



EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 4.12.2025
SWD(2025) 944 final

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN
BERICHT ÜBER DIE FOLGENABSCHÄTZUNG (ZUSAMMENFASSUNG)

Begleitunterlage zum

Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1095/2010, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014, (EU) 2015/2365, (EU) 2019/1156, (EU) 2021/23, (EU) 2022/858, (EU) 2023/1114, (EU) Nr. 1060/2009, (EU) 2016/1011, (EU) 2017/2402, (EU) 2023/2631 und (EU) 2024/3005 im Hinblick auf die Weiterentwicklung der Kapitalmarktintegration und der Aufsicht in der Union

Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2011/61/EU und 2014/65/EU im Hinblick auf die Weiterentwicklung der Kapitalmarktintegration und der Aufsicht in der Union

Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über die Wirksamkeit von Abrechnungen und zur Aufhebung der Richtlinie 98/26/EG und zur Änderung der Richtlinie 2002/47/EG über Finanzsicherheiten

{COM(2025) 941 final} - {COM(2025) 942 final} - {COM(2025) 943 final} -
{SEC(2025) 943 final} - {SWD(2025) 943 final}

Handlungsbedarf

Die EU-Kapitalmärkte sind im Vergleich zu anderen großen Volkswirtschaften nach wie vor unterentwickelt und entlang nationaler Grenzen fragmentiert. In ihrer Rede zur Lage der Union hob Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen das Finanzwesen als kritischen Bereich hervor, in dem fortbestehende Hindernisse Fortschritte auf dem Weg zum Binnenmarkt behindern. In diesem Zusammenhang betont sie die Notwendigkeit, eine Spar- und Investitionsunion (SIU) zu schaffen.

Diese Initiative konzentriert sich auf zwei zentrale Säulen der Strategie der Kommission für eine Spar- und Investitionsunion: „Integration und Größe“ sowie „Effiziente Aufsicht im Binnenmarkt“. Die SIU hat einen sehr breiten Anwendungsbereich und umfasst Schlüsselsektoren, die das Rückgrat der Kapitalmärkte bilden, sowie den Handels-, Nachhandels- und Vermögensverwaltungssektor. Sie stellen eine wesentliche Infrastruktur für das Angebot von und Investitionen in Finanzinstrumente und Vermögenswerte bereit und ermöglichen eine entscheidende Vermittlung zwischen Investoren und Einrichtungen, die Finanzmittel suchen. Die Initiative deckt auch Innovationen ab, insbesondere Distributed-Ledger-Technologien.

Derzeit gibt es keine wirksamen Lösungen, um die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen in diesen Sektoren sicherzustellen, oder sie werden durch unterschiedliche nationale Vorschriften zur Umsetzung von Rechtsakten der Union behindert. Uneinheitliche Aufsichtspraktiken und schwache Instrumente und Befugnisse zur aufsichtlichen Konvergenz auf EU-Ebene verschärfen diese Probleme. Diese Hindernisse für die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen behindern die Schaffung eines echten Kapitalbinnenmarkts. Sie führen zu Marktineffizienzen, unzureichenden Skaleneffekten, geringerer Liquidität auf den Kapitalmärkten, höheren Kosten für Investoren, eingeschränktem Zugang zu einer breiteren, grenzüberschreitenden Anlegerbasis und höheren Kapitalkosten für EU-Unternehmen, was letztlich die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der EU-Wirtschaft untergräbt. Darüber hinaus müssen die EU-Vorschriften aktualisiert werden, um die Erbringung von Finanzdienstleistungen unter Verwendung neuer Technologien, insbesondere dezentraler Technologien (Distributed-Ledged-Technologien – DLT), die die Kapitalmarkteffizienz weiter steigern können, besser zu erleichtern.

Was soll mit dieser Initiative erreicht werden?

Mit dieser Initiative sollen diese Hindernisse beseitigt werden. Dies wird das Funktionieren der EU-Kapitalmärkte zum Nutzen von Anlegern, Unternehmen und der gesamten EU-Wirtschaft verbessern, Anlegern den Zugang zu einem breiten Spektrum von Investitionsmöglichkeiten erleichtern und es Unternehmen gleichzeitig ermöglichen, grenzüberschreitend Kapital zu beschaffen.

Insbesondere zielt die Mitteilung darauf ab,

1. *Weitere Marktintegration und Skaleneffekte zu ermöglichen*, indem die Fähigkeit der Marktteilnehmer in diesen Sektoren verbessert wird, nahtloser über die Mitgliedstaaten hinweg tätig zu sein. Infolgedessen dürften grenzüberschreitende Transaktionen zunehmen und billiger werden.
2. *Eine integrierte Aufsicht* durch Beseitigung von Unstimmigkeiten und Komplexitäten *zu ermöglichen*, die sich aus fragmentierten nationalen Aufsichtskonzepten ergeben. Eine integrierte Aufsicht ist von entscheidender Bedeutung, um die Marktintegration zu fördern. Diese Initiative zielt daher darauf ab, die Aufsicht wirksamer zu gestalten,

grenzüberschreitenden Tätigkeiten zuträglicher zu machen und besser auf neu auftretende Risiken zu reagieren und gleichzeitig unnötige Belastungen für Unternehmen zu verringern.

3. Innovation zu erleichtern insbesondere durch Einführung von Digital-Ledger-Technologien. Dies würde den Wettbewerb im Bereich der Handels- und Nachhandelsdienstleistungen ankurbeln und zu besseren Marktergebnissen führen.

Maßnahmen auf EU-Ebene sind daher erforderlich, um diese Hindernisse zu beseitigen, die Marktintegration zu verbessern und eine marktgetriebene Konsolidierung zu erleichtern. Maßnahmen auf nationaler Ebene allein können diese Herausforderungen nicht lösen, da sie angesichts der Vielfalt der Rechtsrahmen, aufsichtsrechtlicher Vorschriften und Marktstrukturen der Mitgliedstaaten nicht zu der erforderlichen Konvergenz der Regulierungs- und Aufsichtsstandards und Marktpraktiken führen würden.

Mögliche Lösungen

Über die Option eines Nichttätigkeitswerdens der EU hinaus wurden auf der Grundlage einer Aufforderung zur Stellungnahme, einer gezielten Konsultation, der Einbeziehung von Interessenträgern, einer Studie über die Fragmentierung der EU-Handels- und Nachhandelsinfrastrukturen, einer Studie zu hemmenden und antreibenden Faktoren bei der Aufskalierung von Fonds, die in innovative und wachstumsstarke Unternehmen investieren, der Aufarbeitung einschlägiger Fachliteratur und früherer Initiativen, in denen die wichtigsten noch bestehenden Hindernisse für die Integration der EU-Kapitalmärkte dokumentiert wurden, zwei Optionen für Maßnahmenpakete ermittelt.

Option 1 ist das Basisszenario ohne politische Maßnahmen. Option 2 umfasst eine umfassende Überprüfung der Regelwerke für Handel, Nachhandel und Vermögensverwaltung, um die Anforderungen an die Geschäftstätigkeit zu harmonisieren und zu straffen, einschließlich der Lockerung einiger Anforderungen innerhalb von Gruppen und für grenzüberschreitend im Rahmen einer einzigen Lizenz erbrachte Dienstleistungen. Im Nachhandelsbereich würde auch die Vernetzung zwischen Zentralverwahrern verbessert. Option 2 würde außerdem Änderungen der Rechtsvorschriften für den Nachhandel – um sie technologieneutraler zu gestalten – sowie der Digital Ledger Technologie (DLT)-Pilotregelung zur Ausweitung ihres Anwendungsbereichs und ihres Umfangs umfassen. Investmentfonds würden nach der Zulassung in den von ihnen gewählten Mitgliedstaaten sofortigen und uneingeschränkten Zugang zum Binnenmarkt erhalten, wodurch sich der Zeit- und Kostenaufwand im Zusammenhang mit den derzeitigen Melderegelungen verringern würde. Vermögensverwaltungsgruppen wären in der Lage, effizienter im Binnenmarkt tätig zu werden, indem sie Ressourcen nutzen und zwischen EU-Unternehmen derselben Gruppe teilen, ohne strengen Übertragungsanforderungen zu unterliegen. In Bezug auf Aufsichtsfunktionen zielt Option 2 darauf ab, den Einsatz und die Wirksamkeit der Instrumente und Befugnisse zur aufsichtlichen Konvergenz zu stärken, wobei der Schwerpunkt auf der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und ihrer Governance liegt. Diese Option beinhaltet auch die Übertragung von Aufsichtsbefugnissen auf die ESMA für die wichtigsten Infrastrukturen (zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer und Handelsplätze) und für alle Anbieter von Krypto-Dienstleistungen sowie die Koordinierung der Beaufsichtigung großer Vermögensverwalter und Investmentfonds durch die ESMA.

Option 3 baut auf Option 2 auf, ist jedoch weiterreichend und enthält zusätzliche Elemente zur Schaffung eines integrierten Marktes, wie z. B. die obligatorische Verbindung zwischen bedeutenden Handelsplätzen, verpflichtende Verbindungen zwischen Zentralverwahrern, die Schaffung einer Zulassung auf Gruppenebene für Vermögensverwalter, die uneingeschränkte Flexibilität der DLT-Pilotregelungen, die direkte Beaufsichtigung aller Infrastrukturen, Vermögensverwalter und Anbieter von Krypto-Dienstleistungen durch die ESMA.

In der Analyse werden die Optionen im Hinblick auf drei Ziele bewertet: i) Ermöglichung einer weiteren Marktintegration und von Skaleneffekten durch verstärkte grenzüberschreitende Tätigkeiten; ii) Verbesserung der Aufsichtsfunktionen durch geringere Fragmentierung; und iii) die Förderung von Innovationen durch die Beseitigung regulatorischer Hindernisse. Die Analyse zeigt dass der potenzielle Nutzen der zusätzlichen Maßnahmen in Option 3 die inkrementellen Kosten nicht übersteigen würde. Option 3 ist auch weniger kohärent mit anderen politischen Initiativen der EU und kann unbeabsichtigte Auswirkungen auf den Wettbewerb und die Finanzstabilität haben.

Andere Optionen wie die vollständige Umwandlung aller Richtlinien in den Bereichen Handel, Nachhandel und Vermögensverwaltung in Verordnungen oder die Verpflichtung zu bidirektionalen Verbindungen zwischen allen Zentralverwahrern wurden aufgrund übermäßiger Kosten, Komplexität oder rechtlicher Bedenken verworfen. Die Option, die aufsichtliche Konvergenz zu verbessern und gleichzeitig die Aufsicht auf nationaler Ebene beizubehalten, wurde ebenfalls verworfen, da sie die festgestellten Probleme nicht lösen würde.

Auswirkungen der bevorzugten Option

Die Bewertung kommt zu dem Schluss, dass Option 2 das bevorzugte Maßnahmenpaket ist, da sie erhebliche Integrationsvorteile bietet und gleichzeitig in Bezug auf Kosten und Subsidiarität verhältnismäßig bleibt. Die Option kombiniert eine umfassende Harmonisierung der Anforderungen in den einschlägigen Handels-, Nachhandels- und Vermögensverwaltungsrahmen und die Beseitigung von Hindernissen für grenzüberschreitende Tätigkeiten mit stärkeren Instrumenten und Befugnissen zur aufsichtlichen Konvergenz und der Beaufsichtigung der wichtigsten Infrastrukturen auf EU-Ebene. Diese Aspekte verstärken sich gegenseitig. Die Harmonisierung der Vorschriften in diesem Paket würde die Übertragung der Aufsichtspflichten einiger Betreiber und Märkte auf die EU-Ebene – im Falle von Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen auf alle Einrichtungen – erleichtern und eine bessere Durchsetzung des einheitlichen Regelwerks ermöglichen.

Die Maßnahmen im Rahmen dieser Option würden den Regelungsaufwand und die operative Komplexität verringern und so die Effizienz der grenzüberschreitenden Erbringung von Dienstleistungen verbessern und eine Marktintegration fördern. Die Umsetzungskosten würden hauptsächlich von den Infrastrukturen und den nationalen Behörden getragen. Diese Option würde auch einen erheblichen Ressourcen- und Infrastrukturausbau bei der ESMA erfordern, der größtenteils durch Gebühren finanziert würde. Mittelfristig dürften jedoch alle diese Kosten durch Effizienzgewinne und Vereinfachungen aufgewogen werden. Die Initiative würde die Rechtsunsicherheit für Emittenten und Anleger verringern, die Befolgungskosten senken und die Vorhersehbarkeit verbessern. Eine größere Flexibilität bei

der DLT-Pilotregelung und Änderungen der sektorspezifischen Rechtsvorschriften würden den stärkeren Einsatz dieser Technologie fördern. Eine stärkere aufsichtliche Konvergenz und ein stärker integrierter Aufsichtsrahmen würden gleiche Wettbewerbsbedingungen schaffen, die Aufsichtsarbitrage begrenzen und den Verwaltungsaufwand im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Tätigkeiten verringern.

Die Initiative wird Anlegern den Zugang zu einem breiten Spektrum von Investitionsmöglichkeiten erleichtern und Unternehmen die grenzüberschreitende Kapitalbeschaffung ermöglichen. Sie wird daher dazu beitragen, das europäische Kapitalmobilisierungsmodell zu verbessern und das richtige Finanzierungsumfeld zu schaffen, um die strategischen Prioritäten der EU zu unterstützen und unsere Wirtschaft stärker und wettbewerbsfähiger zu machen.

Die Initiative ist zwar nicht speziell auf KMU ausgerichtet, könnte aber auch positive Auswirkungen auf diese haben. Ähnlich wie größere Unternehmen werden kleinere Marktteilnehmer im Finanzsektor von geringeren Kosten und geringerem Verwaltungsaufwand für die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen profitieren. Angesichts geringerer Geschäftsvolumen und Eigenmittel können diese Kosteneinsparungen für KMU größere Auswirkungen haben. Während weniger effiziente KMU aufgrund des zunehmenden grenzüberschreitenden Wettbewerbs vom Markt verdrängt werden könnten, werden KMU mit tragfähigen Geschäftsmodellen leichter wachsen können.

Die Ex-post-Bewertung aller neuen Legislativmaßnahmen ist eine Priorität der Kommission. Die Kommissionsdienststellen werden die Leistungen, Ergebnisse und Auswirkungen dieser Initiative überprüfen, sobald das Rechtsinstrument in Kraft getreten ist. Fünf Jahre nach der Umsetzung wird die Kommission die nächste Bewertung der Änderungen dieses Vorschlags im Einklang mit den Leitlinien der Kommission für eine bessere Rechtsetzung durchführen.