

# Stellungnahme

Februar 2026

## Bitkom zum Marktintegrationspaket (MISP) der EU

### Ausgangslage

Mit dem »Market Integration and Supervision Package (MISP)« verfolgt die Europäische Kommission das Ziel, die Integration und Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarkts im Rahmen der Spar- und Investitionsunion (SIU) weiter zu stärken. Das Paket umfasst Reformvorschläge in den Bereichen Wertpapierhandel, Nachhandel, Asset Management, Innovation (insbesondere zum DLT-Pilot-Regime), regulatorische Vereinfachungen sowie zur Aufsichtsstruktur.

Bitkom begrüßt das übergeordnete Ziel des MISP, Fragmentierungen im europäischen Kapitalmarkt abzubauen, die Marktintegration zu fördern und die regulatorischen Rahmenbedingungen zukunftsfähig auszustalten. Eine stärkere Harmonisierung, klare Aufsichtsstrukturen und innovationsfreundliche Regelwerke sind zentrale Voraussetzungen für die Wettbewerbsfähigkeit Europas im globalen Finanzmarktumfeld.

Gleichzeitig sollte das Paket sicherstellen, dass technologische Entwicklungen – insbesondere im Bereich der Tokenisierung und DLT-basierter Marktinfrastrukturen – strukturell berücksichtigt und nicht durch unnötige Komplexität oder zeitliche Verzögerungen ausgebremst werden. Vor diesem Hintergrund nimmt Bitkom im Folgenden zu den einzelnen Themenbereichen Stellung.

### Wertpapierhandel

Bitkom begrüßt, dass die Einführung der Kategorie der Pan-European Market Operators (PEMO) optional und nicht verpflichtend ausgestaltet ist. Dies stärkt den Wettbewerb zwischen Handelsplätzen und erhält die notwendige Flexibilität für Marktteilnehmer. Ebenso ist die Ausweitung der Passporting-Möglichkeiten positiv zu bewerten, da sie bestehende Hürden für grenzüberschreitende Aktivitäten im europäischen Wertpapierhandel grundsätzlich weiter abbaut.

Obwohl die Harmonisierung der Regeln für Handelsplätze ein wichtiger Schritt ist, sollte auch das **Zusammenspiel zwischen multilateralen Handelsplätzen und bilateralen Handelsmodellen weiterhin sorgfältig beobachtet werden**. Der zunehmende Anteil bilateraler Ausführungsmodelle, insbesondere durch Systematische Internalisierer (SIs), verdient vor diesem Hintergrund eine differenzierte regulatorische Betrachtung, insbesondere im Hinblick auf Transparenz, Preisbildungsqualität und langfristige Marktstruktur. Ein ausgewogenes regulatorisches **Level Playing Field** zwischen multilateralen und bilateralen Ausführungsformen ist dabei zentral, **um Marktqualität, Effizienz und Fairness dauerhaft zu gewährleisten**.

**Punktuelle Anpassungen** können zur weiteren Stärkung von Transparenz und Anlegerschutz beitragen. Es sollte geprüft werden, wie die Ausführung von Aufträgen von Privatanlegern stärker auf transparente, regulierte Handelsplätze ausgerichtet werden kann. Zudem spricht sich Bitkom dafür aus, das Konzept der »**Best Execution**« perspektivisch **weiterzuentwickeln**, etwa hin zu einer dynamischeren Ausgestaltung, bei der neben weiteren Faktoren insbesondere der effektive Spread eines Finanzinstruments stärker berücksichtigt wird.

**Um die Markttransparenz zu verbessern** und Anlegern eine klare Unterscheidung zwischen adressierbarer Liquidität an multilateralen Handelsplätzen und bilateraler SI-Ausführung zu ermöglichen, sollte geprüft werden, ob Systematische Internalisierer im Nachhandelsreporting eindeutiger identifiziert werden können, etwa **durch einen spezifischen Market Identifier Code (MIC)**. Derzeit ist die Abgrenzung zu anderen OTC-Aktivitäten nur eingeschränkt nachvollziehbar. Das Ziel, Marktteilnehmern eine Wahl des Abwicklungsortes zu ermöglichen, unterstützen wir grundsätzlich. Eine solche **Ausweitung der Wahlmöglichkeiten sollte jedoch einem klar strukturierten, risikobasierten und regulatorisch eingebetteten Prozess folgen**. Nur so kann gewährleistet werden, dass Finanzmarktinfrastrukturen ihre zentrale Aufgabe – die Sicherung der Finanzstabilität und die Gewährleistung der Abwicklungsfinalität – weiterhin erfüllen können.

Vor diesem Hintergrund erscheint es sachgerecht, sicherzustellen, dass ein Wahlrecht des Abwicklungsortes an bestehende Zugangs- und Risikoprüfungsmechanismen – etwa gemäß **Artikel 53 CSDR** – anknüpft. Dies würde Wahlfreiheit und Marktintegration mit operativer Resilienz und Rechtssicherheit in Einklang bringen. Zudem sollte im Zuge der weiteren Marktintegration darauf geachtet werden, **verbleibende nationale Unterschiede** bei der Ausübung grenzüberschreitender Dienstleistungen **im Rahmen des Passportings weiter zu reduzieren**. Ein klarer und konsistenter Rahmen für die Anwendung nationaler Vorschriften im Aufnahmemitgliedstaat würde zur Rechtssicherheit beitragen und die praktische Wirksamkeit des europäischen Binnenmarkts stärken.

## **Nachhandel von Wertpapieren**

Bitkom begrüßt die Bestrebungen, den Nachhandel von Wertpapieren weiter zu vereinfachen und stärker zu integrieren. Insbesondere **der Abbau von Beschränkungen für Emittenten sowie die Vereinfachung grenzüberschreitender Tätigkeiten von Zentralverwahrern** können einen wichtigen Beitrag zur Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarkts leisten.

Es ist zentral, **bestehende Fragmentierungen im Nachhandel schrittweise zu reduzieren und die Interoperabilität zwischen europäischen Abwicklungssystemen zu verbessern**. Dies ist eine wesentliche Voraussetzung für skalierbare, grenzüberschreitende Kapitalmarktaktivitäten – sowohl in bestehenden als auch in neuen technologiegestützten Marktstrukturen.

Initiativen zur stärkeren Vernetzung und Koordination von Zentralverwahrern – etwa im Rahmen eines **Hub-orientierten Modells** – können grenzüberschreitende Investitionen erleichtern und zur effizienteren Bündelung von Liquidität beitragen. Entscheidend ist dabei, **infrastrukturelle Komplexität zu vermeiden und Interoperabilität so auszugestalten, sodass Effizienzgewinne realisiert werden, ohne neue operative Risiken zu schaffen**. Entsprechende Offenlegungs- und Berichtspflichten sollten dabei verhältnismäßig ausgestaltet sein und auf klar definierten, standardisierten Metriken beruhen, etwa hinsichtlich Abwicklungseffizienz sowie Transaktionsvolumen. Ziel sollte es sein, Transparenz zu erhöhen, ohne die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Marktmodelle unverhältnismäßig zu beeinträchtigen.

Zur Förderung einer fairen und effizienten europäischen Abwicklungslandschaft kann eine Weiterentwicklung der Transparenzanforderungen für internalisierte Abwicklungsmodelle sinnvoll sein. Eine bessere Vergleichbarkeit zwischen zentral abgewickelten Transaktionen in Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (Securities Settlement Systems, SSS) und anderen Abwicklungsformen kann zur objektiven Bewertung von Effizienz, Stabilität und Marktqualität beitragen. Daneben sollten bestehende Initiativen zur Vor- und Nachhandelstransparenz (etwa das Consolidated Tape) zügig finalisiert und umgesetzt werden. Neue Maßnahmen sollten darauf aufbauen und bestehende Reformen nicht überlagern.

Dabei sollte **der Regulierungsrahmen offen für innovative Abwicklungsmodelle bleiben, einschließlich DLT-basierter Ansätze**, ohne bewährte Strukturen vorschnell zu verdrängen. Ein technologieoffener, evolutionärer Ansatz kann dazu beitragen, Effizienzgewinne zu realisieren und zugleich Stabilität sowie Rechtssicherheit im Nachhandel zu gewährleisten.

## Asset Management

Bitkom begrüßt grundsätzlich die Maßnahmen zur Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Investmentfonds, zur Vereinfachung des Passportings sowie zur Harmonisierung operativer Anforderungen und zur Förderung der Aufsichtskonvergenz. Diese Ansätze können einen wichtigen Beitrag zu einem integrierteren und effizienteren europäischen Asset-Management-Markt leisten.

## Innovation

Besonders hervorzuheben sind im Kontext des DLT-Pilot-Regimes die folgenden Aspekte:

- Die Volumenerhöhung,

- die Ausweitung auf alle Asset-Klassen,
- die Entfristung der bisher befristeten Lizenzen.

Diese **Punkte sind von entscheidender Bedeutung**, um das Potenzial der Tokenisierung voll ausschöpfen zu können. Um technologische Neutralität zu gewährleisten und Innovation entlang der gesamten Wertschöpfungskette tokenisierter Finanzinstrumente zu fördern, **sollte der Anwendungsbereich des DLT-Pilot-Regimes dahingehend ausgeweitet werden, dass alle nach MiCAR zugelassenen Kryptowerte-Dienstleister Zugang zum DLT-Pilot-Regime erhalten**, und nicht nur solche, die eine Zulassung für den Betrieb einer MiCAR-Handelsplattform haben. Eine ausschließliche Fokussierung auf MiCAR-Handelsplattformen spiegelt die tatsächlichen Marktstrukturen im DLT-Umfeld nicht angemessen wider, und wäre eine Benachteiligung im Vergleich zu Wertpapierinstituten, bei denen es keine vergleichbare Beschränkung gibt, um eine besondere Genehmigung nach dem DLT-Pilot-Regime zu beantragen. **Um das volle Potenzial der Tokenisierung auszuschöpfen, bedarf es perspektivisch gezielter Anpassungen zentraler Regulierungsrahmen wie CSDR, EMIR und MiFID (II).** DLT-basierte Konzepte sollten nicht dauerhaft auf ein isoliertes Pilotumfeld beschränkt bleiben, sondern **schrittweise in die maßgeblichen Marktregime integriert werden**. Andernfalls besteht die Gefahr, Innovation zu segmentieren, statt sie innerhalb etablierter und skalierbarer Marktinfrastrukturen wirksam zu verankern.

Zu begrüßen ist, dass das DLT-Pilot-Regime praktikabler werden soll und in diesem Kontext in ein **dauerhaftes Regime überführt wird**. Positiv ist außerdem, dass für kleinere DLT-Marktinfrastrukturen beabsichtigt wird, ein vereinfachtes Regime einzuführen.

**Empfehlenswert** ist die **Streichung der Schwelle für DLT-Finanzinstrumente**, da diese für Beteiligte zu strukturellen Wettbewerbsnachteilen für DLT-Infrastrukturen führen kann. Darüber hinaus kann die Empfehlung der Nutzung von EU-Stablecoins für das Settlement von DLT-Finanzinstrumenten, als einseitig aufgefasst werden – auch die Nutzung tokenisierter Einlagen sollte hier mitgedacht werden.

**Es werden erhebliche Herausforderungen gesehen:** Die markanten Entwicklungen sowohl im Marktumfeld als auch im regulatorischen Kontext – insbesondere in den USA – setzen den europäischen Standort unter Druck. Vor dem Hintergrund dynamischer regulatorischer Entwicklungen in anderen bedeutenden Rechtsordnungen gewinnt die Modernisierung des europäischen Regulierungsrahmens an zusätzlicher Bedeutung. Eine zukunftsfähige Weiterentwicklung ist erforderlich, um strukturelle Wettbewerbsnachteile zu vermeiden und Europas Rolle im Bereich der Tokenisierung nachhaltig zu stärken.

Ein konkretes Problem stellt die **zeitliche Verzögerung** dar. Die im Rahmen des MiSP geplanten DLT-Regelungen werden voraussichtlich nicht vor den 2030er Jahren Anwendung finden, bedingt durch lange politische Prozesse und eine anschließende 12-monatige Übergangsfrist. Dies birgt die Gefahr, dass **das globale Rennen um die Tokenisierung von Wertpapieren ohne Europa vorab entschieden wird**.

Vor diesem Hintergrund besteht unsere **Empfehlung in einem sogenannten DLT-Pilot-Regime Quick-Fix**. Gemeint ist, dass einzelne Regelungen aus dem laufenden DLT-Pilot-Regime-Review herausgelöst und als eigenständige, beschleunigte Gesetzesinitiative behandelt werden. Zusätzlich wird empfohlen, bis ein solcher Quick-Fix umgesetzt

wird, einen **No-Action Letter auf europäischer Ebene zu veranlassen**, der die vorgesehene Anpassungen bereits sehr zeitnah nutzbar macht.

Ein solcher **Quick-Fix sollte im Kern folgende Elemente umfassen**:

- Die Aufhebung der bisherigen Beschränkung auf bestimmte Asset-Klassen,
- die Erhöhung der Volumenlimits auf 100 bis 150 Milliarden Euro und perspektivisch die Streichung des Volumenlimits (vergleichbar mit anderen Märkten),
- die Streichung der per-Instrument-Grenzen,
- die Entfristung der Lizenzen und
- eine sofortige Anwendbarkeit mit Inkrafttreten.

**Zudem sollte geprüft werden**, inwieweit bestehende Regelwerke (z. B. CSDR und EMIR) – insbesondere im Bereich zentraler Gegenparteien (CCPs) – hinreichend DLT-bezogene Anwendungsfälle abbilden. **Fehlende explizite regulatorische Pfade für den Einsatz tokenisierter Vermögenswerte oder DLT-basierter Sicherheiten können Innovation hemmen** und zu Rechtsunsicherheiten führen.

Angesichts globaler Entwicklungen im Bereich DLT-basierter Sicherheiten sollte auch der europäische Rechtsrahmen sicherstellen, dass tokenisierte Sicherheiten – sowohl Bargeld- als auch Nicht-Bargeld-Instrumente – regulatorisch klar adressiert und nutzbar gemacht werden können.

Es ist wesentlich, dass Zukunftsaussichten geschaffen werden. Als **weitere Punkte**, sollten die folgenden berücksichtigt werden:

- **Herauswachsen aus dem DLT-Pilot-Regime:** In Recital 48 wird angesprochen, dass Einheiten aus dem DLT-Pilot-Regime in den Anwendungsbereich der CSDR fallen könnten, wenn sie »herauswachsen«. Es fehlt jedoch ein klarer Übergangspfad zur CSDR-Lizenzierung. Ein vereinfachtes Erlaubnisverfahren für DLT Trading and Settlement System (TSS) und DLT Settlement System (SS) Anbieter ist notwendig, da diese weitgehend ähnliche Verpflichtungen erfüllen. Zudem muss die zukünftige Rolle von TSS klar geregelt werden, da die DLTPR-TSS-Lizenz sowohl Handel (MiFID) als auch Nachhandel (CSDR) abdeckt. Eine vergleichbare Brückennorm in CSDR und MiFID sollte Doppelregulierung vermeiden.
- **Eigenkapitalanforderungen:** TSS- und SS-Betreiber müssen bis 10 Mrd. Euro Volumen 50 Prozent der CSDR-Eigenkapitalanforderungen erfüllen, ab 15 Mrd. sogar 100 Prozent. Gleichzeitig bleiben strikte Volumenbegrenzungen im DLT-Pilot-Regime bestehen, die Anbieter zwar als CSDR-konform anerkennen, aber gegenüber klassischen CSDs beschränken. Eine proportionale Ausgestaltung der Eigenkapitalanforderungen, etwa maximal 75 Prozent bei bestehender Volumenschwelle oder vollständige Aufhebung der Volumenschwellen bei 100 Prozent EK-Erfüllung, erscheint sinnvoll.
- **Stablecoins/E-Money Token:** Laut Recital 80 und Art. 5 8d DLTPR-E soll die Zahlung bei der Abwicklung tokenisierter Wertpapiere, wenn sie in E-Money Tokens (EMTs) erfolgt, nur mit EMTs erfolgen, die an eine EU-Währung gebunden sind. Die

Rechtfertigung und Verhältnismäßigkeit dieser Regelung können als fraglich betrachtet werden.

## Vereinfachungen

Bitkom begrüßt das grundsätzliche Anliegen der EU-Kommission, einheitliche und kohärente Rahmenbedingungen für Finanzmarktakteure – einschließlich Kryptodienstleistern – zu schaffen. Die Umwandlung ausgewählter Richtlinienbestimmungen in unmittelbar geltende Verordnungen ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem stärker harmonisierten europäischen Regelwerk und kann zur Reduzierung nationaler Unterschiede beitragen. Ebenso **zentral ist eine klare und konsistente Aufsichtsstruktur, die eine einheitliche Anwendung der Regeln in allen Mitgliedstaaten sicherstellt.** Wichtig ist zudem eine konsequente und einheitliche Anwendung des Unionsrechts in allen Mitgliedstaaten. Nationale Besonderheiten oder zusätzliche Anforderungen können die praktische Wirksamkeit des Binnenmarkts beeinträchtigen und grenzüberschreitende Aktivitäten erschweren. Vor diesem Hintergrund sollte die Europäische Kommission die bestehenden Instrumente zur Sicherstellung einer kohärenten Umsetzung des Unionsrechts aktiv nutzen und so ihrer Klarstellung aus einer Mitteilung zur Spar- und Investmentunion vom 19. März 2025 folgen, in der es heißt, dass die EU-Kommission beabsichtigt »(...) alle verfügbaren Möglichkeiten [zu] nutzen, um ein effizientes Finanzierungsökosystem zu fördern, z. B. durch Durchsetzungsmaßnahmen und andere Maßnahmen zur Beseitigung von Hindernissen, auch von Hindernissen auf nationaler Ebene.«

Sofern auf europäischer Ebene die erforderlichen Ressourcen, Kompetenzen und Organisationsstrukturen geschaffen werden, kann eine stärkere Rolle der ESMA perspektivisch zu einer weiteren Aufsichtskonvergenz beitragen. Ein solcher **Übergang sollte jedoch evolutionär erfolgen und auf klar definierten Zuständigkeiten sowie ausreichender operativer Leistungsfähigkeit basieren.**

## Aufsicht

In der bestehenden Aufsichtsstruktur für Börsen wird grundsätzlich kein akuter Handlungsbedarf gesehen. Nationale Aufsichtsmodelle in Verbindung mit lokaler Börsenaufsicht haben sich bewährt. Sofern im Rahmen des MISP eine stärkere Zentralisierung der Aufsicht vorgesehen ist, sollte diese auf signifikante und grenzüberschreitend tägige Marktinfrastrukturen konzentriert bleiben und dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit folgen.

Bei jeder Übertragung von Aufsichtsbefugnissen ist sicherzustellen, dass Zuständigkeiten klar definiert sind und parallele Aufsichtsstrukturen vermieden werden, da diese zu zusätzlicher Komplexität, höheren Kosten und ineffizienten Prozessen für Marktteilnehmer führen können.

**Bitkom begrüßt das grundsätzliche Ziel der EU-Kommission, für Kryptodienstleister einheitliche und konsistente Aufsichtsstandards in Europa zu schaffen. Dabei sollte die ESMA neben der operativen Aufsicht insbesondere eine koordinierende und**

**strategische Rolle einnehmen**, um eine einheitliche Anwendung der Regelwerke sicherzustellen und regulatorische Fragmentierung zu vermeiden.

Zentral ist zudem, dass die neue Aufsichtsarchitektur effizient ausgestaltet wird und keine unverhältnismäßigen zusätzlichen Belastungen für Marktteilnehmer entstehen.

Bitkom vertritt mehr als 2.300 Mitgliedsunternehmen aus der digitalen Wirtschaft. Sie generieren in Deutschland gut 200 Milliarden Euro Umsatz mit digitalen Technologien und Lösungen und beschäftigen mehr als 2 Millionen Menschen. Zu den Mitgliedern zählen mehr als 1.000 Mittelständler, über 700 Startups und nahezu alle Global Player. Sie bieten Software, IT-Services, Telekommunikations- oder Internetdienste an, stellen Geräte und Bauteile her, sind im Bereich der digitalen Medien tätig, kreieren Content, bieten Plattformen an oder sind in anderer Weise Teil der digitalen Wirtschaft. 82 Prozent der im Bitkom engagierten Unternehmen haben ihren Hauptsitz in Deutschland, weitere 8 Prozent kommen aus dem restlichen Europa und 7 Prozent aus den USA. 3 Prozent stammen aus anderen Regionen der Welt. Bitkom fördert und treibt die digitale Transformation der deutschen Wirtschaft und setzt sich für eine breite gesellschaftliche Teilhabe an den digitalen Entwicklungen ein. Ziel ist es, Deutschland zu einem leistungsfähigen und souveränen Digitalstandort zu machen.

#### **Herausgeber**

Bitkom e.V.

Albrechtstr. 10 | 10117 Berlin

#### **Ansprechpartner**

Frederic Meyer | Bereichsleiter Blockchain

T +49 30 27576-161 | f.meyer@bitkom.org

#### **Verantwortliches Bitkom-Gremium**

AK Blockchain

#### **Copyright**

Bitkom 2026

Diese Publikation stellt eine allgemeine unverbindliche Information dar. Die Inhalte spiegeln die Auffassung im Bitkom zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider. Obwohl die Informationen mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurden, besteht kein Anspruch auf sachliche Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität, insbesondere kann diese Publikation nicht den besonderen Umständen des Einzelfalles Rechnung tragen. Eine Verwendung liegt daher in der eigenen Verantwortung des Lesers. Jegliche Haftung wird ausgeschlossen. Alle Rechte, auch der auszugsweisen Vervielfältigung, liegen beim Bitkom oder den jeweiligen Rechteinhabern.