

Brüssel, den 3. Juli 2026
(OR. en)

11406/26

Interinstitutionelle Dossiers:
2025/0383(COD)
2025/0381(COD)
2025/0382(COD)

EF 202
ECOFIN 965
CODEC 1377
ECB

VERMERK

Absender:	Vorsitz
Empfänger:	ASTV/Rat
Betr.:	Orientierungsvermerk des Vorsitzes über das Paket zur Marktintegration und -aufsicht – Orientierungsaussprache

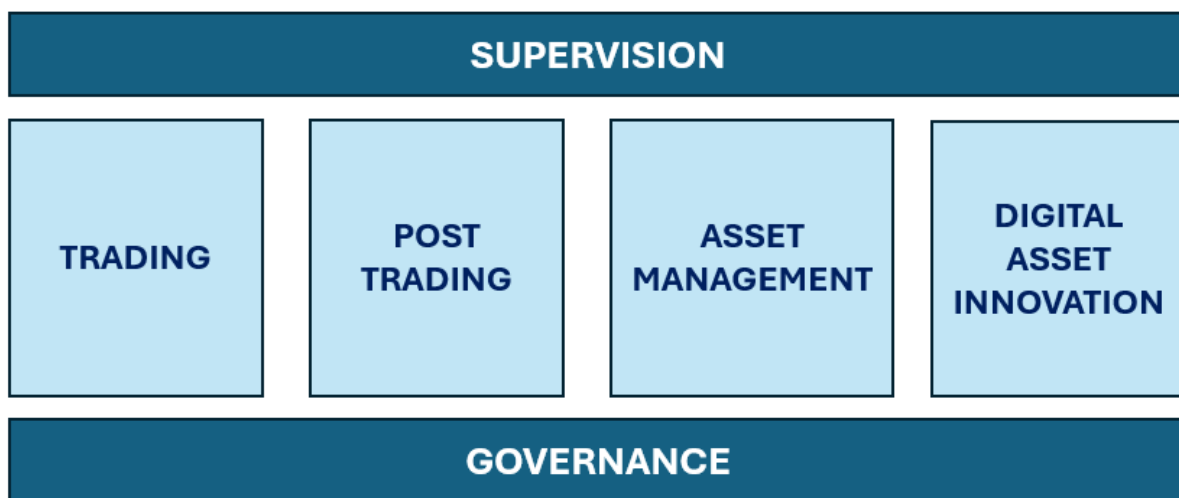
I. EINLEITUNG

1. Als Eckpfeiler der Spar- und Investitionsunion ist das Paket zur Marktintegration und -aufsicht ein entscheidender Katalysator für die Vertiefung der europäischen Kapitalmärkte und die Mobilisierung privater Investitionen, die für die Aufrechterhaltung der langfristigen wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit erforderlich sind.
2. Wie im Draghi- und im Letta-Bericht hervorgehoben wird, sind vertiefte und besser integrierte europäische Kapitalmärkte für den langfristigen Wohlstand Europas von entscheidender Bedeutung. Das Paket zur Marktintegration und -aufsicht sollte als Chance zur Stärkung des Binnenmarkts im gemeinsamen europäischen Interesse gesehen werden: Es ermöglicht Anlegern den Zugang zu einem breiteren Spektrum gut regulierter Spar- und Anlageprodukte und erleichtert es gleichzeitig europäischen Unternehmen, Unternehmern und Start-ups, Zugang zu vertieften und diversifizierteren Finanzierungsquellen zu erhalten. Wenn das Paket gut kalibriert ist, kann damit die Fragmentierung verringert, der Marktzugang verbessert und dazu beigetragen werden, dass europäische Ersparnisse dem europäischen Investitionsbedarf besser gerecht werden. In dem Bestreben, den nächsten Schritt bei der Entwicklung des Binnenmarkts zu machen, birgt das Paket zur Marktintegration und -aufsicht das Potenzial für eine Vertiefung unseres Binnenmarkts. Im Rahmen des Fahrplans „Ein Europa, ein Markt“ stellt das Paket zur Marktintegration und -aufsicht ein vorrangiges Ziel dar, wobei eine Einigung bis Ende 2026 angestrebt wird. Geleitet von diesem politischen Bekenntnis und der Aufforderung des Europäischen Rates, die Arbeit an dem Paket voranzubringen, strebt der Vorsitz an, noch in

diesem Jahr in der Lage zu sein, Verhandlungen mit dem Mitgesetzgeber aufzunehmen. Um dem nachzukommen, muss sich der Rat nun auf die Kompromissfindung konzentrieren, mit dem Ziel, so schnell wie möglich, spätestens jedoch im Oktober 2026, eine solide allgemeine Ausrichtung zu erreichen. Der Vorsitz ist der Auffassung, dass sich die Dynamik nun ändern muss, wenn wir das Mandat des Europäischen Rates erfüllen wollen. Wir brauchen klare politische Zielvorstellungen in den zentralen Fragen. Dies wird den Übergang zu intensiveren und gezielteren Verhandlungen ermöglichen, deren Ziel es ist, Lösungen zu finden.

3. Das Paket umfasst ein breites Spektrum von Maßnahmen in den Bereichen Handel, Nachhandel, Vermögensverwaltung und Innovation digitaler Vermögenswerte, durch die der Binnenmarkt gestärkt wird. Zusammengenommen werden diese Maßnahmen Hindernisse für grenzüberschreitende Tätigkeiten abbauen, die Transparenz und den Marktzugang verbessern, Regulierungsprozesse und -verfahren vereinfachen, den Zugang zu Kapital verbessern, die Markteffizienz steigern, die Aufsichtskonvergenz stärken und Innovationen fördern. Der Vorsitz ist der Auffassung, dass der Rat, indem er sich bei seinen Beratungen auf die greifbaren Vorteile des Pakets zur Marktintegration und -aufsicht für Europa stützt, Fortschritte bei allen strukturellen Säulen erzielen und die Klärung der institutionellen Fragen erleichtern kann.
4. Aufbauend auf den erheblichen Fortschritten, die unter zyprischem Vorsitz bei allen Aspekten des Pakets erzielt wurden, wird mit diesem Vermerk auf fachlicher Ebene eine gute Grundlage für das politische Engagement und die Erzielung einer Einigung im Rat geschaffen.
5. Durch diese Fortschritte ist das Dossier so weit ausgearbeitet, dass nun eine umfassende ganzheitliche Bewertung erforderlich ist. Der Vorsitz ist der Auffassung, dass die Erlangung eines Mandats des Rates das Engagement erfordert, die wichtigsten noch offenen Fragen anzugehen.
6. In diesem Vermerk wird ein Rahmen für die Beratungen dargelegt und es sind darin Einzelheiten zu den von uns ermittelten zentralen Fragen enthalten, bei denen entschlossenes Handeln erforderlich ist, wenn wir eine Einigung über ein ehrgeiziges Paket zur Marktintegration und -aufsicht erzielen wollen.

II. DAS PAKET



A. HANDEL

7. Eine weitere Integration der Handelsinfrastruktur der Union ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass die europäischen Handelsplattformen in dem Maß an Effizienz gewinnen, das erforderlich ist, um mit den globalen Finanzzentren konkurrieren zu können. Durch die Übertragung zentraler Anforderungen des EU-Rechtsrahmens, z. B. von der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente in die unmittelbar anwendbare Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente, wird mit dem Paket zur Marktintegration und -aufsicht darauf abgezielt, inhärente systemische Ineffizienzen zu beheben, indem eine stärkere Nutzung gemeinsamer Ressourcen erleichtert, die Marktfragmentierung verringert und die internationale Attraktivität der EU für globale Anleger erhöht wird.
8. Um diesen strukturellen Wandel zu erreichen, sind die folgenden offenen Fragen zu klären:
 - Der Status des **europaweit tätigen Marktbetreibers (Pan-European Market Operators – im Folgenden „PEMO“)**: Die Kommission hat einen Rechtsrahmen mit einer einzigen Lizenz unter direkter Aufsicht der ESMA vorgeschlagen, die es grenzüberschreitenden Infrastrukturanbietern ermöglicht, mehrere Handelsplätze in der gesamten Union zu betreiben, ohne dass eine lokale physische Präsenz oder separate Lizenzen in jedem Mitgliedstaat, in dem sich ein Handelsplatz befindet, erforderlich sind. Der Rat muss sich auf den Umfang der PEMO-Regelung einigen; und
 - mit dem neu gestalteten Vorhandelsrahmen des **konsolidierten Datentickers für Eigenkapital** wird darauf abgezielt, Informationsasymmetrien zu verringern und die Transparenz im Preisbildungsprozess zu erhöhen, indem standardisierte Marktdaten aus den unzähligen fragmentierten Ausführungsplattformen in Europa zusammengetragen werden. Der Rat muss eine Entscheidung darüber treffen, ob die Stärkung dieses konsolidierten Datentickers vorgenommen und dessen Wert für EU-Investoren gesteigert werden soll, indem die Zuordnung der Handelsplätze sowie der angemessene Grad der Tiefe der Geld- und Briefnennung aufgenommen wird; des Weiteren muss er eine Entscheidung über die Informationstiefe von außerbörslichen Ausführungsplattformen (systematische Internalisierer) treffen.

B. NACHHANDEL

9. Die Überwindung der Fragmentierung bei Clearing und Abwicklung ist von entscheidender Bedeutung, um die Wettbewerbsfähigkeit der EU zu steigern. Durch die Gewährleistung der Möglichkeit zum Clearing und zur Abwicklung von Wertpapieren – reibungslos grenzüberschreitend über eine geringere Anzahl von Verbindungspunkten – für Anleger werden die Betriebskosten gesenkt und dadurch ein bedeutender wirtschaftlicher Gewinn für den europäischen Binnenmarkt erzielt.
10. Um diese langfristigen Vorteile durch die Marktintegration zu sichern, sind Maßnahmen hinsichtlich der folgenden noch offenen Angelegenheiten erforderlich:

- Der Gestaltung der Interkonnektivität von Zentralverwahrern durch ein „**Hub-and-Spoke**“-Modell: Die Kommission schlägt einen Rahmen für Konnektivität vor, der Zentralverwahrer verpflichtet, bilaterale interoperable Verbindungen einzurichten, um sicherzustellen, dass alle Arten von Finanzinstrumenten für die grenzüberschreitende Abwicklung zur Verfügung stehen. Der Rat sollte Fragen im Zusammenhang mit der Verpflichtung zu interoperablen Verbindungen zwischen Zentralverwahrern, dem Zeitrahmen für deren Umsetzung und dem genauen Umfang der erfassten Finanzinstrumente klären. Dies wird von entscheidender Bedeutung sein, um die im Vorfeld anfallenden technischen Kosten und die Entwicklungskosten für die betreffenden Infrastrukturen zu bestimmen; und
- der Schaffung eines **Rahmens für Krisenmanagement und Abwicklung in Europa** in Bezug auf diese Marktinfrastrukturen: In den Vorschlägen der Kommission ist die Einführung entsprechender Vorschriften nicht vorgesehen. Der Rat wird entscheiden müssen, ob er die bestehenden Vorschriften über die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien prüfen sowie EU-Vorschriften für Zentralverwahrer einführen möchte, und ob die Kommission beauftragt wird, das Thema weiter zu prüfen und nächste Schritte zu erwägen.

C. VERMÖGENSVERWALTUNG

11. Die Elemente des Pakets im Bereich der Vermögensverwaltung zielen darauf ab, Hindernisse für grenzüberschreitende Tätigkeiten, die auf die Verwaltung und den Vertrieb von Investmentfonds ausgerichtet sind, abzubauen, indem die Produktauswahl durch die Vereinfachung der Zulassungs- und Passverfahren erhöht, die Aufsichtskonvergenz verstärkt und geprüft wird, ob Änderungen der Rahmen für Verwahrstellen und Übertragungen erforderlich sind.
12. Um diese Vorteile zu nutzen, ist ein Beschluss des Rates über Folgendes erforderlich:
 - Den **Pass für Verwahrstellen**: Die Kommission schlägt vor, die Anforderung zu streichen, wonach die Wahl der Verwahrstelle eines Fonds auf diejenigen beschränkt ist, die im Herkunftsmitgliedstaat des Fonds niedergelassen sind. Der Rat wird entscheiden müssen, ob er an dem von der Kommission vorgeschlagenen vollständigen Pass für Verwahrstellen weiterarbeitet oder ob er auf der Grundlage der von den Mitgliedstaaten geäußerten Standpunkte einen alternativen Vorschlag ausarbeitet, wobei unter anderem der Schwellenwert ausgeweitet und gleichzeitig der in der AIFMD2 festgelegte „Opt-in“-Ansatz beibehalten oder der Rahmen aktualisiert wird, um detailliertere harmonisierte EU-Anforderungen für Verwahrstellen vorzusehen. In jedem Fall muss die genaue Ausgestaltung eines solchen Mechanismus sorgfältig festgelegt werden, damit die derzeitigen regulatorischen Schutzmaßnahmen aufrechterhalten werden und gleichzeitig verstärkte grenzüberschreitende Kapitalströme sowie der Zugang zu Verwahrstellen unterstützt werden, insbesondere für Mitgliedstaaten, auf deren Inlandsmärkten es möglicherweise an Verwahrdienstleistungen mangelt.

- Die Vorschriften für die **gruppeninterne Übertragung**: Der Vorschlag der Kommission zielt darauf ab, gruppeninterne Betriebsmodelle zu ermöglichen, indem die derzeitigen Übertragungsanforderungen nicht angewandt werden, wenn ein Verwalter eines Fonds für die Wahrnehmung regulierter Aufgaben im Zusammenhang mit der Fondsverwaltung auf ein anderes zugelassenes EU-Unternehmen innerhalb derselben Gruppe zurückgreift. Mit diesen Änderungen könnten die Gruppen ihre Ressourcen optimieren, indem sie ihre internen Arbeitsaufgaben teilen oder Backoffice-Unterstützung innerhalb des EU-Gruppenrahmens gemeinsam nutzen, und diese übertragenen Aufgaben würden einer weniger strengen Aufsicht unterliegen. Der Rat wird entscheiden müssen, ob dieses gruppeninterne Modell der EU beibehalten oder alternative Ansätze in Betracht gezogen werden sollen. Dazu zählen die Änderung des Kommissionsvorschlags durch zusätzliche Schutzmaßnahmen oder die Entwicklung eines umfassenderen risikobasierten Ansatzes, der den unterschiedlichen Geschäftsmodellen von Vermögensverwaltern in ganz Europa Rechnung trägt und gleichzeitig die Sichtbarkeit, den Inhalt und die Rechenschaftspflicht der Aufsicht wahrt.

Den vorgeschlagenen Rahmen für eine **jährliche Überprüfung** großer Vermögensverwaltungsgruppen **durch die ESMA**: Die Kommission schlägt einen Mechanismus für Überprüfungen durch die ESMA vor, um die Aufsichtskonvergenz und die Kohärenz der Ergebnisse für große Vermögensverwalter, die in mehreren Mitgliedstaaten tätig sind, zu verbessern. Der Rat wird entscheiden müssen, ob die derzeitige jährliche Überprüfung beibehalten werden soll oder ob Alternativen wie die Anpassung des Umfangs und der Häufigkeit der Überprüfung oder der Einsatz von Kollegien zur Koordinierung in Betracht gezogen werden sollen.

D. DLT-PILOTREGELUNG

13. Durch die Ausweitung des Rahmens für digitale Vermögenswerte wird diesem sich entwickelnden Markt die Flexibilität und Rechtssicherheit geboten, die erforderlich sind, um groß angelegte digitale Architekturen unter kontrollierten Bedingungen aufzubauen, zu testen und zu vermarkten. Im Rahmen dieses spezialisierten Reallabors können Spitzentechnologien zur Marktreife geführt und deren wirtschaftliche Tragfähigkeit sicher nachgewiesen werden.
14. Um diese Effizienzgewinne zu erzielen, ist eine Steuerung in Bezug auf Folgendes erforderlich:
 - Die **Laufzeit** des Reallabors: Die Kommission schlägt vor, die derzeitigen gesetzlichen Fristen aufzuheben, die Pilotregelung auf unbestimmte Zeit zu verlängern und einen aufgeschobenen Überprüfungsbericht anstelle der festgelegten Zeitpunkte vorzusehen. Der Rat sollte darüber entscheiden, ob dies zu einer dauerhaften besonderen Ergänzung des allgemeinen Rahmens für die Geschäftstätigkeiten von Handelsplätzen und Zentralverwahrern werden soll oder ob an einem festen Zeitplan festgehalten werden soll, der Unternehmen dazu verpflichtet, zum allgemeinen Rahmen überzugehen; und
 - den **Umfang und Anwendungsbereich** der Regelung: Die Kommission schlägt vor, das Reallabor erheblich auszuweiten, indem die Obergrenze für die Gesamttätigkeit von 6 Mrd. EUR auf 100 Mrd. EUR angehoben wird, produktspezifische Beschränkungen

aufgehoben werden und die Kommission sich selbst die Befugnis einräumt, diese Schwellenwerte im Wege delegierter Rechtsakte anzupassen.

E. AUFSICHT

15. Mit einem einheitlichen Regelwerk kann keine echte Kapitalmarktintegration bewirkt werden, wenn die Aufsicht weiterhin über 27 unterschiedliche nationale Blickwinkel erfolgt, wobei es zu einer Vielzahl unterschiedlicher Auslegungen und Ansätze durch die Aufsicht sowie möglicherweise zu regulatorischer und administrativer Doppelarbeit und Fragmentierung kommt. Eine einheitliche Beaufsichtigung von Finanzmarktinfrastrukturen und Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen durch die ESMA und eine stärkere Rolle der ESMA bei der Gewährleistung der Konvergenz könnten grenzüberschreitend tätigen Betreibern einen vorhersehbaren, einheitlichen regulatorischen Ansatz bieten, der zu einer Senkung der Kosten, einer Verringerung der Fragmentierung sowie zu mehr Wettbewerbsfähigkeit und Vereinfachung führen dürfte.
16. Bei vorangegangenen Beratungen des Rates (Wirtschaft und Finanzen) hat sich eine breite grundsätzliche Unterstützung dafür gezeigt, die direkte Beaufsichtigung durch die ESMA auf tatsächlich bedeutende grenzüberschreitend tätige Unternehmen mit Systemrelevanz für die EU zu konzentrieren. Im Mittelpunkt der Beratungen stand zudem die Gewährleistung, dass jede Verlagerung der Aufsichtsverantwortung von den Grundsätzen der Notwendigkeit und der Verhältnismäßigkeit geleitet sein sollte sowie aus operativer Sicht glaubwürdig zu sein hat und mit einer klaren Rechenschaftspflicht und Kostenkontrolle einhergehen muss. Die Ministerinnen und Minister haben betont, dass der Umfang der direkten Beaufsichtigung durch die ESMA auf angemessenen Kriterien für den Bedeutungsstatus und einer engen und ständigen Zusammenarbeit zwischen der ESMA und den nationalen Behörden im Zusammenhang mit deren jeweiligen Funktionen beruhen muss. Der Rat wird entscheiden müssen, wie die Aufsichtsarchitektur für Finanzmarktinfrastrukturen, Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen und sonstige Sektoren, die unter das Paket zur Marktintegration und -aufsicht fallen, funktionieren sollte.
17. Daher muss der Rat über die folgenden noch offenen Fragen entscheiden:
 - **Den Umfang der direkten Beaufsichtigung durch die ESMA:** Dazu gehören die Kriterien zur Bestimmung des „Bedeutungsstatus“ von Anbietern von Kryptowerte-Dienstleistungen, Handelsplätzen, Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien, wobei ein besonderer Schwerpunkt auf den sektorspezifischen Iterationen der Gruppenkriterien liegt.

F. LEITUNG UND BEFUGNISSE DER ESMA

18. Die Reform des Leitungsrahmens der ESMA ist ein wichtiges eigenständiges Thema und bildet die Grundlage für unsere Bemühungen, eine ehrgeizige Einigung über das Paket zu erzielen. Die vorgeschlagenen Reformen der Leitungsstruktur und der Befugnisse der ESMA sind ebenfalls

von zentraler Bedeutung, um sicherzustellen, dass die Marktintegration durch das Paket auf legitime, effiziente und verantwortungsvolle Weise vorangetrieben werden kann.

19. Der Rat wird festlegen müssen, welche Elemente der vorgeschlagenen Reformen der Leitungsstruktur und der Befugnisse der ESMA neu kalibriert werden müssen, um das institutionelle Gleichgewicht, die Rolle der zuständigen nationalen Behörden und Rechtssicherheit zu gewährleisten.

20. Im Rahmen dieser Säule sind für die Arbeiten im Rat zu den folgenden noch offenen Fragen Leitlinien erforderlich:

- a) **Der Leitungsrahmen:** Dazu gehören das Kräftegleichgewicht zwischen dem Rat der Aufseher und dem unabhängigen Direktorium, die operative Rolle, die Zusammensetzung und Ernennung des Direktoriums, die Stimmrechte und die Rolle des Rates der Aufseher bei der Ausübung einer wirksamen Aufsicht.
- b) **Die praktische Umsetzung der laufenden direkten Beaufsichtigung:** Der Rat wird entscheiden müssen, welches Aufsichtsmodell bzw. welche Aufsichtsmodelle zur Strukturierung der direkten Aufsichtsaufgaben der ESMA herangezogen werden sollen, einschließlich der Frage, ob eine Unterscheidung nach Sektoren vorgenommen werden soll, welche Entscheidungen in die Zuständigkeit des Direktoriums fallen, wie die Zuweisung der Aufsichtsaufgaben erfolgen soll, wenn es zu einer Überschneidung zwischen der direkten Beaufsichtigung durch die ESMA und der nationalen Zuständigkeiten in den Bereichen der Marktüberwachung, der Finanzstabilität, des Krisenmanagements oder der Durchsetzung kommt, wie Ressourcen und Fachwissen der zuständigen nationalen Behörden genutzt werden sollten und wie die Kostenkontrolle und die Rechenschaftspflicht gewährleistet werden sollten.
- c) **Die neuen Interventions- und Konvergenzinstrumente der ESMA**, einschließlich der Artikel 17aa und 17aaa, ihre Voraussetzungen, Schwellenwerte, Verfahrensgarantien, ihr operativer Anwendungsbereich und ihre Wechselwirkungen mit bestehenden Verstößen gegen das Unionsrecht und Instrumenten zur Aufsichtskonvergenz; und
- d) **Aufsicht in Bezug auf die Haushaltsmittel und Kostenkontrolle** im Zusammenhang mit einer Ausweitung der Zuständigkeiten der ESMA: Der Rat wird über die Modalitäten für die Kostenkontrolle, die Haushaltskontrolle, die Verhältnismäßigkeit der Gebühren und die Vermeidung von Überschneidungen zwischen den Kosten der ESMA und den Kosten der zuständigen nationalen Behörden entscheiden müssen.

III. POLITISCHE LEITLINIEN

21. Vor diesem Hintergrund ersucht der Vorsitz die Ministerinnen und Minister, folgende Fragen zu beantworten:

- a) Verpflichten Sie sich dazu, im Oktober ein Mandat des Rates zu erwirken und damit Ihre Bediensteten zu beauftragen, die erforderlichen technischen und politischen Lösungen voranzubringen?
- b) Stimmen Sie zu, dass es sich bei den erwähnten Fragen zu den genannten Themenbereichen um das gesamte Spektrum der zu behandelnden Angelegenheiten handelt? Welche dieser Fragen sind für Sie am wichtigsten, um zu einer endgültigen Einigung zu gelangen?