mit Zusammenführung der Aufträge (matching of orders) durch den betreffenden Markt zwischen Käufer und Verkäufer tritt und hinsichtlich der Unwiderruflichkeit an den Zeitpunkt der Zusammenführung der Aufträge auf dem Markt anknüpft.

Zudem sollten auch Nichtfinanzinstrumente („non-financial instruments“) im Sinne von EMIR in Artikel 19 einbezogen werden. In diesem Zusammenhang verweisen wir auch auf unseren Kommentar zu Artikel 3. Auch sollte sich die Schutzwirkung des Artikel 19 nicht auf den Geschäftstag der Eröffnung des Insolvenzverfahrens beschränken, um auch längere

## Artikel 21 SFR

Artikel 21(3) und (4) sehen Regelungsbefugnisse für ESMA und EBA vor, um unter anderem den Zeitpunkt des Eingangs von Übertragungsaufträgen in ein benanntes System, den Zeitpunkt der Unwiderruflichkeit eines Übertragungsauftrags und den Zeitpunkt der endgültigen Abwicklung zu bestimmen.

Da diese Finalitätsmomente durch die Regeln des Systems bestimmt werden (siehe Titel IV der SFR), könnten solche Regelungsbefugnisse zu Konflikten mit bestehenden Systemregeln führen oder mit der Gesamtheit der Regeln verschiedener Systeme nicht vereinbar sein, was zu Rechtsunsicherheiten führen würde. Dies gilt insbesondere für Systeme, die von regulierten Systembetreibern betrieben werden.

Wir schlagen daher folgende Änderungen vor:

Artikel 21(3):

ESMA may, in close cooperation with the ESCB, for clearing and securities settlement systems not operated by a CSD **or a CCP**, and taking into account the specificities of different types of systems, and the mechanics of those systems, develop draft regulatory technical standards to specify the rules for determining all of the following: [.]

Artikel 21(4):

EBA may, in close cooperation with the ESCB, **for payment systems not operated by a CSD or a CCP**, and taking into account the specificities of different types of payments systems and the mechanics of the systems, develop draft regulatory technical standards to specify the rules for determining all of the following: [.]

## **Artikel 24 und 25 SFR**

Diese Kollisionsnorm ist das entscheidendste und praktisch relevanteste Element der aktuellen SFD für Systembetreiber (Artikel 8 SFD). Wir unterstützen nachdrücklich ihre 1:1-Überführung in die SFR als direkt bindende Verordnung.

Dasselbe gilt für Artikel 25 (Sicherheiten), der dem aktuellen Artikel 9 SFD entspricht. Dabei sollten Ausfallfondsbeiträge vorsorglich auch in Artikel 25 erwähnt werden. Die zu begrüßende Erwähnung in Artikel 19 greift zu kurz, denn die Norm ist auf die Verwendung der dort genannten Mittel am Geschäftstag der Eröffnung des Insolvenzverfahrens beschränkt. CCPs werden nach dem Wasserfallprinzip auf die Ausfallfondsbeiträge aber erst zurückgreifen, nachdem die Nettoverpflichtung aus dem Close-out-Netting bestimmt und die Sicherheiten verwertet wurden.

## **DLT-bezogene Änderungen in der SFR**

Wir unterstützen die hinzugefügten Änderungen im Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen über DLT-Technologie, einschließlich:

- Die Möglichkeit, die Abwicklung in verteilter und dezentraler Weise durchzuführen, sowie die Bereitstellung von Kerndienstleistungen durch einen CSD über ein verteiltes Netzwerk, was nicht als Auslagerung behandelt wird.
- Die Verpflichtung für ein DLT-basiertes SSS mit dezentraler Validierung, ein Unternehmen als rechtlich verantwortlich und haftbar zu benennen.
- Die Verpflichtung für ein DLT-basiertes SSS, einen Konsensmechanismus zu haben, der eine deterministische und rechtlich durchsetzbare Finalität erzeugt (<> probabilistische Finalität auf der Bitcoin-Blockchain).
- Das Level-2-Mandat der ESMA zur Definition der Momente der Finalität für DLT-basierte Systeme (Eingang in das System, Unwiderruflichkeit, Abwicklung).
- Die Bestimmung im Falle von Rechtskonflikten: Falls der Ort des „Registers, Kontos oder zentralisierten Depotsystems“ nicht bestimmt werden kann, gilt das für das System geltende Recht für Eigentumsrechte.

### 3. Schlussbemerkung

Abschließend möchten wir betonen, dass das MISP eine entscheidende Chance darstellt, die strukturellen Schwächen der europäischen Kapitalmärkte nachhaltig zu adressieren und die Wettbewerbsfähigkeit der EU langfristig zu sichern. Wie bereits in der Einleitung hervorgehoben, ist die Stärkung der Kapitalmärkte ein zentraler Baustein für Wachstum, Wohlstand und strategische Autonomie Europas. Angesichts der zunehmenden geopolitischen Spannungen, der anhaltenden Fragmentierung der Liquidität und der globalen Verschiebungen in Richtung moderner, effizienter Marktinfrastrukturen ist es von größter Bedeutung, dass das MISP konsequent genutzt wird, um eine echte Spar- und Investitionsunion zu unterstützen. Die vorgeschlagenen Maßnahmen sollten daher so ausgestaltet werden, dass sie die Resilienz des europäischen Finanzsystems erhöhen, innovationsfreundliche Rahmenbedingungen fördern und die Grundlage für einen integrierten, transparenten und wettbewerbsfähigen europäischen Kapitalmarkt legen. Nur wenn das MISP diese strategische Ambition erfüllt, kann Europa seine Rolle in der globalen Finanzarchitektur behaupten und die Voraussetzungen für zukünftiges wirtschaftliches Wachstum stärken.