



EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 4.12.2025
COM(2025) 940 final

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN
EUROPÄISCHEN RAT, DEN RAT, DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK, DEN
EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN
AUSSCHUSS DER REGIONEN**

Weiterentwicklung der Kapitalmarktintegration und Aufsicht in der Union

1. Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Union und Kapitalmarktintegration

In einem sich rasch wandelnden globalen Umfeld muss die Europäische Union ihre Wettbewerbsfähigkeit ausbauen, um weitreichende Vorteile für die Menschen und Unternehmen in der gesamten EU zu erschließen. Dies kann erreicht werden, indem die EU die Vorteile ausschöpft, die sie dank ihrer diversen und qualifizierten Arbeitskräfte, ihrer innovativen Unternehmen, ihrer Stärke in zahlreichen strategischen Schlüsselindustrien und ihres Engagements für die Dekarbonisierung und nachhaltigere Gestaltung der Wirtschaft vorzuweisen hat. Auch wenn es viele Gründe gibt, optimistisch zu sein, ist die EU-Wirtschaft in den letzten Jahren doch unter ihren Möglichkeiten geblieben. Grund dafür sind strukturelle Schwächen, die sie im Vergleich zu ihren internationalen Wettbewerbern bremsen und ihre strategische Autonomie einschränken. Erschwerend kommt hinzu, dass Geld oft leichter in Nicht-EU-Länder transferiert werden kann als in andere EU-Mitgliedstaaten. Wie im Draghi- und im Letta-Bericht sowie in den Politischen Leitlinien der Kommission für 2024-2029¹ festgestellt wurde, muss dringend gehandelt werden, um die Wirtschaftsleistung zu verbessern und der EU die Instrumente an die Hand zu geben, die sie braucht, um ihre Zukunft zu gestalten².

Die Belebung der EU-Wirtschaft und die Stärkung der internationalen Wettbewerbsposition der EU sind zentrale Schwerpunkte der aktuellen Amtszeit der Europäischen Kommission. Der Kompass für Wettbewerbsfähigkeit³ enthält einen umfassenden Plan zur Stärkung der EU-Wirtschaft und zur Nutzung ihres Potenzials, wobei die Strategie für eine Spar- und Investitionsunion⁴ einen zentralen Stellenwert einnimmt. Der Europäische Rat ist sich darin einig, dass es angesichts der Herausforderungen für die Wettbewerbsfähigkeit der EU von größter Bedeutung ist, dass wirklich integrierte und tiefere europäische Kapitalmärkte geschaffen werden, die allen Bürgerinnen und Bürgern und Unternehmen in der gesamten Union zugänglich sind⁵. Deshalb forderte der Europäische Rat die Kommission auch auf, die Konvergenz und Wirksamkeit der Beaufsichtigung der Kapitalmärkte in der gesamten EU zu

¹Europa hat die Wahl, Politische Leitlinien für die nächste Europäische Kommission 2024-2029, [e6cd4328-673c-4e7a-8683-f63ffb2cf648_de](https://ec.europa.eu/economy_finance/economy_finance_en).

² Die Integration und Vertiefung der EU-Kapitalmärkte wird Investoren, Unternehmen und der EU-Wirtschaft insgesamt Vorteile bringen, da dadurch ein breiteres Spektrum an finanziellen Möglichkeiten erschlossen und Ersparnis effektiv für produktive Investitionen mobilisiert wird. Laut IWF kommen die internen Hindernisse im Binnenmarkt allein für den Finanzdienstleistungsbereich einem Zollsatz von mehr als 100 % gleich. Holste und Bergström (2025) kommen zu dem Ergebnis, dass das EU-BIP im Jahr 2024 bei einem über zehn Jahre vollintegrierten Kapitalmarkt um 7,8-8 Billionen EUR höher hätte ausfallen können. Außerdem weisen Simulationen des IWF darauf hin, dass eine robuste Kapitalmarktunion zu einem Drittel der Gesamtvorteile des Binnenmarkts beitragen könnte, wodurch das BIP-Niveau potenziell um einen Prozentpunkt gesteigert werden könnte.

³https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/competitiveness-compass_de.

⁴ [Strategie für eine Spar- und Investitionsunion zur Verbesserung der finanziellen Möglichkeiten der Bürgerinnen und Bürger und Unternehmen in der EU](#). Bei den Initiativen dieser Strategie geht es um die Bürgerinnen und Bürger und um Ersparnis, um Investitionen und Finanzierung, um Marktintegration und -größe, um eine effiziente Aufsicht im Binnenmarkt und um die Wettbewerbsfähigkeit und Integration des Bankensektors. Die Initiativen sind so angelegt, dass sie sich gegenseitig verstärken. So haben beispielsweise die vorgeschlagene Strategie zur Vermittlung von Finanzwissen, die Empfehlung zu Spar- und Anlagekonten und die Maßnahmen zur zusätzlichen Altersversorgung allesamt zum Ziel, den europäischen Bürgerinnen und Bürgern durch Investitionen an den Kapitalmärkten mehr Möglichkeiten zur Vermögensbildung zu eröffnen. Diese Maßnahmen können ihre Wirkung aber nur dann entfalten, wenn die Hindernisse für die Integration der EU-Kapitalmärkte beseitigt werden, denn diese erhöhen nach wie vor die Kosten und schmälern die Erträge der Anleger.

⁵<https://www.consilium.europa.eu/media/vhjldyt5/european-council-conclusions-de.pdf>.

verbessern und die Fragmentierung zu verringern⁶. Darüber hinaus hat das Europäische Parlament einen Bericht angenommen, in dem es die Ankündigung der Kommission begrüßt, ein ambitioniertes Paket mit Legislativvorschlägen vorzulegen, um das Ökosystem für Handel und Nachhandel in der Europäischen Union zu stärken, Hindernisse für grenzüberschreitende Tätigkeiten zu beseitigen und den Rahmen für neue Technologien zu rüsten⁷.

Trotz der bisherigen Integrationsbestrebungen⁸ sind die EU-Kapitalmärkte nach wie vor zu fragmentiert und ineffizient, um den gewaltigen Pool an Ersparnissen in der EU für den erheblichen Investitionsbedarf, den die EU insbesondere in strategischen Schlüsselsektoren aufweist, zu mobilisieren. Da die Ineffizienzen auf den EU-Kapitalmärkten dringend behoben werden müssen, erkennt die Kommission an, dass sie bestimmte Rechtsvorschriften, darunter auch solche, die erst vor Kurzem zum Abschluss gebracht wurden, substanziell überarbeiten muss. Dies ist unerlässlich, um fortbestehende Hindernisse zu beseitigen und sicherzustellen, dass die Reformen mit der sich wandelnden Finanzlandschaft Schritt halten.

Darüber hinaus werden die Initiativen zur Integration der Kapitalmärkte Vorteile für die EU-Wirtschaft mit sich bringen, insbesondere auch für Unternehmen, die zu den strategischen Prioritäten der EU beitragen. Öffentliche Mittel allein werden nicht ausreichen, um die Finanzierungslücke zu schließen, mit der viele Unternehmen, insbesondere KMU, Start-ups und Scale-ups, konfrontiert sind. Die EU hat eine Reihe von Finanzierungsinstrumenten (wie InvestEU und den Fonds des Europäischen Innovationsrats) sowie Programme unter der Schirmherrschaft der Europäischen Investitionsbank und des Europäischen Investitionsfonds aufgelegt, um mehr privates Kapital zu mobilisieren. Neben diesen öffentlichen Initiativen sind wirkliche Fortschritte bei der Entwicklung gut funktionierender und gut integrierter EU-Kapitalmärkte der beste Weg, um private Investoren und privates Kapital für EU-Projekte und -Prioritäten zu gewinnen.

Hindernisse für die grenzüberschreitende Erbringung und Nutzung von Finanzdienstleistungen, die auch mit unterschiedlichen nationalen Aufsichtspraktiken zusammenhängen, stehen der Schaffung eines echten Kapitalbinnenmarkts nach wie vor im Wege, verhindern die Bildung großer Liquiditätspools und schränken das Potenzial für Skaleneffekte ein. Es braucht mehr Ehrgeiz bei der Förderung der Marktintegration, wozu

⁶ Der Europäische Rat fordert die Kommission auf, i) für konvergente Aufsichtspraktiken zu sorgen, ii) die Bewertung der Bedingungen, unter denen die Europäischen Aufsichtsbehörden in die Lage versetzt werden, die systemrelevantesten grenzüberschreitend tätigen Kapital- und Finanzmarktakteure wirksam zu beaufsichtigen, abzuschließen und auf der Grundlage dieser Bewertung gegebenenfalls einen Vorschlag zur Aufsicht vorzulegen, iii) Hindernisse für die marktgesteuerte Konsolidierung der Marktinfrastruktur und für grenzübergreifende Investitionen rasch zu beseitigen und iv) die bestehenden Vorschriften zu straffen, Überschneidungen zu beseitigen, Rechtsvorschriften zu präzisieren und die Kosten für die Einhaltung der Vorschriften und die Berichterstattung zu senken.

⁷ Bericht über Erleichterungen bei der Finanzierung von Investitionen und Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Union und die Schaffung einer Kapitalmarktunion (Draghi-Bericht) | A10-0124/2025 | Europäisches Parlament, Nummern 26 und 29. Der Bericht geht davon aus, dass ein solcher Vorschlag dazu beitragen könnte, die Marktfragmentierung in der EU zu überwinden. Er unterstützt die Absicht der Kommission, Maßnahmen vorzuschlagen, um die Instrumente der aufsichtlichen Konvergenz zu stärken und wirksamer zu gestalten und eine einheitlichere direkte Beaufsichtigung der Kapitalmärkte zu erreichen, indem bestimmte Aufgaben auf die EU-Ebene übertragen werden.

⁸ Die Spar- und Investitionsunion. stützt sich auf die im Rahmen der beiden Aktionspläne zur Kapitalmarktunion bereits erzielten Fortschritte und die parallel unternommenen Maßnahmen zur Entwicklung der Bankenunion: Europäische Kommission, „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“, KOM(2015) 468 final vom 30. September 2015 und „Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – Neuer Aktionsplan“, COM(2020) 590 final vom 24. September 2020.

wiederum eine Kombination aus politischen Maßnahmen auf mitgliedstaatlicher und auf EU-Ebene erforderlich ist. Durch diese in der Strategie für die Spar- und Investitionsunion dargelegten Maßnahmen soll es für die Menschen in der gesamten EU leichter werden, durch ein Engagement an enger integrierten Kapitalmärkten zu mehr Wohlstand zu gelangen, wobei zugleich die Investitionskapazität der EU vergrößert werden soll.

Die Europäische Kommission legt daher ambitionierte zukunftsorientierte Legislativvorschläge⁹ zur Beseitigung dieser Hindernisse vor, um Anlegern den Zugang zu breit gefächerten Investitionsmöglichkeiten zu erleichtern und den Unternehmen die grenzüberschreitende Kapitalbeschaffung zu ermöglichen. Dass dieses sehr umfangreiche Legislativpaket nur neun Monate nach seiner Ankündigung im Rahmen der Strategie für die Spar- und Investitionsunion vorgelegt wird, unterstreicht die politische Bedeutung und Dringlichkeit der Initiative. Der Schwerpunkt des Pakets liegt auf Vorschlägen zur Beseitigung von Hemmnissen, die eine Fragmentierung des Binnenmarkts in einer Reihe von wichtigen Marktsegmenten wie Handel, Nachhandel und Vermögensverwaltung zur Folge haben, wobei in diesen Bereichen zugleich die Innovation gefördert und die Aufsicht verbessert werden soll.

Die Kommission erkennt an, dass auch an anderer Stelle Hindernisse für die Marktintegration beseitigt werden müssen, wie z. B. Unterschiede in den steuerlichen Rahmenregelungen, im Gesellschaftsrecht sowie im Insolvenz- und Wertpapierrecht und bei der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten. Die Kommission wird eine 28. Regelung für binnenmarktweit tätige Unternehmen vorschlagen und gegebenenfalls weitere Initiativen in diesen Bereichen erwägen. Die Kommission wird 2026 außerdem einen umfassenden Bericht über die Lage des Bankensystems im Binnenmarkt, insbesondere auch mit einer Bewertung der Wettbewerbsfähigkeit des Sektors, veröffentlichen, der als Grundlage für eine positive, zukunftsorientierte Reformagenda für den Bankensektor dienen soll. Dieses Paket steht sowohl mit dem Fahrplan für den Binnenmarkt bis 2028, den Präsidentin von der Leyen in ihrer Rede zur Lage der Union 2025 angekündigt hat, als auch mit den umfassenderen Bestrebungen der Kommission in Einklang, die europäischen Märkte weiterzuentwickeln, indem Hindernisse für Waren, Dienstleistungen, Menschen und Kapital abgebaut werden¹⁰.

2. Ein echter Binnenmarkt für Kapital: Beseitigung von Hindernissen für integrierte Märkte und einfacherer Zugang für Unternehmen und Privatpersonen in der gesamten EU

Die Hindernisse für integrierte Kapitalmärkte entstehen durch unterschiedliche Regulierungsansätze, die häufig die Nutzung von Ermessensspielräumen bei der Umsetzung und Auslegung von EU-Richtlinien und unterschiedliche Aufsichtskonzepte widerspiegeln. Durch diese Hindernisse werden grenzüberschreitende Geschäfte von Finanzmarktteilnehmern unnötig verkompliziert. Das vorliegende Legislativpaket zielt darauf ab, solche Hindernisse in den wichtigsten Kapitalmarktsegmenten zu beseitigen, Unternehmen so die Kapitalbeschaffung zu erleichtern und Anlegern einen besseren Zugang zu einem breiten Spektrum von Anlagemöglichkeiten und Dienstleistungen zu verschaffen. Die Beseitigung von Hindernissen für die Marktintegration muss eine gemeinsame Anstrengung der EU und der Mitgliedstaaten sein und sollte letztlich vom Markt getrieben werden. Die Integration muss unter Wahrung der Finanzstabilität, der Marktintegrität und des Anlegerschutzes erreicht werden, damit der EU-Finanzmarkt sicher und krisenfest bleibt.

⁹ Siehe Anhang mit einer detaillierten Auflistung der Vorschläge.

¹⁰ COM(2025) 500 final - Der Binnenmarkt: unser europäischer Heimatmarkt in einer unsicheren Welt - Eine Strategie für einen einfachen, nahtlosen und starken Binnenmarkt.

Vereinfachung – insbesondere Bürokratieabbau – ist für Unternehmen und Investoren von zentraler Bedeutung. Dementsprechend konzentriert sich das Paket auch auf die Verschlinkung der regulatorischen Auflagen, damit grenzüberschreitende Tätigkeiten kosteneffizienter werden. Die Vereinfachung soll auf verschiedene Weise erreicht werden: Verlagerung bestimmter Vorschriften aus Richtlinien in Verordnungen, Abschaffung des Spielraums für strengere Maßnahmen („Gold Plating“) auf nationaler Ebene, Feinjustierung der Stufe-2-Ermächtigungen, Verschlinkung überlappender, kostspieliger und ineffizienter Aufsichtsregelungen und ganz allgemein Beseitigung von Hemmnissen in den EU- und nationalen Rahmenregelungen für Marktteilnehmer und Investoren. Wohlgermerkt wäre ein echter Kapitalbinnenmarkt – ohne Hindernisse und mit einer effizienten, harmonisierten Aufsicht – für sich genommen schon eine erhebliche Vereinfachung, die den Menschen und Unternehmen in der gesamten EU zugutekäme.

Das vorliegende Paket konzentriert sich auf die Beseitigung der Hemmnisse¹¹, die sich aus Vorschriften und Aufsichtskonzepten im gesamten Kapitalmarkt-Ökosystem ergeben. Finanzmarktinfrastrukturen sind für den freien Kapital- und Dienstleistungsverkehr unverzichtbar, operieren bis jetzt aber nach wie vor weitgehend isoliert, was Synergien einschränkt und kostspielige Doppelstrukturen mit sich bringt. Die Vermögensverwaltungsbranche bleibt hochgradig fragmentiert, und viele nationale Fonds weisen nicht die nötige Größe auf, um es mit den erheblich größeren Fonds aufnehmen zu können, die zwar in der EU tätig sind, ihren Sitz aber in Drittländern unterhalten. Mit diesem umfassenden Ansatz wird sichergestellt, dass das Paket alle tragenden Säulen der Kapitalmarktfinanzierung abdeckt, d. h. die maßgeblichen Kanäle, über die Investoren und finanzierungsinteressierte Unternehmen zusammenkommen.

2.1. Umfassende Maßnahmen für die Kapitalmarktintegration

Maßnahmen zur Beseitigung von Hindernissen für Gruppen - In allen Sektoren, die Gegenstand dieses Pakets sind, sind grenzübergreifende Gruppen oft mit doppelten Regulierungsaufgaben konfrontiert, was in erster Linie an unzureichend harmonisierten Vorschriften liegt. Diese fragmentierte Regulierungslandschaft ist ineffizient, da sie Unternehmen zwingt, beträchtliche Ressourcen für das Navigieren durch verschiedene Rechtssysteme aufzuwenden, wobei der Aufwand und die Compliance-Maßnahmen oft für jeden Mitgliedstaat, in dem sie tätig sind, neu anfallen. Diese Ineffizienzen verhindern eine optimale Ressourcenallokation und Synergien innerhalb von Gruppen. Viele Ressourcen, die Finanzdienstleister für Wertschöpfung, Wachstum und Innovation einsetzen könnten, fließen in die Bewältigung komplexer Regularien. Dies führt zu höheren Betriebskosten, die letztlich an die Endkunden und Anleger weitergegeben werden. Mit dem vorliegenden Paket sollen diese Probleme gelöst werden, indem unnötige regulatorische Überlappungen und Unterschiede beseitigt werden, ohne die finanzielle Solidität von Finanzdienstleistungsgruppen oder den Anlegerschutz zu schwächen. Dadurch werden die Märkte effizienter, die Betriebskosten geringer und die Finanzdienstleister in die Lage versetzt, Anlegern in der EU wettbewerbsfähigere Dienstleistungen und Produkte anzubieten.

Maßnahmen zur Beseitigung von Hindernissen für den „Europäischen Pass“ – Mit dem vorliegenden Paket soll auch sichergestellt werden, dass der Europäische Pass wirkungsvoll funktioniert und so die Tätigkeit über verschiedene Mitgliedstaaten hinweg erleichtert.

¹¹ Siehe Folgenabschätzung zur Marktintegration und Aufsicht mit weiteren Einzelheiten hierzu.

Basierend auf den Grundsätzen der Dienstleistungs- und der Niederlassungsfreiheit sollte es der Europäische Pass Investmentfonds und Finanzdienstleistungsunternehmen, die in einem EU-Mitgliedstaat zugelassen sind, ermöglichen, ihre Produkte und Dienstleistungen problemlos im gesamten Binnenmarkt anzubieten, ohne nationale Zusatzvorschriften einhalten oder Zulassungen in jedem einzelnen Mitgliedstaat beantragen zu müssen. Ziel ist es, die Verfahren zu vereinfachen und den Marktzugang zu verbessern und Unternehmen und Investoren in der gesamten EU somit weit mehr Möglichkeiten zu eröffnen. Allerdings funktioniert der derzeitige Rahmen für den Europäischen Pass in der Praxis nicht so effizient wie beabsichtigt und ist noch verbesserungsfähig. Wegen uneinheitlicher Anwendung der Vorschriften durch die nationalen Behörden und ungerechtfertigter nationaler Zusatzanforderungen ist die Einmalzulassung mit dem Europäischen Pass für viele Unternehmen noch kein funktionsfähiges Instrument, sondern eher eine theoretische Möglichkeit. Besonders akut ist dieses Problem für geregelte Märkte, Zentralverwahrer, OGAW-Fonds (OGAW: Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) und Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM), die alternative Investmentfonds (AIF) in der gesamten EU vertreiben. Die mangelnde Funktionsfähigkeit des Europäischen Passes ist eine vertane Chance. Zu den Maßnahmen, mit denen die volle Funktionsfähigkeit des Europäischen Passes hergestellt und die grenzüberschreitende Tätigkeit erleichtert werden soll, gehören klarere Vorschriften für die einmalige Zulassung von Handelsplätzen und Zentralverwahrern, die neue europaweite Marktbetreiberlizenz¹², die neue Regelung für die Erteilung des Europäischen Passes bei der Zulassung von OGAW-Fonds und AIFM¹³ sowie die Möglichkeit für Unternehmen, Wertpapieremissionen grenzüberschreitend zu gestalten¹⁴. Diese Maßnahmen werden den Eintritt in den Binnenmarkt vereinfachen, die Betriebskosten senken und es Anlegern und Unternehmen erleichtern, von einem wirklich einheitlichen Binnenmarkt zu profitieren.

Maßnahmen zur Beseitigung von Hindernissen für die Vernetzung – Das Paket zielt darauf ab, die Anforderungen auf EU-Ebene zu vereinfachen und die Vernetzung zu verbessern. Hierzu werden die Vorschriften für die Zulassung, die Geschäftstätigkeit, die Kommunikation und den Vertrieb für Handelsplätze, Zentralverwahrer und Vermögensverwalter harmonisiert. Die derzeitigen Abwicklungsinstrumente werden verbessert, und die EU-Abwicklungsinfrastrukturen müssen für Währungen, in denen sie Abwicklungen anbieten, zur Abwicklung über TARGET 2-Securities (T2S¹⁵) in der Lage sein. Darüber hinaus werden mit dem Paket die Open-Access-Maßnahmen verstärkt und der direkte Zugang von Brokern zu Handelsplätzen vereinfacht. Vereinfachte und harmonisierte Anforderungen werden die Befolgungskosten senken und den Marktteilnehmern eine effizientere EU-weite Tätigkeit ermöglichen.

¹² Für grenzüberschreitend tätige Marktbetreiber soll eine neue Lizenz für „paneuropäische Marktbetreiber“ eingeführt werden, die es ermöglichen soll, auf Basis einer einzigen Lizenz Handelsplätze in mehreren Mitgliedstaaten zu betreiben.

¹³ Eine neue Regelung für die Erteilung des „Europäischen Passes bei Zulassung“ soll OGAW-Fonds und AIF (über ihre AIFM) sofort bei der Zulassung Binnenmarktzugang in den von ihnen gewählten Mitgliedstaaten verschaffen.

¹⁴ Um die Freiheit der Emissionstätigkeit zu verbessern, soll die Möglichkeit der Mitgliedstaaten eingeschränkt werden, für Emittenten zusätzliche Anforderungen vorzusehen, die ein Hindernis für grenzüberschreitende Emissionen darstellen könnten.

¹⁵ T2S ist eine Plattform, die 2015 eingerichtet wurde und vom Eurosystem betrieben wird. Sie bietet eine harmonisierte, schlanke Wertpapierabwicklung in Zentralbankgeld und erleichtert so die zentralverwahrerübergreifende Abwicklung.

Maßnahmen zur Beseitigung von Hindernissen für DLT-Innovation – In diesem Paket wird auch hervorgehoben, wie wichtig Innovation im Finanzsektor ist, insbesondere Innovation mit Distributed-Ledger-Technologie (DLT). Diese Innovationen haben das Potenzial, Finanzdienstleistungen für Menschen und Unternehmen in der gesamten EU zu verbessern. Daher werden mit dem Paket bestehende Rechtsvorschriften geändert, um Hindernisse und Komplexitäten zu beseitigen, die der Einführung von DLT im EU-Finanzsektor im Wege stehen. Die überarbeitete DLT-Pilotregelung wird dazu beitragen, dass weitreichende Versuche mit DLT durchgeführt werden können, und wird gleichzeitig wertvolle Erkenntnisse für die künftige Politikgestaltung liefern. Mit dem Paket werden nicht nur der Anwendungsbereich und die Flexibilität der DLT-Pilotregelung vergrößert, sondern auch die Rechtsvorschriften für den Nachhandel modernisiert, um neuen Technologien besser Rechnung zu tragen.

Indem diese Ineffizienzen behoben werden, indem sichergestellt wird, dass der Europäische Pass wie beabsichtigt funktioniert, indem es in mehreren Mitgliedstaaten tätigen Gruppen ermöglicht wird, ihre Tätigkeiten zu verschlanken und Synergien zu erzielen, und indem die Vernetzung verbessert und die DLT-Innovation gefördert wird, soll dieses Paket die besagten potenziellen Vorteile erschließen und so den EU-Kapitalmärkten einen echten Schub geben.

2.2. Verbesserung der EU-Aufsicht: Grundpfeiler der Marktintegration und der Marktgröße

Eine integrierte EU-Aufsichtsarchitektur ist für einen Finanzdienstleistungsbinnenmarkt unerlässlich. Finanzdienstleister, die in denselben Bereichen tätig sind, sollten ihre Dienstleistungen und Tätigkeiten EU-weit anbieten können, ohne durch unterschiedliche Aufsichtskonzepte, die den Markt fragmentieren, gehindert zu werden. Gegenwärtig sind Aufsichtsmaßnahmen in der EU nicht in gleichem Maße vorhersehbar und beinhalten keine ganzheitliche Bewertung der grenzüberschreitenden Tätigkeiten der Anbieter. Im Zusammenspiel mit der unzureichenden Nutzung der bestehenden Instrumente der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zur Förderung der Aufsichtskonvergenz verteuern diese aufsichtlichen Hemmnisse grenzüberschreitende Geschäfte, schaffen Rechtsunsicherheit und ungleiche Wettbewerbsbedingungen und machen Investitionen in der EU ganz allgemein schwieriger und kostspieliger.

Neue Bereiche für die Beaufsichtigung durch die ESMA – Mit zunehmender Marktintegration muss sich auch der EU-Aufsichtsrahmen entsprechend weiterentwickeln. Die Bündelung von Aufsichtsbefugnissen auf EU-Ebene wird eine tiefere Marktintegration fördern und zum reibungslosen und effizienten Funktionieren der Kapitalmärkte beitragen, da Hindernisse beseitigt werden und die grenzüberschreitende Tätigkeit zunimmt. Die Aufsichtsreform wird unter anderem beinhalten, dass direkte Aufsichtsaufgaben in Bezug auf bestimmte signifikante und grenzüberschreitende Unternehmen im Handels- und Nachhandelsbereich¹⁶ sowie für Unternehmen in neuen Bereichen, wie Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen, auf die ESMA übertragen werden. Die nationalen Behörden

¹⁶ Für die Ermittlung, welche Unternehmen direkt beaufsichtigt werden, wurde eine Reihe klarer Kriterien aufgestellt, die der Größe/systemischen Bedeutung und der grenzüberschreitenden Tätigkeit oder gesamteuropäischen Dimension der Gruppe von zentralen Gegenparteien, Zentralverwahrern und Handelsplätzen Rechnung tragen. Um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu gewährleisten, würden Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien, die einer Gruppe mit mindestens einem der Beaufsichtigung durch die ESMA unterliegenden Mitglied angehören, ebenfalls unter Aufsicht der ESMA gestellt. Ebenso würden alle Handelsplätze innerhalb einer von der ESMA beaufsichtigten Gruppe von der ESMA beaufsichtigt.

sollten die ESMA bei der Wahrnehmung ihrer direkten Aufsichtsaufgaben unterstützen. Die ESMA wird auch eine stärkere Rolle bei der Konvergenz und Koordinierung der Beaufsichtigung großer Gruppen von Vermögensverwaltern und Investmentfonds¹⁷ im Binnenmarkt übernehmen. Diese Reform der Aufsichtsregelungen wird die Durchsetzung des einheitlichen Regelwerks erleichtern, einen umfassenden Überblick gewährleisten, eine fundierte Entscheidungsfindung erleichtern und eine möglichst effiziente Ressourcennutzung ermöglichen. Um der erweiterten Rolle der ESMA Rechnung zu tragen, sind eine Überprüfung ihrer Leitungsstrukturen, insbesondere auch mit einem neu geschaffenen „Executive Board“¹⁸, und die Entwicklung eines nachhaltigen, fairen und anpassungsfähigen Finanzierungsmodells erforderlich.

Instrumente der ESMA zur Förderung der Aufsichtskonvergenz – Mit dem Paket sollen auch die Nutzung und Wirksamkeit der bestehenden Instrumente der ESMA zur Förderung der aufsichtlichen Konvergenz verbessert werden. Zu diesen Instrumenten gehören beispielsweise das Verfahren bei Verstößen gegen das Unionsrecht, Garantien der Verfahrensaussetzung, Peer Reviews, Schlichtungen bei Uneinigkeit zwischen den zuständigen Behörden und die Weitergabe von Aufgaben und Zuständigkeiten. Vorgeschlagen wird, neue horizontale Instrumente einzuführen, wie Plattformen für die Zusammenarbeit und einen Mechanismus für die gegenseitige Amtshilfe zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden, um die grenzüberschreitende Beitreibung von Geldbußen zu erleichtern. Darüber hinaus wird die ESMA mit neuen Konvergenzbefugnissen ausgestattet, um eine wirksame Beaufsichtigung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen zu gewährleisten und das Vertrauen in den Europäischen Pass zu stärken. Im Rahmen dieser neuen Befugnisse kann die ESMA verlangen, dass die zuständigen Behörden ihre Stellungnahme einholen und dass im Falle schwerwiegender Aufsichtsmängel Korrekturmaßnahmen ergriffen werden. Außerdem kann sie das Recht eines Unternehmens zur grenzüberschreitenden Erbringung von Dienstleistungen aussetzen, wenn dieses gravierend gegen EU-Recht verstoßen hat.

Makroprudenzielle Aufsicht und Risikoüberwachung – Schließlich erkennt die Kommission die Notwendigkeit einer ganzheitlichen, einfacheren und gut koordinierten makroprudenziellen Aufsicht und Risikoüberwachung im gesamten Finanzsystem an, damit das Vertrauen in den Nichtbanken-Finanzsektor wachsen kann. Die Kommission hat die Interessenträger im Rahmen einer Konsultation¹⁹ dazu befragt, ob der bestehende Rahmen ausreicht, um systemische Risiken aus der Finanzmittlertätigkeit von Nichtbanken angesichts zunehmender Komplexität und immer engerer Verflechtungen zwischen Banken und Nichtbanken zu ermitteln und zu steuern. Aufgrund der Konsultationsergebnisse erwägt die Kommission über das vorliegende Paket hinaus für 2026 gezielte Maßnahmen, um die makroprudenzielle Aufsicht zu stärken und die Resilienz des Finanzsystems der EU zu erhöhen.

¹⁷ Zu den neuen Instrumenten und Mechanismen, die der ESMA zur Verfügung stünden, um Hindernisse für grenzüberschreitende Tätigkeiten zu beseitigen, gehören das Mandat, gemeinsam mit den zuständigen nationalen Behörden eine gemeinsame Bewertung von Vermögensverwaltern auf Gruppenebene zu organisieren, und die Einrichtung von Plattformen für die Zusammenarbeit, wobei zugleich der Auftrag der ESMA zur verbindlichen Vermittlung gestärkt und sie diese Rolle auch auf eigene Initiative ausüben könnte. Die ESMA soll nicht nur über diese Befugnis verfügen, sondern wäre in klar definierten Fällen auch zur Vermittlung verpflichtet, was dafür sorgen würde, dass diese Möglichkeit wirksam genutzt wird.

¹⁸ Aufsichtsentscheidungen würden von einem neu geschaffenen Executive Board aus unabhängigen Mitgliedern getroffen, wobei ein Verfahren der impliziten Zustimmung des Rates der Aufseher greifen soll.

¹⁹ https://finance.ec.europa.eu/document/download/db0e482b-12b8-43d5-ad8d-b54e6af4b315_en?filename=2024-non-bank-financial-intermediation-summary-of-responses_en.pdf.

Im Fokus des Pakets zur Marktintegration und Aufsicht steht die Rolle der ESMA als zuständige Behörde für die Wertpapier- und Marktaufsicht, da dies aktuell die dringlichste Priorität der EU darstellt. Doch geht es bei der Spar- und Investitionsunion auch um andere Bereiche des EU-Finanzsektors, in denen weitere Reformen erforderlich sein könnten, um die Rolle der anderen Europäischen Aufsichtsbehörden auszubauen und so die Finanzaufsicht in der EU weiter zu stärken.

3. Handlungsbedarf seitens aller Beteiligten

Die Spar- und Investitionsunion ist eine gemeinsame Aufgabe der EU-Institutionen, der Mitgliedstaaten und der Marktteilnehmer und verlangt von allen Beteiligten Einsatz und nachhaltiges gemeinsames Handeln. Auch wenn zur Beseitigung von Binnenmarkthindernissen Maßnahmen auf EU-Ebene erforderlich sind, sollten diese doch durch Maßnahmen auf nationaler Ebene ergänzt werden. Die Europäische Kommission ist entschlossen, entschieden gegen illegale Praktiken und nationale Vorschriften, die die Marktintegration und die grenzüberschreitende Tätigkeit ungebührlich behindern, vorzugehen. Indem die Kommission EU-Recht und insbesondere die EU-Grundfreiheiten durchsetzt, wird sie sicherstellen, dass alle Vorschriften, die die Grundlage für einen fairen und offenen Kapitalbinnenmarkt bilden, vollständig umgesetzt und eingehalten werden.

Auch dem Eurosystem kommt eine wichtige Rolle zu, vor allem im Nachhandelsbereich. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die Förderung der Nutzung von Target2-Securities (T2S) für die Wertpapierabwicklung. Weitere Harmonisierungs- und Integrationsbestrebungen, die auf der Nutzung dieser gemeinsamen Plattform aufbauen, könnten erheblich zur Entwicklung der Spar- und Investitionsunion beitragen. Dies könnte auch dadurch unterstützt werden, dass die Zahl der Währungen erhöht wird, die T2S in Zusammenarbeit mit den Ausgabezentralbanken dieser Währungen bedient, und die Kompatibilität der Zentralbankgeldabwicklung mit dem Einsatz neuer Technologien wie DLT sichergestellt wird. Gleichzeitig ruft die Kommission das Eurosystem auf, zu prüfen, ob Änderungen bei den Preisen von T2S-Dienstleistungen und bei der T2S-Governance die Nutzung der Plattform steigern und mehr Effizienz und Innovation fördern könnten. Die Kommission fordert das Eurosystem und das ESZB im Allgemeinen auf, die Bemühungen um die Harmonisierung der Standards für die Wertpapierabwicklung und das Asset-Servicing fortzusetzen, und appelliert gleichzeitig an die Marktteilnehmer, die vereinbarten harmonisierten Standards so rasch wie möglich umzusetzen.

Zu guter Letzt muss auch die Finanzbranche ihren Teil beitragen, indem sie die zeitnahe Umsetzung der vorgeschlagenen Maßnahmen sicherstellt und marktgesteuerte Initiativen, die die Ziele der Spar- und Investitionsunion unterstützen, anregt.

4. Schlussfolgerung

Die Europäische Kommission hat mit Entschiedenheit auf die Forderungen von höchster politischer Ebene reagiert, ehrgeizige Maßnahmen zu ergreifen, um die Wettbewerbsfähigkeit und die Stellung der EU in der Welt in jeder Hinsicht zu stärken. Die Spar- und Investitionsunion wird von zentraler Bedeutung dafür sein, den EU-Bürgerinnen und -Bürgern weitere Möglichkeiten für Kapitalmarktinvestitionen zu eröffnen, die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern und eine von den Marktkräften getriebene Weiterentwicklung und Integration der Finanzmärkte zu ermöglichen, sodass tiefere Kapitalpools für die Finanzierung der EU-Wirtschaft entstehen können. Das vorliegende Legislativpaket mit Initiativen in den Bereichen Wertpapierhandel und Nachhandel, Vermögensverwaltung und Aufsicht wird für den

Gesamterfolg der Strategie für die Spar- und Investitionsunion von entscheidender Bedeutung sein. Die vorgeschlagenen Maßnahmen ergänzen einander, und es ist wichtig, die Integrität und Kohärenz des Pakets zu erhalten. Das Paket kombiniert die Modernisierung des EU-Rechts- und Aufsichtsrahmens mit Maßnahmen zur Gewährleistung der Einhaltung dieses Rahmens. Dies ist eine gemeinsame Aufgabe, die ein gemeinsames Handeln der EU-Institutionen, der Mitgliedstaaten und der privatwirtschaftlichen Interessenträger verlangt.

Es ist von entscheidender Bedeutung, die aktuelle politische Dynamik zu nutzen, um die seit Langem bestehenden Hindernisse für die Kapitalmarktintegration zu beseitigen. Die Kommission ruft das Europäische Parlament und die Mitgliedstaaten auf, dieses Paket zügig und wirksam zu verhandeln und seine Integrität, Kohärenz und Ambition zu erhalten. Auf diese Weise wird dieses Paket allen Menschen und Unternehmen in der gesamten EU die dringend benötigten greifbaren Vorteile bringen.

Anhang – Legislativpaket

Das Legislativpaket zur Marktintegration und Aufsicht enthält drei Legislativvorschläge:

1) Rahmenverordnung

Mit der Rahmenverordnung werden die folgenden bestehenden EU-Kapitalmarktvorschriften geändert:

- Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
- Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister
- Verordnung (EU) Nr. 600/2014 im Hinblick auf die Harmonisierung der Vorschriften für die Funktionsweise von Handelsplätzen, die Erleichterung der grenzüberschreitenden Erbringung von Dienstleistungen durch Betreiber von Handelsplätzen, die Weiterentwicklung der konsolidierten Datenticker und die Beseitigung von Hindernissen für den gegenseitigen Zugang zwischen Handels- und Nachhandelsinfrastrukturen
- Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer
- Verordnung (EU) 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung
- Verordnung (EU) 2019/1156 im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds
- Verordnung (EU) 2021/23 des Europäischen Parlaments und des Rates über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien
- Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen
- Verordnung (EU) 2023/1114 im Hinblick auf die Zulassung und Beaufsichtigung von Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen im Binnenmarkt
- Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen
- Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden
- Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung
- Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen und
- Verordnung (EU) 2024/3005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2024 über die Transparenz und Integrität von Rating-Tätigkeiten in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG).

2) Rahmenrichtlinie

Mit der Rahmenrichtlinie werden die folgenden bestehenden EU-Kapitalmarktvorschriften geändert:

- Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf die Marktintegration und die Beaufsichtigung von OGAW, Verwaltungsgesellschaften und AIFM sowie die Erbringung von Verwahrdienstleistungen und
- Richtlinie 2014/65/EG im Hinblick auf die Harmonisierung der Vorschriften für die Zulassung geregelter Märkte und die Funktionsweise von Handelsplätzen.

3) Verordnung über die Abwicklungsfinalität

- Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Abwicklungsfinalität, zur Aufhebung der Richtlinie 98/26/EG und zur Änderung der Richtlinie 2002/47/EG über Finanzsicherheiten.