

Boerse Stuttgart Group

Per E-Mail

Bundesministerium der Finanzen (BMF)
Referat VII B 5

VIIB5@bmf.bund.de

GZ: VII B 5 - WK 6200/00052/001/078

DOK: COO.7005.100.2.10902941

Group Regulatory & Governmental Affairs
regulatoryaffairs@boerse-stuttgart.de

Boerse Stuttgart Group
Postfach 10 06 43
70005 Stuttgart

group.boerse-stuttgart.com

Lobbyregister-Nr. R003908

Stuttgart, 13. Februar 2026

Stellungnahme der Boerse Stuttgart Group zur Konsultation über das EU-Marktintegrationspaket (MIP)

Sehr geehrte Damen und Herren,

aus Sicht der Boerse Stuttgart Group beinhaltet das Marktintegrationspaket (MIP) der EU-Kommission das Potenzial, grenzüberschreitende Geschäftsaktivitäten von Börsen und anderen Marktteilnehmern in der EU zu erleichtern. Besonders hervorzuheben sind die innovativen Aspekte des Pakets, die wichtige Impulse für die Weiterentwicklung von Marktinfrastrukturen und die Nutzung neuer Technologien wie die Distributed-Ledger-Technologie (DLT) setzen. Da dies zur Stärkung eines integrierten und wettbewerbsfähigen Kapitalmarkts in der EU beiträgt, begrüßen wir das Paket ausdrücklich.

Im Folgenden wollen wir auf einige Aspekte näher eingehen, bei denen wir Anpassungsbedarf sehen.

1. DLT Pilot Regime

Die Boerse Stuttgart Group begrüßt ausdrücklich die im Rahmen des MIP vorgeschlagene Weiterentwicklung des DLT Pilot Regimes (DLTPR), da dieses einen zentralen Baustein für den Handel und die Abwicklung von DLT-Finanzinstrumenten bzw. auf der Blockchain begebenen Wertpapieren ist. Funktionierende Sekundärmärkte sind wiederum die Voraussetzung dafür, dass Wertpapiere wie beispielsweise in Deutschland nach dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) als Kryptowertpapiere begeben werden. Das DLTPR ist daher von elementarer Bedeutung für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes.

Vereinigung Baden-Württembergische
Wertpapierbörse e.V.

Aufsichtsorgan Präsidialausschuss

Jürgen Steffan

Vorstand: Dr. Matthias Voelkel (Vorsitzender),
Dr. Oliver Vins, Dr. Constantin Bettermann,
Stephan Simmang

Sitz: Stuttgart

Vereinsregister des Amtsgerichts Stuttgart,
VR 6096

Das DLTPR ist eine wesentliche Grundlage für das Geschäftsmodell von Setu-
rion, der paneuropäischen Plattform für DLT-basierte Finanzinstrumente der Bo-
erse Stuttgart Group. Die im MIP bzw. im DLTPR-Entwurf (im Folgenden
„DLTPR-E“) angelegten Erweiterungen – etwa höhere Volumengrenzen, eine
Ausweitung auf sämtliche Finanzinstrumente bei angemessenem Anlegerschutz
sowie eine Entfristung von Lizenzen – sind entscheidend für die Weiterentwick-
lung des Geschäftsmodells. Die Ausweitung des DLTPR stärkt jedoch auch die
Rolle transparenter Handelsplätze („lit markets“) im Bereich DLT-basierter Fi-
nanzinstrumente, denn ohne eine Ausweitung drohen diese Aktivitäten auf we-
niger transparente OTC-Märkte auszuweichen.

Zugleich sehen wir mit großer Sorge, dass die im DLTPR-E vorgesehenen Än-
derungen aufgrund des komplexen Gesetzgebungsverfahrens des Gesamtpa-
kets voraussichtlich erst mit großer Verzögerung anwendbar sein werden und
Europa damit im internationalen Wettbewerb um die Tokenisierung von Wertpa-
piere – insbesondere gegenüber den USA – weiter an Boden verlieren könnte.
Angesichts der in den USA bereits sichtbaren dynamischen Entwicklungen,
etwa zügiger regulatorischer Erleichterungen für zentrale Marktinfrastrukturen
(teilweise im Wege kurzfristiger „No-Action-Letters“), halten wir es für zwingend
erforderlich, dass die EU kurzfristig Handlungsbereitschaft zeigt, und einen at-
traktiven Rahmen für Investitionen in DLT-Marktstrukturen schafft.

1.1 DLTPR-Quick-Fix

Vor diesem Hintergrund sprechen wir uns mit Nachdruck für einen gezielten
DLTPR-Quick-Fix aus. Mit einem solchen Quick-Fix sollten Teile des DLTPR-
Reviews aus dem MIP herausgelöst und als eigenständige, beschleunigte Ge-
setzesinitiative behandelt werden. Er sollte aus unserer Sicht mindestens fol-
gende Kernelemente enthalten:

- **Aufhebung der Beschränkung auf bestimmte Finanzinstru-
mente** durch Streichung DLTPR Art. 3 (1) bei gleichzeitiger Einhal-
tung der jeweiligen Anlegerschutzbestimmungen,
- **deutliche Anhebung der pro DLT-Marktinfrastuktur geltenden
Volumenobergrenzen**, idealerweise wie vorgeschlagen auf 100–
150 Mrd. EUR, DLTPR-E Art. 3 (2),
- **Streichung der pro Finanzinstrument geltenden Emissionsvo-
lumen-Limits** ebenfalls durch Anpassung des DLTPR Art. 3 (1),
- **Entfristung der Lizenzen**, wie im DLTPR-E vorgeschlagen,
- sowie die **unmittelbare Anwendbarkeit** der neuen Regeln mit In-
krafttreten der Änderungsverordnung.

Alternativ sollte geprüft werden, ob diese Elemente an bereits laufende Geset-
zesinitiativen – etwa den Digitalen Omnibus oder den EU-Verbriefungsvorschlag

– angehängt werden können, um den Zeitplan weiter zu beschleunigen.

1.2 Weitere Ergänzungen

Darüber hinaus haben wir Anmerkungen zu folgenden Punkten:

a) *Verhältnismäßigkeit bei der Ausgestaltung der CSDR-Eigenkapitalanforderungen im DLTPR*

Das derzeitige DLTPR sieht gezielte Ausnahmen von der Zentralverwahrerverordnung (CSDR) und MiFID II vor, die – abgesehen von den Eigenmittelvorschriften – rein technisch begründet sind und kein „lighter Regime“ darstellen; diese Abweichungen müssen zudem einzeln beantragt und durch Kompensationsmaßnahmen unterlegt werden.

Der DLTPR-E sieht nun eine weitgehende Angleichung an die CSDR-Eigenkapitalanforderungen vor, die jedoch aus unserer Sicht nicht ausreichend verhältnismäßig ausgestaltet sind. Betreiber eines DLT-SS oder DLT-TSS müssten bis zu einem Volumen von 10 Mrd. EUR 50% der CSDR-Eigenmittelanforderungen erfüllen und ab einem Volumen von 15 Mrd. EUR 100% des CSDR-Niveaus vorhalten.

Damit müssten Betreiber von DLT SS/TSS faktisch dieselben Eigenkapitalanforderungen wie klassische CSDs erfüllen, unterliegen aber weiterhin strikten Volumengrenzen. Um die Skalierung innovativer Marktinfrastrukturen zu ermöglichen, sollten die Eigenkapitalanforderungen daher so lange verhältnismäßig ausgestaltet werden, wie volumenbezogene Beschränkungen gelten. Wir schlagen eine Obergrenze von 75% des CSDR-Niveaus bis zum Erreichen der Volumenschwelle von 100 Mrd. EUR vor. Eine 100-prozentige Unterlegung scheint uns geboten, wenn die Volumenbegrenzung von 100/150 Mrd. EUR entfällt.

b) *Vereinfachter Übergang in die CSDR und Vermeidung von Doppelregulierung*

Erwägungsgrund 48 des DLTPR-E stellt ausdrücklich in Aussicht, dass nach dem DLTPR zugelassene Institute beim Herauswachsen aus dem DLTPR in den Anwendungsbereich der CSDR überführt werden sollen („can fall under the scope of Regulation (EU) No 909/2014 once they have outgrown that regime“).¹ Im Entwurf der Kommission fehlt jedoch ein klar geregelter, praktikabler Übergangspfad in eine CSDR--Zulassung.

¹ DLTPR-E, Erwägungsgrund 48: „Regulation (EU) No 909/2014 should take into account developments in DLT in the provision of CSD services so that entities authorised under the pilot regime provided for in Regulation (EU) 2022/85825 can fall under the scope of Regulation (EU) No 909/2014 once they have outgrown that regime.“

Da Betreiber eines DLT-SS oder DLT-TSS bei Erreichen der maximalen Volumenschwelle bereits sämtliche einschlägigen CSDR-Anforderungen – einschließlich der Eigenmittelanforderungen – erfüllen müssen (vgl. oben), ist ein vollumfängliches CSDR-Zulassungsverfahren weder sachgerecht noch verhältnismäßig. Sinnvoll ist ein vereinfachtes Erlaubnis- bzw. „Fast-Track“-Verfahren, das auf den im DLTPR-Verfahren bereits geprüften Governance-, Risiko- und IT-Strukturen aufsetzt und den Übergang über eine qualifizierte Notifizierung – vergleichbar der Systematik in der Europäischen Verordnung über Kryptowerte (MiCAR) – ermöglicht.

Zugleich muss die künftige Rolle eines DLT-TSS im Zusammenspiel von MiFID II/MiFIR und CSDR klar geregelt werden. Außerhalb des DLTPR gilt das Trennungsprinzip zwischen Handel (MiFID) und Nachhandel (CSDR), während die DLT-TSS-Genehmigung unter dem DLTPR die Bündelung von Handels- und Nachhandelsfunktionen in einer Entität ausdrücklich zulässt. Diese Systeminnovation des DLTPR sollte dauerhaft gesichert werden, indem in CSDR und MiFID eine ausdrückliche Brückennorm verankert wird, die die Doppelrolle von Marktbetreibern/Wertpapierfirmen mit CSD-Funktionen anerkennt, Doppelregulierung vermeidet und einen rechtssicheren Übergang eines DLT-TSS in das reguläre CSDR-Regime eröffnet.

Im Rahmen der Reform des DLTPR sollte eine „CSD-Fiktion“ vorgesehen werden, die klarstellt, dass der Begriff „CSD“ auch ein DLT-TSS und DLT-SS umfasst. Das würde weitere Rechtssicherheit für DLT-TSS und DLT-SS Anbieter schaffen.

c) Nutzung von E-Money Token im DLTPR

Das DLTPR erlaubt bereits heute die Abwicklung DLT-basierter Finanzinstrumente mit E-Money Token (EMT) bzw. sogenannten Stablecoins. Der DLTPR-E sieht nun jedoch vor (u.a. in Art. 5 und Erwägungsgrund 80), dass solche Zahlungen ausschließlich mit EMT zulässig sind, die an eine EU-Währung gebunden sind.

Die daraus resultierende faktische Beschränkung auf EMT in EU-Währungen ist sachlich nicht gerechtfertigt und schränkt die Gestaltungsfreiheit von Marktinfrastrukturen ein, da Handel und Abwicklung in Fremdwährungen im Kapitalmarkt gängige Praxis sind. Ein Ausschluss von Nicht-EU-Währungen könnte wiederum dazu führen, dass sich entsprechendes Handelsvolumen in den OTC-Bereich verschiebt. Eine Förderung in EU-Währungen denominierter EMT sollte über bessere Rahmenbedingungen und Anreize erfolgen – nicht über eine quasi

verpflichtende Vorgabe, andere hochwertige EMT-Denominierungen faktisch auszuschließen.

2. Zentralisierung der Aufsicht und ESMA-Mandat

2.1 Zentralisierung der Aufsicht über Börsen und Crypto-Asset Service Provider (CASPs)

Die Boerse Stuttgart Group ist mit der bestehenden Aufsichtsstruktur – nationale Aufsicht und lokale Börsenaufsicht – grundsätzlich zufrieden, da sie die Nähe zum Markt, eine gute Kenntnis der lokalen Marktgegebenheiten und eine effiziente Umsetzung der Regulierung gewährleistet. Zugleich erkennen wir das Ziel der EU-Kommission an, für bedeutende Infrastrukturen und grenzüberschreitend tätige Marktteilnehmer einheitlichere Rahmenbedingungen zu schaffen und durch eine stärkere Rolle der ESMA zur Aufsichtskonvergenz beizutragen.

Vor diesem Hintergrund halten wir den Ansatz für sachgerecht, die zentrale Aufsicht bei der ESMA auf signifikante und grenzüberschreitend aktive Börsen zu beschränken, während andere Handelsplätze weiterhin primär durch die nationalen Behörden beaufsichtigt werden. Entscheidend ist aus unserer Sicht, dass jede Übertragung von Aufsichtsbefugnissen klar definierte Zuständigkeiten vorsieht, Doppelstrukturen vermeidet und nicht zu zusätzlichen, vermeidbaren Bürokratielasten für die beaufsichtigten Institute führt.

Für die Aufsicht über Crypto-Asset Service Provider begrüßen wir das Anliegen, einen kohärenten und europaweit konsistenten Aufsichtsrahmen zu schaffen, der zur Integrität und Stabilität der Kryptomärkte beiträgt und Aufsichtsarbitrage verhindert. Die bisherigen Erfahrungen mit der nationalen Aufsicht in Deutschland zeigen, dass ein hohes Maß an Expertise aufgebaut wurde, die in eine mögliche zentrale Aufsicht bei der ESMA sinnvoll eingebunden werden sollte. Voraussetzung für eine gelingende Zentralisierung ist, dass ESMA über ausreichende Ressourcen, Fachkompetenz und geeignete Organisationsstrukturen verfügt, um eine effiziente, risikoorientierte und verhältnismäßige Aufsicht sicherzustellen.

2.2 Ausweitung des ESMA-Mandats auf den Aspekt der Wettbewerbsfähigkeit

Wir unterstützen grundsätzlich die Zielsetzung der ESMA-Verordnung, auf eine einheitliche Aufsichtspraxis in der EU hinzuwirken. Dieses Ziel sollte jedoch mit einem pragmatischen und verhältnismäßigen Aufsichtsansatz einhergehen, der die Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Marktteilnehmer

mer und auf den europäischen Kapitalmarkt als Ganzes ausdrücklich mitberücksichtigt. Art. 1 Abs. 5 lit. h) der ESMA-Verordnung wird zwar dahingehend erweitert, dass ESMA die Marktintegration und Innovation im Finanzsektor unterstützen soll. Aus unserer Sicht greift das aber zu kurz. Ergänzend sollte im Mandat der ESMA ausdrücklich das Ziel der Wettbewerbsfähigkeit verankert werden, um sicherzustellen, dass erweiterte Aufsichtskompetenzen zu praxisnahen und standortfreundlichen Regulierungsvorhaben führen. Ein ähnliches Mandat findet sich zum Beispiel im Vereinigten Königreich, wo die Financial Conduct Authority (FCA) ein „competitiveness and growth object“ (Financial Services and Markets Act 2023, Section 1B) als sekundäres Ziel verfolgt.

3. Marktstruktur im Wertpapierhandel

Im Bereich Marktstruktur und Börsenregulierung sehen wir im MIP die Chance, den europäischen Wertpapierhandel insgesamt effizienter und integrierter zu gestalten, insbesondere durch Erleichterungen für die Mitgliedschaft an mehreren Handelsplätzen und die Schaffung der optionalen Kategorie der Pan-European Market Operators (PEMO). Die Möglichkeit, Dienstleistungen leichter grenzüberschreitend zu erbringen und den Marktzugang über einen EU-weiten „Passport“ zu vereinfachen, ist ein wichtiges Instrument zur Vertiefung der Kapitalmarktunion, das wir begrüßen.

Gleichzeitig bedauern wir, dass das Paket bislang keine grundlegenden Reformen der Handelsmarktstruktur vorsieht, insbesondere im Hinblick auf das Verhältnis von Börsenhandel zu außerbörslichem (OTC-/bilateralem) Handel. Aus Sicht der Boerse Stuttgart Group sollten Kundenaufträge von Privatanlegern grundsätzlich ausschließlich an regulierten Börsen und MTFs ausgeführt werden, da nur dort ein Höchstmaß an Transparenz, Anlegerschutz und Marktintegrität gewährleistet ist.

Darüber hinaus halten wir es für sinnvoll, die Regeln zur bestmöglichen Ausführung von Kundenorders („Best Execution“) weiterzuentwickeln und perspektivisch auf eine dynamische Best Execution umzustellen, die insbesondere dem Spread eines Finanzinstruments ein höheres Gewicht beimisst und so die tatsächliche Ausführungsqualität für Anleger besser widerspiegelt. Eine stärkere Fokussierung auf preisliche und qualitative Ausführungskriterien würde dazu beitragen, die Rolle transparenter, regulierter Märkte im Wettbewerb mit weniger transparenten Handelsformen zu stärken. Im Idealbild sollte der Anleger damit befähigt werden, auf transparenten und verlässlichen Informationen begründete, selbstbewusste Entscheidungen über den für ihn am besten geeigneten Ausführungsplatz zu treffen.