EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 12.2.2025
COM(2025) 38 final

2025/0022 (COD)

Vorschlag für eine

VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 in Bezug auf eine Verkürzung des Abwicklungszyklus in der Union

(Text von Bedeutung für den EWR)

{SWD(2025) 37 final}

BEGRÜNDUNG

1. KONTEXT DES VORSCHLAGS

• Gründe und Ziele des Vorschlags

Die EU muss vermehrte Anstrengungen unternehmen, um die für die Finanzierung des digitalen, grünen und sozialen Wandels erforderlichen Mittel bereitzustellen und Wachstum zu fördern. Effizient funktionierende Kapitalmärkte mit ausreichender Markttiefe sind eine notwendige Voraussetzung für das Erreichen dieses Ziels. Trotz erheblicher Bemühungen um ihre Integration in den letzten Jahren sind die EU-Kapitalmärkte jedoch immer noch fragmentiert. Diese Fragmentierung stellt ein wesentliches Hemmnis für ihre Entwicklung dar. Dies wurde 2024 durch eine Reihe von Berichten bestätigt, unter anderem den Draghi-Bericht[1] und den Letta-Bericht[2]. In besagten Berichten wird ferner betont, dass die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität der EU-Kapitalmärkte und ihre Fähigkeit, die von der EU benötigten Finanzmittel bereitzustellen, davon abhängen, dass sich diese Märkte der Innovation öffnen.

Die Spar- und Investitionsunion muss auf effizienten und sicheren Nachhandelsdienstleistungen aufbauen. Diese Dienstleistungen spielen unter anderem bei der Emission von Wertpapieren, der Abwicklung von Geschäften (Settlement), der Überwachung des Eigentums an Wertpapieren sowie der Steuerung und Verringerung von Risiken (Clearing) eine Schlüsselrolle. Nachhandelsdienstleistungen sind für das Funktionieren der EU-Kapitalmärkte unerlässlich. Aus diesen Gründen wurde in allen genannten Berichten betont, dass mehr unternommen werden muss, um die Effizienz der Nachhandelsdienstleistungen zu verbessern.

Jeden Tag werden Wertpapiergeschäfte im Wert von mehr als 4 Bio. EUR[3] bei EU-Zentralverwahrern abgewickelt. Je länger die Abwicklung dauert, i) desto länger bestehen die Risiken[4] für Käufer und Verkäufer, ii) desto länger müssen Anleger auf den Erhalt des Geldes oder der Wertpapiere warten (sofern es überhaupt zu einer Abwicklung kommt), und iii) desto stärker werden die Möglichkeiten, andere Geschäfte zu tätigen, eingeschränkt. Eine schnelle, effiziente und zuverlässige Abwicklung ist daher eine wesentliche Voraussetzung für den Ausbau der Spar- und Investitionsunion.

Vor nunmehr zehn Jahren trat die Verordnung über Zentralverwahrer[5] (Central Securities Depositories Regulation – im Folgenden „CSDR“) in Kraft, mit der der Wertpapierabwicklungszyklus in der EU für bestimmte Sekundärmarktgeschäfte auf

---

1 Im „Report on the Future of European Competitiveness“ (im Folgenden „Draghi-Bericht“) heißt es, dass die Verringerung der Fragmentierung der Kapitalmärkte das wichtigste Ziel der Spar- und Investitionsunion ist (S. 292).

2 Im Bericht „Much more than a market“ (im Folgenden „Letta-Bericht“) wird betont, dass innovative und effiziente Kapitalmärkte notwendig sind, um die Finanzierung des grünen und digitalen Wandels sicherzustellen.

3 Daten aus der statistischen Datenbank für Wertpapierhandel, -clearing und -abwicklung, Europäische Zentralbank, für das Jahr 2023; https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691131.

4 Die Gegenpartei eines Finanzgeschäfts ist zwischen dem Abschluss und der Abwicklung eines solchen Geschäfts verschiedenen Arten von Risiken ausgesetzt, z. B. Kredit-, Liquiditäts- und Marktrisiken.

5 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 sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 1).

höchstens zwei Geschäftstage nach dem Abschlusstag (sog. „T+2“) harmonisiert wurde[6]. Seitdem haben sich die Finanzmärkte und -technologien weiterentwickelt. Dem Beispiel der EU folgend führten ab Ende 2014 viele andere Länder ebenfalls einen kürzeren Abwicklungszeitraum ein. Die USA stellten zum Beispiel 2017 auf T+2 um. Doch aus Innovationsgründen und aus der Notwendigkeit heraus, die Effizienz der Abwicklung zu verbessern, die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern und die Risiken für die Finanzstabilität zu verringern, ist die Entwicklung dort nicht stehen geblieben. Die Welt ist seither weitergegangen. So haben beispielsweise China, Indien, die Vereinigten Staaten und Kanada die Abwicklung auf höchstens einen Geschäftstag nach dem Abschlusstag verkürzt (sog. „T+1“). Die weltweite Umstellung auf T+1 führt zu Diskrepanzen zwischen den EU-Finanzmärkten und den globalen Finanzmärkten sowie zu Wettbewerbsnachteilen für die EU-Kapitalmärkte. Diese Inkongruenzen werden weiter zunehmen, je mehr Länder zu T+1 übergehen.

Bei der jüngsten Überprüfung der CSDR wurden diese Trends zur Kenntnis genommen und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) beauftragt, in enger Zusammenarbeit mit den Mitgliedern des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zu prüfen, ob eine Verkürzung des Abwicklungszyklus in der EU sinnvoll sei, und einen Fahrplan vorzulegen, wie ein solcher Schritt vollzogen werden könnte. Die ESMA veröffentlichte ihren Bericht (ESMA-Bericht) am 18. November 2024[7] und empfahl der EU, bis spätestens zum 11. Oktober 2027 auf T+1 umzustellen[8].

Eine Verkürzung des Abwicklungszyklus in der EU würde die Art und Weise, wie die Märkte heute funktionieren, erheblich verändern, was je nach Art des Akteurs, der Transaktion und des Wertpapiers unterschiedliche Auswirkungen hätte. Die Quantifizierung der Kosten und Vorteile im Zusammenhang mit der Verkürzung des Abwicklungszyklus in der EU ist aufgrund des Mangels an Daten teilweise schwierig, aber die von der ESMA bewerteten

---

6 Der Geltungsbereich der T+2-Abwicklung gemäß der CSDR umfasst Geschäfte mit übertragbaren Wertpapieren im Sinne des Artikels 5 Absatz 1 CSDR, die an Handelsplätzen ausgeführt werden. Geschäfte, die privat abgeschlossen, aber an einem Handelsplatz ausgeführt werden, Geschäfte, die zwar bilateral ausgeführt, aber an einen Handelsplatz gemeldet werden, oder das erste Geschäft, wenn die übertragbaren Wertpapiere erstmals im Effektengiro eingebucht werden, fallen nicht in den Geltungsbereich der T+2-Abwicklung. Primärmärkte fallen nicht in den Geltungsbereich der T+2-Abwicklung, da sie nicht standardisierte Geschäfte umfassen, die spezifische Prozesse und eine spezifische Überwachung erfordern. Die Einführung eines verpflichtenden Abwicklungszeitraums für solche Geschäfte parallel zur Umstellung auf T+1 würde eine umfassendere Analyse sowie Marktkonsultationen erfordern, die in Anbetracht der Notwendigkeit, Klarheit über die Umstellung auf eine schnellere Abwicklung in der EU zu schaffen, nicht durchführbar wären. In diesem Zusammenhang zeigten sich viele Mitgliedstaaten auf einer Sitzung am 5. September offen für eine Ausweitung des Geltungsbereichs, allerdings erst zu einem späteren Zeitpunkt und nach Durchführung weiterer Analysen, um eine Verzögerung bei der Umstellung auf T+1 zu vermeiden (siehe Abschnitt 4, S. 19 der zugehörigen Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen).

7 „Report on the assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union“, 18. November 2024, ESMA74-2119945925-1969, https://www.esma.europa.eu/document/report-assessment-shortening-settlement-cycle-european-union.

8 Dem ESMA-Bericht zufolge könnte die Umstellung von T+2 auf T+1 mindestens 31 Monate in Anspruch nehmen, damit sich die Branche vorbereiten, die erforderlichen Investitionen tätigen und die Prozesse anpassen kann. Ferner wurde hervorgehoben, dass die Diskrepanz zu den internationalen Kapitalmärkten dringend beseitigt werden muss. In Anbetracht dessen wurde der zweite Montag im Oktober 2027 als der am besten geeignete Zeitpunkt für die Einführung von T+1 vorgeschlagen. Dabei wurden andere regelmäßige Prozesse berücksichtigt, die die Marktteilnehmer zu verschiedenen Zeitpunkten des Jahres durchführen müssen, wie z. B. T2S-Aktualisierungen oder die Abwicklung von Kapitalmaßnahmen.

Elemente deuten darauf hin, dass die Vorteile einer Umstellung, wie etwa die Verringerung von Risiken, Einsparungen bei Einschusszahlungen[9] und eine Senkung der Kosten, die durch Abweichungen von anderen wichtigen Rechtsordnungen weltweit entstehen, für die Spar- und Investitionsunion von großem Nutzen sind. Darüber hinaus würden Investitionen in die Modernisierung, Harmonisierung und Verbesserung der Effizienz und Widerstandsfähigkeit der Nachhandelsprozesse, die durch die Umstellung auf T+1 ausgelöst würden, mithelfen, die Abwicklungseffizienz in der EU weiter zu fördern, die Marktintegration und letztlich die Spar- und Investitionsunion voranzubringen und einen Wettbewerbsnachteil für die EU-Kapitalmärkte zu vermeiden, der dazu führen könnte, dass Händler andere, effizientere Märkte bevorzugen. Schließlich würde die Beibehaltung des derzeitigen Abwicklungszyklus in der EU zu einer weiteren Fragmentierung der Spar- und Investitionsunion beitragen, da die verschiedenen Akteure in der EU weiterhin unterschiedliche Lösungen anwenden würden, um den kürzeren Abwicklungszeiten der meisten globalen Kapitalmärkte Rechnung zu tragen.

Die meisten der ermittelten Kosten im Zusammenhang mit der Umstellung auf T+1 würden sich kurzfristig bemerkbar machen und hängen mit den Investitionen zusammen, die für die Modernisierung, Standardisierung und Digitalisierung verschiedener Schritte des Abwicklungsprozesses erforderlich sind. Andererseits deuten die von der ESMA geprüften Elemente darauf hin, dass die Auswirkungen von T+1 in Bezug auf die Verringerung von Risiken, Einsparungen bei Einschusszahlungen und eine Senkung der Kosten im Zusammenhang mit der Angleichung an andere wichtige Rechtsordnungen weltweit erhebliche Vorteile für die Wettbewerbsfähigkeit der EU-Kapitalmärkte und für den Übergang zur Spar- und Investitionsunion darstellen und letztlich die Effizienz der EU-Kapitalmärkte verbessern und somit ihre Wettbewerbsfähigkeit auf globaler Ebene erhalten würden[10].

Die Abwicklung von Wertpapiergeschäften auf der Basis T+1 ist in der EU technisch und rechtlich bereits möglich. Daher könnte die Koordinierung und Durchführung der Umstellung auf T+1 ganz in die Hände der EU-Wertpapierbranche gelegt werden. Allerdings würde die höhere Komplexität der EU-Finanzmärkte – aufgrund der Zahl der beteiligten Akteure, Systeme und Währungen – im Vergleich zu anderen Ländern, die bereits zu T+1 übergegangen sind, die Koordinierung des Prozesses für die Branche extrem schwierig machen und weder Rechts- noch Planungssicherheit bieten.

Diese Aspekte wurden auch in der am 15. Oktober 2024 veröffentlichten gemeinsamen Erklärung der ESMA, der Kommission und der EZB zur Verkürzung des Standard-Wertpapierabwicklungszyklus in der EU (im Folgenden „gemeinsame Erklärung“) hervorgehoben[11]. In der gemeinsamen Erklärung wird darauf hingewiesen, dass die EU dringend einen koordinierten Ansatz verfolgen muss, wenn sie vermeiden will, dass die negativen Auswirkungen der fehlenden Angleichung der Abwicklungszyklen an die

---

9 Einsparungen bei Einschüssen bezieht sich auf Einsparungen bei der Bereitstellung von Sicherheiten zur Deckung des Gegenparteirisikos, dem die Marktteilnehmer ausgesetzt sind. Siehe ESMA-Bericht, S. 11, 37, 38 und Abschnitt 7.1.2 der dazugehörigen Arbeitsunterlage zu den Vorteilen der T+1-Abwicklung im Zusammenhang mit der Verringerung der Risiken, die mit den von der zentralen Gegenpartei vorgeschriebenen Sicherheitsleistungen und Einschusszahlungen verbunden sind.

10 Siehe den ESMA-Bericht, S. 88.

11 Gemeinsame Erklärung der ESMA, der Kommission und der EZB, „Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps“; https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA74-2119945925-2085_EC-ECB-ESMA_High_level_joint_statement_T_1.pdf.

wichtigsten internationalen Rechtsordnungen fortdauern und sich verstärken, und wenn sie eine effiziente und wettbewerbsfähige Spar- und Investitionsunion gewährleisten will.

Entsprechend soll mit diesem Vorschlag sichergestellt werden, dass alle Beteiligten genügend Zeit haben, um sich vorzubereiten und koordiniert und fristgerecht auf T+1 umzustellen.

Es wird daher vorgeschlagen, dass die EU auf einen kürzeren Abwicklungszyklus umstellt, der vorsieht, dass die Abwicklung von Geschäften, die derzeit auf der Basis T+2 abgewickelt werden, spätestens am ersten Geschäftstag nach dem Abschlusstag erfolgt. Dies würde Zentralverwahrer, die technisch bereits dazu in der Lage sind, nicht daran hindern, Geschäfte direkt am Handelstag abzuwickeln.

- **Kohärenz mit den bestehenden Vorschriften in diesem Bereich**

Der Vorschlag zielt darauf ab, die CSDR zu ändern und einen T+1-Abwicklungszyklus in der Europäischen Union einzuführen, um die Effizienz der Abwicklung zu verbessern, die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen und die Risiken für die Finanzstabilität zu verringern. Die vorgeschlagenen Änderungen der Rechtsvorschriften würden zur Entwicklung einer effizienteren Nachhandelslandschaft in der EU beitragen, die mit den Zielen des CSDR Refit[12] im Einklang steht. Darüber hinaus harmoniert dieser Vorschlag mit dem Ziel der Kommission, eine Spar- und Investitionsunion aufzubauen, um den Kapitalfluss in der EU zum Nutzen von Verbrauchern, Investoren und Unternehmen zu erleichtern. Die Wertpapierabwicklung steht im Mittelpunkt der Kapitalmärkte. Eine schnelle, effiziente und zuverlässige Abwicklung ist daher eine wesentliche Voraussetzung für den Ausbau der Spar- und Investitionsunion. Ein kürzerer Abwicklungszyklus würde die Attraktivität der EU-Märkte erhöhen und wichtige Vorteile bringen, insbesondere die Verringerung von Risiken, Einsparungen bei Einschusszahlungen und eine Senkung der Kosten, die durch Abweichungen von anderen wichtigen Rechtsordnungen weltweit entstehen.

- **Kohärenz mit der Politik der Union in anderen Bereichen**

Diese Initiative soll die breitere Agenda der Kommission ergänzen, um die EU-Kapitalmärkte wettbewerbs- und widerstandsfähiger zu machen. Ein wettbewerbsorientiertes und effizientes Nachhandelsumfeld, in dem der Abwicklungszyklus eine zentrale Rolle spielt, ist ein wesentliches Element zur Erreichung der Ziele der Spar- und Investitionsunion. Ein uneingeschränkt funktionierender integrierter Kapitalmarkt wird es der EU-Wirtschaft ermöglichen, nachhaltig zu wachsen und wettbewerbsfähiger zu sein. Dieses Ziel steht mit den strategischen Prioritäten der Kommission in Einklang, bei der es darum geht, die richtigen Bedingungen für die Schaffung neuer Arbeitsplätze, für Wachstum und Investitionen herzustellen.

2. RECHTSGRUNDLAGE, SUBSIDIARITÄT UND VERHÄLTNISMÄßIGKEIT

- **Rechtsgrundlage**

Rechtsgrundlage dieses Vorschlags ist Artikel 114 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union, welcher auch die Rechtsgrundlage für die CSDR bildet. Hauptziel der

[12] Verordnung (EU) 2023/2845 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Dezember 2023 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 im Hinblick auf die Abwicklungsdisziplin, die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen, die aufsichtliche Zusammenarbeit, die Erbringung bankartiger Nebendienstleistungen und Anforderungen an Zentralverwahrer in Drittländern und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (ABl. L, 2023/2845, 27.12.2023).

CSDR ist die Verbesserung der Sicherheit und Effizienz der Wertpapierabwicklung und der Abwicklungsinfrastrukturen in der EU. Mit dieser Initiative wird vorgeschlagen, die Dauer des Abwicklungszyklus in der Union zu überarbeiten und ihn von zwei auf einen Geschäftstag nach dem Abschlusstag zu verkürzen. Der entsprechende Legislativvorschlag würde daher auf der gleichen Rechtsgrundlage angenommen.

- **Subsidiarität (bei nicht ausschließlicher Zuständigkeit)**

Nach dem in Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union verankerten Subsidiaritätsprinzip wird die Union in den Bereichen, die nicht in ihre ausschließliche Zuständigkeit fallen, nur tätig, sofern und soweit die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen von den Mitgliedstaaten weder auf zentraler noch auf regionaler oder lokaler Ebene ausreichend verwirklicht werden können, sondern wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind.

Die Ziele der CSDR – nämlich die Festlegung einheitlicher Anforderungen für die Lieferung und Abrechnung von Finanzinstrumenten in der EU sowie von Vorschriften für die Organisation und Führung von Zentralverwahrern und die Förderung einer sicheren, effizienten und reibungslosen Lieferung und Abrechnung – können von den Mitgliedstaaten alleine nicht ausreichend verwirklicht werden. Dies wurde 2014 bei der Verabschiedung der CSDR und 2023 bei der Verabschiedung der Änderung der CSDR (CSDR Refit) von den gesetzgebenden Organen eingeräumt.

Insbesondere wurde mit der CSDR ein verpflichtender Abwicklungszeitraum für die meisten Geschäfte mit übertragbaren Wertpapieren eingeführt, die an einem Handelsplatz in der EU ausgeführt werden, nämlich zwei Geschäftstage nach dem Abschlusstag. Es ist daher angezeigt, dass die Verkürzung dieses Abwicklungszeitraums durch dasselbe Rechtsinstrument vorgenommen wird.

Für diesen Ansatz spricht auch die Fragmentierung der EU-Nachhandelsinfrastrukturen und die Unterschiede zwischen den Kapitalmärkten und Rechtsrahmen der Mitgliedstaaten, die eine gemeinsame Umstellung auf T+1 erschweren würden, wenn sie nicht auf EU-Ebene koordiniert wird. Die Anwendung unterschiedlicher Praktiken durch Zentralverwahrer und Handelsplätze in der EU zur Angleichung an die globalen Abwicklungszeiträume würde Komplexität und Risiken mit sich bringen, die die EU-Kapitalmärkte weiter fragmentieren und ungünstige Bedingungen für Teilnehmer und Anleger schaffen. Daher kann das Ziel dieser Initiative, den Abwicklungszyklus in der Union zu verkürzen und somit Diskrepanzen zur globalen Wirtschaft zu beseitigen, um die Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz des Nachhandelsumfelds der EU zu stärken, von den Mitgliedstaaten allein nicht ausreichend verwirklicht werden. Diese Ziele lassen sich angesichts des Umfangs der Maßnahmen im Einklang mit dem Grundsatz der Subsidiarität gemäß Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union besser auf EU-Ebene verwirklichen.

- **Verhältnismäßigkeit**

Mit dem Vorschlag sollen die Diskrepanzen zwischen den Abwicklungszeiträumen in der EU und anderen Ländern auf verhältnismäßige, wirksame und effiziente Weise beseitigt werden.

Eine Verkürzung des Abwicklungszyklus würde zu einer stärkeren Angleichung an die globalen Märkte führen, die Prozesse für alle grenzüberschreitenden Marktteilnehmer erheblich straffen und die Risiken und Kosten für Wertpapiere verringern, die gleichzeitig in T+1-Ländern und in der EU notiert sind oder gehandelt werden. Aufgrund der Vielzahl der verschiedenen Akteure, Systeme und Währungen, die am EU-Finanzmarkt beteiligt sind, wäre eine Umstellung der Mitgliedstaaten auf T+1 im Alleingang schwierig, ineffizient und

kostspieliger. Maßnahmen auf EU-Ebene sind notwendig, um das Ziel der Einführung eines kürzeren Abwicklungszyklus in der EU zu erreichen und die damit verbundenen Vorteile nutzbar zu machen. Dieser Vorschlag geht nicht über das für die Verwirklichung seiner Ziele erforderliche Maß hinaus.

- **Wahl des Instruments**

Die CSDR ist eine Verordnung und muss somit durch ein Rechtsinstrument gleicher Art geändert werden.

3. ERGEBNISSE DER EX-POST-BEWERTUNG, DER KONSULTATION DER INTERESSENTRÄGER UND DER FOLGENABSCHÄTZUNG

- **Ex-post-Bewertung/Eignungsprüfungen bestehender Rechtsvorschriften**

In Anbetracht der Art und Dringlichkeit der Initiative, die eine gezielte Änderung von Artikel 5 Absatz 2 CSDR zur Einführung eines kürzeren Abwicklungszyklus in der Union betrifft, und der damit verbundenen vorbereitenden Arbeiten hielten die Kommissionsdienststellen eine Ex-post-Bewertung der bestehenden Rechtsvorschriften nicht für angebracht. Bei der Ausarbeitung der Arbeitsunterlage zu diesem Vorschlag haben die Kommissionsdienststellen die Auswirkungen der angestrebten Änderung im Lichte der internationalen Entwicklungen analysiert und die Rückmeldungen der Interessenträger sowie die Analyse im ESMA-Bericht berücksichtigt.

- **Konsultation der Interessenträger**

Die Kommission hat die Interessenträger während des gesamten Prozesses der Ausarbeitung des vorliegenden Vorschlags konsultiert. Im Einzelnen wurden folgende Konsultationen durchgeführt:

- Von der Kommission am 25. Januar 2024 veranstalteter **Roundtable**[13] zur Umstellung auf einen kürzeren Abwicklungszyklus in der EU. Zu den Teilnehmern gehörten hochrangige Vertreter aus verschiedenen Sektoren der Branche (Käuferseite[14], Verkäuferseite[15], Kleinanleger, Marktinfrastrukturen), von führenden Regulierungsbehörden sowie des Europäischen Parlaments und der Europäischen Zentralbank. Obwohl es unterschiedliche Ansichten gab, sprach sich die Mehrheit der Teilnehmer für eine Änderung der Rechtsvorschriften aus, um die Umstellung auf T+1 zu ermöglichen. Sie erkannten an, dass die Umstellung auf einen kürzeren Abwicklungszyklus vor allem langfristig Vorteile bringen könne, diese jedoch schwer zu quantifizieren seien. Sie vertraten die Auffassung, dass die kurzfristigen Vorteile in erster Linie durch eine Angleichung an andere Länder, insbesondere an die USA, und durch Einsparungen bei Einschusszahlungen erzielt würden, während die wichtigsten mittel- bis langfristigen Vorteile ein höherer Automatisierungsgrad

[13] „Roundtable on shortening the settlement cycle in the EU“, 25. Januar 2024; https://finance.ec.europa.eu/events/roundtable-shortening-settlement-cycle-eu-2024-01-25_en.

[14] Die Käuferseite besteht aus den Marktteilnehmern, die Wertpapiere kaufen. Dazu gehören Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds, Hedgefonds und Pensionsfonds, die Wertpapiere für eigene Rechnung oder für Anleger mit dem Ziel erwerben, eine Rendite zu erzielen.

[15] Die Verkäuferseite besteht aus dem Teil der Finanzmärkte, der Wertpapiere verkauft. Die Verkäuferseite ist an der Auflegung, der Vermarktung und dem Verkauf von Aktien, Anleihen, Devisen und anderen Finanzinstrumenten beteiligt. Die Verkäuferseite besteht aus Investmentbanken oder Market-Makern, die Liquidität bereitstellen.

der gesamten Abwicklungskette und die dauerhafte Wettbewerbsfähigkeit der EU-Kapitalmärkte wären. Die Teilnehmer waren nahezu einstimmig der Auffassung, dass eine Koordinierung zwischen den europäischen Rechtsordnungen notwendig sei. Konsens bestand auch darüber, dass eine Diskrepanz zwischen der EU und den USA auf lange Sicht nicht tragbar ist. Eine informelle Umfrage, die während des Roundtable zum Termin für eine mögliche Umstellung durchgeführt wurde, ergab, dass die Mehrheit (54 %) eine Umstellung im Zeitraum 2027/2028 befürwortete, während sich 34 % für eine frühere Umstellung und 12 % für eine spätere Umstellung aussprachen.

- Am 5. September 2024 fand eine **Sitzung mit Sachverständigen der Mitgliedstaaten** statt, auf der eine mögliche Verkürzung des Abwicklungszyklus in der EU erörtert wurde[16]. Die überwiegende Mehrheit der Mitgliedstaaten sprach sich für eine Verkürzung des Abwicklungszyklus auf T+1 aus und vertrat die Auffassung, dass eine Umstellung auf T+1 zu einer effizienteren und zügigeren Abwicklung führen und die Attraktivität der EU-Kapitalmärkte für Anleger erhöhen würde. Außerdem würde sich die Stabilität der Märkte verbessern und die Liquidität aufgrund einer Verringerung der mit der Abwicklung verbundenen Risiken und Kosten effizienter genutzt werden. Die Mitgliedstaaten waren ferner der Ansicht, dass die Maßnahme durch eine Änderung der CSDR signalisiert werden sollte. Sie bevorzugten eine gleichzeitig für alle Finanzinstrumente geltende Umstellung gegenüber einer stufenweisen Umstellung. Schließlich betonten sie, dass für die Umstellung auf T+1 eine gründliche Vorbereitung, einschließlich der Ausarbeitung eines detaillierten Fahrplans, unerlässlich sei.

- **Einholung und Nutzung von Expertenwissen**

Bei der Ausarbeitung dieses Vorschlags stützte sich die Kommission auf externes Fachwissen und Daten aus folgenden Quellen:

- **ESMA:**

– Rückmeldungen zu einer dreimonatigen Sondierung zur Verkürzung des Abwicklungszyklus, die von der ESMA am 5. Oktober 2023 eingeleitet wurde und zu der 81 Rückmeldungen eingingen; die eingegangenen Rückmeldungen wurden zusammengefasst und am 21. März 2024 veröffentlicht[17]

– Ergebnisse des am 4. Dezember 2023 von der ESMA veranstalteten Workshops mit Vertretern der Branche[18]

– Ergebnisse der von der ESMA am 10. Juli 2024 veranstalteten öffentlichen Anhörung[19] und

– Bericht der ESMA gemäß Artikel 74 Absatz 3 CSDR, der der Kommission am 18. November 2024 übermittelt wurde

[16] Das Protokoll der Sitzung ist unter https://ec.europa.eu/transparency/expert-groups-register/screen/meetings/consult?lang=de&meetingId=57182 abrufbar.

[17] ESMA, „Feedback statement – Call for evidence on shortening the settlement cycle“, 21. März 2024; https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA74-2119945925-1959_Feedback_statement_of_the_Call_for_evidence_on_shortening_the_settlement_cycle.pdf.

[18] Siehe den ESMA-Bericht.

[19] Öffentliche Anhörung der ESMA zur Verkürzung des Abwicklungszyklus, 10. Juli 2024.

- **Beratergruppe zu Marktinfrastrukturen für Wertpapiere und Sicherheiten (Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral – im Folgenden „AMISeCo“)**. Auf ihrer Plenarsitzung am 26. Juni 2024 betonte die AMISeCo, die das Eurosystem in Fragen der Finanzmarktinfrastrukturen berät, dass ein Prozess erforderlich sei, um i) einen Zeitplan für die Umsetzung der Umstellung auf T+1 in der EU auszuarbeiten, ii) zu überwachen, ob der Markt bereit für die Umstellung ist, und iii) Bereiche zu ermitteln, in denen Lösungen entwickelt werden müssen. Die Mehrheit der Teilnehmer der Sitzung der AMISeCo vertrat die Auffassung, dass die EU nicht auf eine formale Kosten-Nutzen-Analyse warten sollte, und forderte die EU-Entscheidungsträger nachdrücklich auf, so bald wie möglich die Absicht zum Vollzug der Umstellung und einen Termin für die Umstellung zu signalisieren. Darüber hinaus fordert die AMISeCo, so bald wie möglich ein Gremium zur Koordinierung der Umstellung einzusetzen[20].

- **European T+1 Industry Task Force:** Die Task Force, deren Mitglieder Vertreter der Käuferseite, der Verkäuferseite und der Marktinfrastrukturen sind[21], wurde im Juli 2023 von den Marktteilnehmern eingesetzt, um eine branchenweite Einigung zu erzielen und ihre Ansichten zu den Auswirkungen der Umstellung auf T+1 in den USA auf die EU-Akteure sowie zu einer möglichen Umstellung auf T+1 in der EU darzulegen. Die Einsetzung der Task Force erfolgte auf der Grundlage eines Berichts der Association for Financial Markets in Europe (AFME) über die potenziellen Vorteile und Herausforderungen der Umstellung auf T+1 in Europa[22]. Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass viele der Vorteile und Herausforderungen, die die Umstellung auf T+1 mit sich gebracht hat, auch für die europäischen Märkte gelten würden. In Anbetracht der Beschaffenheit der europäischen Märkte, die im Vergleich zu den USA viele verschiedene Währungen, Marktinfrastrukturen und zu koordinierende Akteure aufweisen, wäre die Umsetzung jedoch komplexer als in den USA. Die Task Force veröffentlichte im Oktober 2024 einen zweiten Bericht[23], in dem sie ihre Unterstützung für eine Umstellung auf T+1 in der EU bekräftigte und die potenziellen Vorteile in Form von Effizienzsteigerungen und einer Verringerung der Risiken anerkannte. Nach ihrer Einschätzung ist die Umstellung auf T+1 ein komplexes, mehrjähriges Unterfangen, das die Zusammenarbeit aller Interessenträger aus der Branche erfordert, um sicherzustellen, dass keine neuen Risiken entstehen und auch die Effizienz, Liquidität und Funktionsweise des EU-Wertpapiermarkts nicht beeinträchtigt werden. Was den Geltungsbereich betrifft, so sprach sich die Task Force für eine Angleichung an den Geltungsbereich der CSDR aus, allerdings

---

20 Siehe das Protokoll der Sitzung der Beratergruppe zu Marktinfrastrukturen für Wertpapiere und Sicherheiten (AMISeCo) vom 25. Juni 2024, Punkt 4 – Mögliche Verkürzung des Standard-Wertpapierabwicklungszyklus (T+1). Link: https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/shared/docs/dbdad-2024-06-25-ami-seco-meeting-outcome-final.pdf.

21 Siehe „Terms of reference of the EU T+1 Industry taskforce“; https://www.afme.eu/key-issues/t-1.

22 Bericht der AFME, „T+1 Settlement in Europe: Potential Benefits and Challenges, September 2022; https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_Tplus1Settlement_2022_04.pdf.

23 High-level Roadmap for Adoption of T+1 in EU Securities Markets – European T+1 Industry Task Force Oktober 2024 (https://www.afme.eu/publications/reports/details/high-level-roadmap-for-adoption-of-t1-in-eu-securities-markets).

unter Ausschluss von Wertpapierfinanzierungsgeschäften[24]. Die Mitglieder der Task Force vertraten generell die Auffassung, dass nach der Bekanntgabe eines konkreten Termins für die Umstellung ein Übergangszeitraum von 24 bis 36 Monaten erforderlich sei, um der Komplexität der Marktinfrastrukturlandschaft in der EU Rechnung zu tragen. Es wurden unterschiedliche Ansichten dazu geäußert, ob das zweite Halbjahr 2027, wie für die Umstellung im Vereinigten Königreich vorgesehen, auch für die EU ein realistischer Zeitpunkt für die Umsetzung in der EU sein könnte. Die Task Force befürwortete weiterhin nachdrücklich ein koordiniertes Vorgehen in der gesamten Region Europa, einschließlich des EWR, des Vereinigten Königreichs und der Schweiz.

Ergänzt wurden die vorstehenden Ausführungen durch teilweise vertrauliche quantitative und qualitative Informationen verschiedener Finanzmarktteilnehmer auf bilateralen Sitzungen.

- **Folgenabschätzung**

Da angesichts der internationalen Entwicklungen dringender Handlungsbedarf besteht, haben die Kommissionsdienststellen beschlossen, eine Arbeitsunterlage zu erstellen, in der die Auswirkungen einer Umstellung auf einen kürzeren Abwicklungszyklus in der EU analysiert werden. Es wurde eine Ausnahme von der Verpflichtung zur Erstellung einer vollständigen Folgenabschätzung zugelassen. In der Arbeitsunterlage wurde der ESMA-Bericht berücksichtigt, in dem die Kosten und der Nutzen eines kürzeren Abwicklungszyklus in der EU bewertet wurden. In der Arbeitsunterlage wird darauf hingewiesen, dass eine stärkere Automatisierung und Standardisierung der zentralen Backoffice- und Nachhandelsprozesse, einschließlich einer wesentlich stärkeren Nutzung der vollautomatisierten Abwicklung, erforderlich sein wird, um die Umstellung auf T+1 zu ermöglichen. In der Arbeitsunterlage heißt es ferner, dass der Umfang des Investitionsbedarfs von Marktteilnehmer zu Marktteilnehmer unterschiedlich sein wird, je nach Geschäftsmodell, Anzahl der Zentralverwahrer und zentralen Gegenparteien, mit denen sie verbunden sind, und je nachdem, ob bereits Investitionen für die Angleichung an T+1 in anderen Ländern getätigt wurden. Ferner wurde betont, dass diese zumeist einmaligen Kosten im Laufe der Zeit durch die langfristigen Vorteile geringerer Gegenpartei- und Marktrisiken, einer effizienteren und zügigeren Abwicklung und einer größeren Attraktivität der EU-Kapitalmärkte für Anleger aufgewogen werden dürften. Abschließend heißt es, dass angesichts des fragmentierten Charakters der EU-Kapitalmärkte die Koordinierung und Zusammenarbeit der Marktteilnehmer nicht nur hilfreich, sondern unerlässlich ist, um einen reibungslosen Übergang zu T+1 zu gewährleisten.

- **Effizienz der Rechtsetzung und Vereinfachung**

Ziel der Initiative ist es, die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität des Nachhandels in der EU durch die Einführung eines kürzeren Abwicklungszyklus in der EU zu verbessern. Sie zielt also nicht darauf ab, den Regelungsaufwand und die Kosten per se zu verringern. Die Kosten im Zusammenhang mit der Umstellung auf T+1 würden sich kurzfristig bemerkbar machen und hängen mit den Investitionen zusammen, die für die Modernisierung, Standardisierung und Digitalisierung verschiedener Schritte des Abwicklungsprozesses erforderlich sind. Diese Kosten würden von den Finanzunternehmen getragen. Die zu erwartenden Vorteile, wie z. B. ein höherer Automatisierungsgrad und eine gesteigerte Effizienz, die Verringerung von Risiken, Einsparungen bei Einschüssen und der Wegfall von

[24] Der ESMA-Bericht kommt jedoch zu dem Schluss, dass Wertpapierfinanzierungsgeschäfte nicht vom derzeitigen Geltungsbereich gemäß Artikel 5 Absatz 2 CSDR ausgenommen werden sollten.

Kosten und Reibungsverlusten im Zusammenhang mit den Diskrepanzen, dürften jedoch im Laufe der Zeit die meist einmaligen Kosten, die sich aus im Zuge einer Umstellung auf T+1 notwendigen Investitionen ergeben, bei Weitem überwiegen.

- **Grundrechte**

Die EU hat sich hohen Standards für den Schutz der Grundrechte verschrieben und ist Unterzeichnerin zahlreicher Konventionen zum Schutz der Menschenrechte. Der Vorschlag dürfte keinerlei direkte Auswirkungen auf die Rechte haben, die in den wichtigsten Konventionen der Vereinten Nationen zum Schutz der Menschenrechte, der untrennbar zu den EU-Verträgen gehörenden Charta der Grundrechte der Europäischen Union und der Europäischen Menschenrechtskonvention niedergelegt sind.

4. AUSWIRKUNGEN AUF DEN HAUSHALT

Der Vorschlag hat keine Auswirkungen auf den Haushalt der Europäischen Union.

5. WEITERE ANGABEN

- **Durchführungspläne sowie Monitoring-, Bewertungs- und Berichterstattungsmodalitäten**

Dieser Vorschlag erfordert weder einen Durchführungsplan noch sieht er Monitoring-, Bewertungs- und Berichterstattungsmodalitäten vor.

- **Ausführliche Erläuterung einzelner Bestimmungen des Vorschlags**

Mit Artikel 1 wird Artikel 5 Absatz 2 CSDR geändert, wonach für Geschäfte, die in den Geltungsbereich des Artikels 5 Absatz 2 fallen[25], der vorgesehene Abwicklungstag spätestens der erste Geschäftstag nach dem betreffenden Abschluss ist. Der Geltungsbereich von Artikel 5 Absatz 2 wird durch diesen Vorschlag nicht geändert.

[25] Geschäfte, die in den Geltungsbereich von Artikel 5 Absatz 2 fallen, sind Geschäfte mit übertragbaren Wertpapieren nach Absatz 5 Absatz 1, die an Handelsplätzen ausgeführt werden, ausgenommen Geschäfte, die privat abgeschlossen, aber an einem Handelsplatz ausgeführt werden, Geschäfte, die zwar bilateral ausgeführt, aber einem Handelsplatz gemeldet werden, oder das erste Geschäft, wenn die betreffenden übertragbaren Wertpapiere erstmals im Effektengiro eingebucht werden.

2025/0022 (COD)

Vorschlag für eine

VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 in Bezug auf eine Verkürzung des Abwicklungszyklus in der Union

(Text von Bedeutung für den EWR)

DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DER RAT DER EUROPÄISCHEN UNION —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere auf Artikel 114,

auf Vorschlag der Europäischen Kommission,

nach Zuleitung des Entwurfs des Gesetzgebungsakts an die nationalen Parlamente,

nach Stellungnahme der Europäischen Zentralbank[26],

nach Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses[27],

gemäß dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren,

in Erwägung nachstehender Gründe:

(1) Artikel 5 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014[28] regelt die Abwicklungsperiode für die meisten Geschäfte mit übertragbaren Wertpapieren, die an Handelsplätzen ausgeführt werden. Von bestimmten Ausnahmen abgesehen, ist der vorgesehene Abwicklungstag spätestens der zweite Geschäftstag nach dem betreffenden Abschluss. Dieser Zeitraum wird als „Abwicklungszyklus“ bezeichnet. Die Anforderung, dass die Abwicklung spätestens am zweiten Geschäftstag nach dem betreffenden Abschluss erfolgen muss, wird als „T+2-Abwicklungszyklus“ oder kurz „T+2“ bezeichnet.

(2) Längere Abwicklungsperioden bei Geschäften mit übertragbaren Wertpapieren erhöhen das Risiko für die Teilnehmer an den Geschäften und schränken für Käufer und Verkäufer die Möglichkeiten ein, andere Geschäfte zu tätigen. Aus diesen Gründen sind viele Drittländer zu einem Abwicklungszeitraum von einem Geschäftstag nach dem betreffenden Abschluss („T+1“) übergegangen, stellen gerade um oder planen die Umstellung. Der weltweite Übergang zu kürzeren Abwicklungszeiträumen führt jedoch zu Diskrepanzen zwischen den Finanzmärkten der Union und den globalen Finanzmärkten. Diese Diskrepanzen werden sich

[26] ABl. C …

[27] ABl. C …

[28] 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 sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 1).

verstärken, je mehr Länder zur T+1-Abwicklung übergehen, und die mit solchen Diskrepanzen verbundenen Kosten für die Marktteilnehmer in der Union werden steigen.

(3) In ihrem am 18. November 2024 veröffentlichten Bericht über die Angemessenheit einer Verkürzung des Abwicklungszyklus in der Europäischen Union kam die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu dem Schluss, dass eine Verkürzung des Abwicklungszyklus in der Union auf T+1 die Risiken auf dem Markt, insbesondere im Hinblick auf Gegenpartei- und Volatilitätsrisiken, erheblich verringern und Kapital freisetzen würde, das nicht mehr für Einschusszahlungen benötigt wird. T+1 würde es den Kapitalmärkten der Union auch ermöglichen, mit der Entwicklung anderer globaler Märkte Schritt zu halten und die Kosten zu beseitigen, die durch die derzeitige Inkongruenz der Abwicklungszeiträume entstehen. Dies würde auch zur weiteren Harmonisierung der Standards und Marktpraktiken bei Kapitalmaßnahmen in der Union und generell zur Wettbewerbsfähigkeit der Kapitalmärkte der Union beitragen. Die Kommission teilt diese Schlussfolgerungen.

(4) Daher ist es angezeigt, eine gezielte Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 vorzunehmen, um den derzeitigen verpflichtenden Abwicklungszyklus auf einen Tag nach dem Abschlusstag zu verkürzen. Eine solche Verkürzung des Abwicklungszyklus würde die Zentralverwahrer nicht daran hindern, Geschäfte freiwillig direkt am Handelstag abzuwickeln, sofern dies technisch möglich ist.

(5) Die Verordnung (EU) Nr. 909/2014 sollte daher entsprechend geändert werden.

(6) Da das Ziel dieser Verordnung, nämlich einen kürzeren Abwicklungszyklus in der Union einzuführen, von den Mitgliedstaaten nicht in ausreichendem Umfang verwirklicht werden kann und wegen des Umfangs und der Wirkungen besser auf Unionsebene zu verwirklichen ist, kann die Union im Einklang mit dem in Artikel 5 des Vertrags über die Europäische Union verankerten Subsidiaritätsprinzip tätig werden. Entsprechend dem in demselben Artikel genannten Grundsatz der Verhältnismäßigkeit geht diese Verordnung nicht über das für die Verwirklichung dieser Ziele erforderliche Maß hinaus.

(7) Um sicherzustellen, dass alle einschlägigen Interessenträger ausreichend vorbereitet und in der Lage sind, koordiniert und fristgerecht auf eine T+1-Abwicklung umzustellen, sollte der Geltungsbeginn dieser Verordnung verschoben werden –

HABEN FOLGENDE VERORDNUNG ERLASSEN:

Artikel 1

Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014

Artikel 5 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 erhält folgende Fassung:

„(2) Im Fall von Geschäften mit übertragbaren Wertpapieren nach Absatz 1, die an Handelsplätzen ausgeführt werden, ist der vorgesehene Abwicklungstag spätestens der erste Geschäftstag nach dem betreffenden Abschluss. Diese Anforderung gilt weder für Geschäfte, die privat abgeschlossen, aber an einem Handelsplatz ausgeführt werden, noch für Geschäfte, die zwar bilateral ausgeführt, aber einem Handelsplatz gemeldet werden, noch für das erste Geschäft, wenn die betreffenden übertragbaren Wertpapiere nach Artikel 3 Absatz 2 erstmals im Effektengiro eingebucht werden.“

Artikel 2

Inkrafttreten und Anwendung

Diese Verordnung tritt am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

Sie gilt ab dem 11. Oktober 2027.

Diese Verordnung ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.

Geschehen zu Brüssel am

Im Namen des Europäischen Parlaments	*Im Namen des Rates*
Der Präsident	*Der Präsident*