III

(Forberedende retsakter)

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS UDTALELSE

af 28. april 2021

om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om en pilotordning for markedsinfrastrukturer baseret på distributed ledger-teknologi (CON/2021/15)

(2021/C 244/04)

Indledning og retsgrundlag

Den Europæiske Centralbank (ECB) modtog den 18. og 30. november 2020 anmodninger fra henholdsvis Rådet og Europa-Parlamentet om en udtalelse om et forslag til forordning om en pilotordning for markedsinfrastrukturer baseret på distributed ledger-teknologi ([1]) (herefter »forordningsforslaget«).

ECB's kompetence til at afgive udtalelse fremgår af artikel 127, stk. 4, og artikel 282, stk. 5, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, da forordningsforslaget indeholder bestemmelser, der henhører under ECB's kompetenceområder, navnlig formuleringen og gennemførelsen af den monetære politik, fremme af betalingssystemernes smidige funktion, bidraget til den smidige gennemførelse af de kompetente myndigheders politikker vedrørende det finansielle systems stabilitet og ECB's opgaver vedrørende tilsyn med kreditinstitutter i henhold til traktatens artikel 127, stk. 2, første og fjerde led, artikel 127, stk. 5, og artikel 127, stk. 6. I overensstemmelse med artikel 17.5, første punktum, i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank er denne udtalelse vedtaget af ECB's Styrelsesråd.

1. Generelle bemærkninger

1.1. ECB glæder sig over forordningsforslaget, der har til formål at gøre det muligt for investeringsselskaber, markedsoperatører og værdipapircentraler (CSD'er) at drive markedsinfrastrukturer baseret på distributed ledger-teknologi (DLT), enten som en multilateral DLT-handelsfacilitet (herefter »DLT-MHF«) eller et DLT-værdipapirafviklingssystem eller sammen med DLT-MHF'er som »DLT-markedsinfrastrukturer«).

1.2. ECB glæder sig over de begrænsninger, som indføres ved forordningsforslaget, både med hensyn til aktivklasser og markedsstørrelse, for så vidt angår de DLT-værdipapirer ([2]), der er tilgængelige med henblik på registrering, handel og afvikling via DLT-MHF'er og DLT-værdipapirafviklingssystemer, samtidig med at den letter afbødningen af de potentielle risici, der er forbundet med anvendelsen af DLT. Det kan dog yderligere overvejes, om aktivklasserne skal udvides til at omfatte statsobligationer, samtidig med at tærsklerne opretholdes. Når det er sagt, understreger ECB, at dens/denne/nærværende udtalelse bygger på den forståelse, at de specifikke tærskler, der er fastsat i forordningsforslaget ([3]), bevares, da enhver forhøjelse af disse tærskler kan udgøre en risiko for de lige konkurrencevilkår mellem de etablerede markedsinfrastrukturer og DLT-markedsinfrastrukturer og muligvis også for det finansielle systems stabilitet. Det er ligeledes/desuden ECB's opfattelse, at det i betragtning af kapitalmarkedernes udviklingsniveau i nogle EU-medlemsstater bør overvejes at give de kompetente nationale myndigheder mulighed for at sænke de relevante tærskler. ECB ønsker derfor at blive hørt om forordningsforslaget på ny, såfremt tærsklerne ændres væsentligt. Desuden bør det sikres, at disse tærskler ikke omgås, da dette ville underminere deres effektivitet. Det bør eksempelvis ikke være muligt for en udsteder at opdele udstedelsen af obligationer i to (eller flere) tranche, der skal udstedes via en fælles DLT-markedsinfrastruktur. I den forbindelse kan forpligtelser,

([1]) COM(2020) 594 final.
([2]) Jf. forordningsforslagets artikel 2, stk. 5.
([3]) Jf. forordningsforslagets artikel 3, stk. 1, og stk. 3..

der alene pålægges operatører af DLT-markedsinfrastrukturer, vise sig at være ineffektive, hvis de ikke følges op af forpligtelser for obligationsudstederne. Desuden kunne det overvejes at fastsætte en yderligere tærskel for en DLT-markedsinfrastruktur på grundlag af den afviklede værdi, da dette er en af de relevante indikatorer, der anvendes til at vurdere den systemiske betydning af en afviklingsinfrastruktur. Endelig forstår ECB, at overholdelse af tærsklerne i henhold til den forordningsforslaget ikke er en tilstrækkelig betingelse for at blive fritaget fra de lovgivningsmæssige krav i Unionen. Selv når tærsklerne er nået/overholdt/opfyldt fuldt ud, kan operatører af DLT-markedsinfrastrukturer kun fritages af de relevante kompetente myndigheder i konkrete tilfælde, ligeledes under hensyntagen til overvejelser om finansiel stabilitet.

1.3. I henhold til forordningsforslaget kan operatører af DLT-MHF'er levere tjenesteydelser ud over dem, der leveres i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU ([4]) (herefter »MiFID II«). Især kan de levere CSD-kerneydelser ([5]). Leveringen af sådanne supplerende tjenesteydelser vil medføre nye og yderligere risici for deltagerne heri, som det er nødvendigt at tage højde for i forordningsforslaget. De yderligere krav, der er fastsat i forordningsforslaget, forekommer dog ret begrænsede. Det fremstår således ikke som om, der med forordningsforslaget sikres lige konkurrencevilkår for DLT-MHF'er og DLT-værdipapirafviklingssystemer samt mellem disse DLT-markedsinfrastrukturer og CSD'er, der driver værdipapirafviklingssystemer baseret på traditionel teknologi, da disse leverer tilsvarende tjenesteydelser i konkurrence med hinanden. Med andre ord følger forordningsforslaget ikke princippet om »samme aktivitet, samme risici, samme regler«. Selv om en operatør af en MHF i henhold til forordningsforslaget kan afvikle DLT-værdipapirer, bør den modsatte mulighed for, at en CSD driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, der også driver en MHF, derudover undersøges. Denne overvejelse skyldes, at anvendelse af DLT, hvor alle transaktioner registreres i en decentraliseret ledger, kan fremskynde og kondensere handel og afvikling til næsten realtid og muliggøre sammenlægning af handels- og efterhandelsaktiviteter.

1.4. Hvad angår e-pengetokens, der kan anvendes til afvikling af DLT-transaktioner, synes forordningsforslaget desuden ikke at leve op til princippet om teknologisk neutralitet. Specifikt kan e-pengetokens også udstedes på grundlag af en anden teknologi end DLT ([6]), men de infrastrukturer, der er omfattet af forordningsforslaget, kan kun baseres på DLT.

1.5. Endelig ønsker ECB, der glæder sig over forordningsforslagets formål om støtte til innovation, at fremhæve en potentiel mangel med hensyn til den påtænkte fritagelse for anvendelsen af bestemmelserne om adgang i forordning (EU) nr. 909/2014 (herefter »CSD-forordningen«) ([7]). Det er ECB's opfattelse, at en sådan fritagelse, hvis den meddeles bredt af de kompetente nationale myndigheder i hele Unionen, kan hæmme CSD-forordningens mål om at harmonisere og forbedre effektiviteten af grænseoverskridende afvikling i Unionen. ECB finder desuden, at en sådan fritagelse potentielt kan påvirke interoperabiliteten mellem værdipapirafviklingssystemerne, hvilket i sidste ende kan føre til øget opsplitning af likviditet.

2. **Pengepolitiske aspekter**

2.1. Ud fra et pengepolitisk synspunkt er værdipapirtransaktioner af afgørende betydning for pengemarkedets funktion og for gennemførelsen af åbne markedsoperationer. I den forbindelse kan DLT som en innovativ teknologi, der skal anvendes i værdipapirafviklingssystemer til potentielt at fremme en mere effektiv gennemførelse af værdipapirtransaktioner, skabe såvel muligheder som risici. Ud fra et pengepolitisk synspunkt er markedsdeltagernes evne til

([4]) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

([5]) Jf. forordningsforslagets artikel 2, stk. 3, og afsnit A i bilaget til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 af 23. juli 2014 om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler samt om ændring af direktiv 98/26/EF og 2014/65/EU samt forordning (EU) nr. 236/2012 (EUT L 257 af 28.8.2014, s. 1)

([6]) Jf. forordningsforslagets artikel 3, stk. 2, om markeder for kryptoaktiver (forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om markeder for kryptoaktiver og om ændring af direktiv (EU) 2019/1937 – COM (2020) 593).

([7]) Jf. artikel 50 og 53 i CSD-forordningen.

effektivt at overføre værdipapirer af afgørende betydning. Derfor vil det i en samfundsmæssig sammenhæng på lang sigt nøje skulle vurderes, hvordan denne nye teknologi anvendes inden for det eksisterende værdipapirafviklingsøkosystem, og/eller hvorvidt og hvordan den potentielt påvirker de eksisterende ordninger for værdipapirafvikling.

2.2. I princippet kan en udbredelse af forskellige ikke-interoperable infrastrukturer, der er til rådighed for værdipapirtransaktioner, føre til en opsplitning i sikkerheds- og likviditetspuljer, der har konsekvenser for den pengepolitiske transmission på grund af den potentielle indvirkning på sikkerhedsstillelse, værdiansættelse af sikkerhed og prisdannelse på markedet. Realiseringen af sådanne risici vil imidlertid afhænge af de forskellige afviklingsinfrastrukturers særlige karakteristika og deres funktionalitet med hensyn til at give deltagerne mulighed for rettidigt at få adgang til deres sikkerhedsstillelse.

2.3. Hvad angår adgangen til centralbanklikviditet til afvikling, støtter Eurosystemet desuden i øjeblikket afvikling af værdipapirtransaktioner i centralbankpenge via TARGET2-Securities (T2S). CSD'ernes adgang til T2S er betinget af en positiv kreditvurdering ud fra belånbarhedskriterierne og -betingelserne i henhold til de gældende retningslinjer fra ECB ([8]). Hvis deltagere i DLT-værdipapirafviklingssystemer ikke har adgang til centralbankpenge, kan afviklingen af værdipapirtransaktioner foretages i kommercielle bankpenge, kommercielle bankpenge i tokeniseret form og/eller e-pengetokens. Hvis udbredelsen af sådanne DLT-værdipapirafviklingssystemer førte til en betydelig stigning i anvendelsen af kommercielle bankpenge eller e-pengetokens til afvikling af værdipapirtransaktioner, vil det være nødvendigt at foretage en grundig analyse af virkningerne for pengepolitisk transmission.

3. **Aspekter vedrørende tilsyn og systemisk/finansiel stabilitet**

3.1. *ESCB's rolle i forbindelse med værdipapirafvikling*

3.1.1. I henhold til traktatens artikel 127, stk. 2, fjerde led, som afspejlet i artikel 3.1 i statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank (herefter »statutten«), er en af de grundlæggende opgaver, der skal gennemføres via ESCB, »at fremme betalingssystemernes smidige funktion«. »Med henblik på at sikre effektive og pålidelige clearing- og betalingssystemer inden for Unionen og over for tredjelande kan ECB og de nationale centralbanker tilbyde faciliteter, og ECB kan udstede forordninger« for at fremme udførelsen af denne grundlæggende opgave ([9]).

3.1.2. CSD'er er finansielle markedsinfrastrukturer (FMI'er), som er strengt reguleret og underlagt tilsyn af forskellige myndigheder i henhold til CSD-forordningen, hvorefter der er fastsat krav til afvikling af finansielle instrumenter samt regler for CSD'ers organisation og adfærd. CSD'er skal desuden tage højde for Udvalget om Betalings- og Markedsinfrastrukturer (CPMI) og Den Internationale Organisation for Børstilsynsmyndigheders (IOSCO) vejledning om cyberrobusthed ([10]), for hvilken der er udarbejdet detaljerede gennemførelsesretningslinjer i Eurosystem Cyber Resilience Oversight Expectations for FMI'er ([11]), som henvender sig til alle FMI'er. Ud over de tilsynskompetencer, som de kompetente nationale myndigheder er tillagt i henhold til CSD-forordningen, fungerer medlemmerne af ESCB som »relevante myndigheder« i deres egenskab af tilsynsførende for værdipapirafviklingssystemer, der drives af CSD'er, som centralbanker der udsteder de mest relevante afviklingsvalutaer, og som centralbanker over hvis regnskaber kontantdelen af transaktionerne afvikles ([12]). I den forbindelse fremgår det af betragtning 8 til CSD-forordningen, at forordningen ikke berører det ansvar, som påhviler Den Europæiske Centralbank (ECB) og de nationale centralbanker, for at sikre effektive og solide clearing- og betalingssystemer inden for Unionen og i forhold til andre lande. Det fastslås endvidere, at CSD-forordningen ikke bør forhindre ESCB-medlemmers adgang til oplysninger, der er relevante for udførelsen af deres opgaver ([13]), herunder deres tilsyn med CSD'er og andre FMI'er ([14]).

([8]) Den Europæiske Centralbanks retningslinje (EU) 2015/510 af 19. december 2014 om gennemførelse af Eurosystemets pengepolitiske ramme (ECB/2014/60) (EUT L 91 af 2.4.2015, s. 3); Den Europæiske Centralbanks retningslinje ECB/2012/27 af 5. december 2012 om TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) (EUT L 30 af 30.1.2013, s. 1).

([9]) Jf. statuttens artikel 22.

([10]) Findes på Den Internationale Betalingsbanks websted www.bis.org.

([11]) Findes på ECB's websted www.ecb.europa.eu.

([12]) Jf. forordningsforslagets artikel 12.

([13]) Jf. også artikel 13 og artikel 17, stk. 4, og artikel 22, stk. 6, i CSD-forordningen.

([14]) Jf. stk. 7.3 i Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 6. april 2017 (CON/2017/10); stk. 7.2 i Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 8. november 2018 (CON/2018/47); stk. 3.5.2 i Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 2. maj 2019 (CON/2019/17); samt stk. 3.5.2 i Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 11. november 2019 (CON/2019/38), som alle findes på www.eur-lex.europa.eu.

3.1.3. Desuden fungerer medlemmerne af ESCB ofte som afviklingsagenter for kontantdelen af værdipapirtransaktioner, og Eurosystemet tilbyder afviklingstjenester via T2S ([15]) til CSD'erne (herefter »T2S-deltagere«). Ved hjælp af T2S tilbyder Eurosystemet en fælles, neutral og grænseløs afviklingstjeneste til værdipapirtransaktioner på grundlag af levering mod betaling i centralbankpenge til CSD'er og centralbanker i og uden for euroområdet. Eurosystemets overvågning af T2S er forbundet med dets mandat til at sikre effektive og solide clearing- og betalingssystemer, mens CSD'ernes kompetente og relevante myndigheder har til formål at sikre, at de fungerer gnidningsløst, at afviklingen er sikker og effektiv, og at de finansielle markeder fungerer korrekt i deres respektive jurisdiktioner.

3.1.4. I forordningsforslaget fastsættes en række fritagelser for krav, forpligtelser og definitioner ([16]) i henhold til CSD-forordningen og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF (herefter »direktivet om endelig afregning«) ([17]), som CSD'er kan anmode om, når de ansøger om tilladelse til at drive DLT-værdipapirafviklingssystemer ([18]). Sådanne fritagelser kan indrømmes af den kompetente myndighed efter en vurderingsprocedure, som ikke omfatter inddragelse af de relevante myndigheder i henhold til CSD-forordningen ([19]), herunder navnlig medlemmerne af ESCB. De relevante myndigheder tildeles navnlig ikke nogen rolle i proceduren for udstedelse af en tilladelse, en fritagelse eller ændring af en eksisterende tilladelse eller fritagelse i forordningsforslaget. Det samme gælder proceduren for inddragelse af en tilladelse eller fritagelse, der er meddelt en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem ([20]). Efter ECB's opfattelse er det nødvendigt at inddrage de relevante myndigheder i disse vurderingsprocesser for at sikre, at de relevante myndigheder udøver deres beføjelser korrekt i henhold til CSD-forordningen. Der bør derfor tages højde for inddragelsen af de relevante myndigheder i de vurderingsprocesser, der henvises til i forordningsforslaget, for på passende vis at afspejle den kompetencefordeling, der er omhandlet i CSD-forordningen. Desuden bør inddragelsen af de relevante myndigheder ikke begrænses til CSD'er, men udvides til også at omfatte operatører af DLT-MHF'er, der har til hensigt at levere CSD-kerneydelser. Grunden hertil er, at de relevante myndigheders kompetencer vedrører tjenesteydelserne, uanset hvem der leverer dem, eller hvilken teknologi der anvendes.

3.1.5. Endelig finder forskellige bestemmelser i CSD-forordningen, herunder kravet om indberetning til de kompetente myndigheder, i henhold til CSD-forordningen ikke anvendelse på medlemmerne af ESCB i forbindelse med en CSD, som ESCB's centralbanker forvalter direkte på eget ansvar ([21]). I henhold til CSD-forordningen er en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, underlagt de krav, der gælder for en CSD i henhold til CSD-forordningen, med mindre en sådan CSD har anmodet om specifikke fritagelser eller tilladelser fra den kompetente myndighed ([22]). Samlet set betyder disse bestemmelser, at en CSD, der drives af en ESCB-centralbank, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, ikke er forpligtet til at anmode om specifikke fritagelser eller tilladelser fra en kompetent myndighed, da sådanne CSD'er ikke er forpligtet til at indberette til de kompetente myndigheder og er underlagt et begrænset sæt krav i henhold til CSD-forordningen. Af hensyn til retssikkerheden vil det være nyttigt i betragtningerne til forordningsforslaget udtrykkeligt at præcisere, at CSD'er, der drives af ESCB-centralbanker, er fritaget for bestemmelserne i den forordningsforslaget om proceduren for meddelelse af fritagelser og inddragelse af tilladelser ([23]). I praksis vil dette indebære, at ESCB-centralbankerne vil drage fordel af de fritagelser, der er fastsat i forordningsforslaget, på grundlag af deres egen risikoanalyse.

3.2. *Fysiske personers deltagelse i DLT-markedsinfrastrukturer*

En CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem (samt operatører af DLT-MHF'er) har i medfør af forordningsforslaget ([24]) mulighed for at optage fysiske personer samt andre juridiske personer end dem, der er omhandlet i CSD-forordningen, som deltagere ([25]). De foreslåede betingelser for sådanne personers optagelse som deltagere er temmelig generelle. I denne forbindelse beskrives de juridiske, finansielle og operationelle risici, som CSD'er skal vurdere, når de analyserer en anmodning om deltagelse, i de reguleringsmæssige tekniske standarder,

([15]) Bilag IIA til retningslinje ECB/2012/27; Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 18. juli 2012 om TARGET2-Securities (ECB/2012/13) (EUT L 215 af 11.8.2012, s. 19); samt Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2011/20 af 16. november 2011 om fastsættelse af de nærmere regler og procedurer for gennemførelse af kriterierne for værdipapircentralers adgang til TARGET2-Securities tjenesteydelser (EUT L 319 af 2.12.2011, s. 117). Se også T2S-rammeaftalen og den kollektive aftale, som begge findes på ECB's websted www.ecb.europa.eu.

([16]) Jf. forordningsforslagets artikel 5.

([17]) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer (EFT L 166 af 11.6.1998, s. 45).

([18]) Jf. forordningsforslagets artikel 8, stk. 2.

([19]) Jf. artikel 10 og 12 i CSD-forordningen.

([20]) Jf. forordningsforslagets artikel 8, stk. 6 og 7.

([21]) Jf. CSD-forordningens artikel 1, stk. 4. En sådan CSD skal have adgang til ESCB's centralbanks midler og må ikke være en særskilt enhed.

([22]) Jf. forordningsforslagets artikel 5.

([23]) Jf. forordningsforslagets artikel 7 og 8.

([24]) Jf. forordningsforslagets artikel 4 og artikel 5, stk. 4, og artikel 2, stk. 19, i CSD-forordningen.

([25]) Samtidig indeholder forordningsforslaget imidlertid ingen fritagelse for bestemmelserne i artikel 33, stk. 1, i CSD-forordningen, som henviser til visse juridiske personer som deltagere i en CSD.

der supplerer CSD-forordningen ([26]). Det er uklart, hvordan disse risici vil blive vurderet, når en fysisk person ansøger om CSD-deltagelse ([27]). I dette tilfælde, hvor der ikke tages behørigt hensyn til sådanne risici, kan der opstå betænkeligheder med hensyn til, hvordan der kan sikres lige konkurrencevilkår mellem traditionelle værdipapirafviklingssystemer og DLT-værdipapirafviklingssystemer, og de risici, som sådanne deltagere kan udgøre, enten for CSD'en selv eller for dens øvrige deltagere. Det er ligeledes uklart, hvilke MiFID II-krav, som gælder for investeringsselskaber, der deltager i MHF'er (f.eks. dem, der vedrører brugen af algoritmisk handel), der også vil finde anvendelse på fysiske personer, der deltager i DLT-MHF'er. Det kan være umuligt for nogle af kravene om investorbeskyttelse i henhold til MiFID II og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 ([28]) at finde anvendelse ([29]). Hvis der ikke var nogen formidling gennem investeringsselskaber, kunne detailinvestorer investere i DLT-værdipapirer, som kan være uegnede eller uhensigtsmæssige for dem. Desuden er der en forskel, som er utilfredsstillende i forhold til lige konkurrencevilkår, mellem de krav, der gælder for DLT-værdipapirafviklingssystemer og DLT-MHF'er, for så vidt angår den maksimale periode, hvor fysiske personer kan få adgang som deltagere i disse markedsinfrastrukturer ([30]).

3.3. *Afvikling af betalinger i DLT-markedsinfrastrukturer*

3.3.1. I henhold til forordningsforslaget kan betalinger i DLT-markedsinfrastrukturer afvikles på tre måder. For det første kan afviklingen af betalinger ske ved hjælp af centralbankpenge, hvis det er praktisk muligt, og de er disponible. Hvis det ikke er praktisk muligt, eller de ikke er disponible, kan betalinger for det andet afvikles ved hjælp af kommercielle bankpenge, herunder kommercielle bankpenge i en tokenbaseret form. ECB forstår det således, at sådanne kommercielle bankpenge i en tokenbaseret form, også kaldet »afviklingsmønter« i henhold til forordningsforslaget, ud fra et juridisk synspunkt ikke kan skelnes fra traditionelle kontantindskud. For det tredje kan betalinger afvikles i e-pengetokens som defineret i forslaget til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om markeder for kryptoaktiver og om ændring af direktiv (EU) 2019/1937 (herefter »forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver«).

3.3.2. *Afvikling af betalinger i centralbankpenge*

ECB er af den opfattelse, at afvikling i centralbankpenge bør være standardkravet for DLT-markedsinfrastrukturer, og derfor bør en fritagelse for dette krav kun være mulig i tilfælde, hvor den relevante DLT-markedsinfrastrukturoperatør godtgør, at denne afviklingsmetode ikke er disponibel og praktisk mulig.

3.3.3. Eurosystemet tilbyder afvikling af værdipapirtransaktioner på grundlag af levering mod betaling i centralbankpenge til T2S-deltagere. ECB er fortsat åben over for innovation og for yderligere at udforske potentialet i innovative teknologier i forbindelse med levering af værdipapirafviklingstjenester, men den potentielle afvikling i centralbankpenge af DLT-værdipapirtransaktioner i T2S vil være underlagt begrænsninger som følge af de nuværende teknologiske begrænsninger samt de kontraktmæssige og lovgivningsmæssige rammer for levering af T2S-tjenester ([31]). I den forbindelse er det værd at fremhæve, at de specifikke udformninger og fritagelser, der kendetegner hvert enkelt DLT-værdipapirafviklingssystem, der drives af en CSD, vil blive taget i betragtning ved vurderingen af opfyldelsen af T2S-kriterierne ([32]), hvis en CSD ønsker at tilslutte sig T2S.

([26]) Jf. artikel 89 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/392 af 11. november 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for krav vedrørende tilladelse, tilsyn og drift i forbindelse med værdipapircentraler (EUT L 65 af 10.3.2017, s. 48).

([27]) Jf. stk. 3.18.5 i CPMI-IOSCO Principles for financial market infrastructures (principperne for den finansielle markedsinfrastruktur fra Udvalget om betalings- og clearingsystemer og Den Internationale Børstilsynsorganisation). Princip 18 om krav til adgang og deltagelse beskriver de operationelle, finansielle, retlige og risikostyringsmæssige krav til deltagelse, som en FMI bør tage hensyn til, og nævner også muligheden for, at en FMI accepterer ikke-regulerede enheder. I så fald bør FMI i) tage hensyn til eventuelle yderligere risici som følge af en sådan deltagelse og ii) udforme sine deltagelseskrav og risikostyringskontroller i overensstemmelse hermed.

([28]) Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 84).

([29]) Jf. artikel 25 i MiFID II om egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurdering af finansielle instrumenter for investorer.

([30]) Sml. forordningsforslagets artikel 5, stk. 4, med artikel 6, stk. 4 – om forslag til ændring af artikel 19 i MiFID II – i forslaget til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2006/43/EF, 2009/65/EF, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 og EU/2016/2341 - COM(2020) 596 final.

([31]) Jf. kapitel 15 i rapporten fra Den Rådgivende Gruppe for Markedsinfrastrukturer for Værdipapirer og Sikkerhed med titlen »The potential impact of DLTs on securities after trading harmonisation and on the wider EU financial market integration«, som findes på ECB's websted www.ecb.europa.eu .

([32]) Jf. bilag IIA til retningslinje ECB/2012/27; retningslinje ECB/2012/13 og afgørelse ECB/2011/20. Jf. også T2S-rammeaftalen og den kollektive aftale, som findes på ECB's websted www.ecb.europa.eu.

3.3.4. Hvis DLT-transaktioner påtænkes afviklet med værdipapirer uden for T2S, kan DLT-værdipapirafviklingssystemer også være underlagt nogle af de begrænsninger i at sikre afvikling i centralbankpenge, som følger af de nuværende teknologiske begrænsninger samt kontraktmæssige og lovgivningsmæssige rammer, afhængigt af DLT-værdipapirafviklingssystemets specifikke udformning og de gældende retningslinjer fra ECB ([33]). De samme overvejelser vedrørende afvikling uden for T2S finder tilsvarende anvendelse for operatører af DLT-MHF'er.

3.3.5. *Afvikling af betalinger med personer, der ikke har tilladelse som kreditinstitutter*

I henhold til CSD-forordningen kan CSD'er, hvis en afvikling gennem centralbankkonti ikke er praktisk muligt og disponibelt, tilbyde at afvikle kontantbetalingerne for hele eller en del af værdipapirafviklingssystemet via konti, der er åbnet i et kreditinstitut eller gennem CSD'ens egne konti. Hvis CSD'er tilbyder afvikling på konti, der er åbnet i et kreditinstitut eller via deres egne konti, skal det ske i overensstemmelse med bestemmelserne i afsnit IV i CSD-forordningen ([34]). Selv om en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, i henhold til forordningsforslaget skal identificere, måle, overvåge, forvalte og minimere eventuelle modpartsrisiko som følge af anvendelsen af kommercielle bankpenge eller e-pengetokens ([35]), er kravene til sikring af en sund kontant afvikling gennem kommercielle bankpenge (eller e-pengetokens) i forordningsforslaget meget generelle sammenlignet med kravene i CSD-forordningen ([36]). Dette finder tilsvarende anvendelse på operatører af DLT-MHF'er. Det er bemærkelsesværdigt, at den kompetente myndighed i henhold til forordningsforslaget ([37]) kan fritage en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, fra bestemmelserne om kontantafvikling i henhold til CSD-forordningen ([38]), forudsat at CSD'en sikrer levering mod betaling. Dette synes implicit at åbne mulighed for at fritage en CSD, der afvikler kontantdelen af værdipapirtransaktioner via sine egne konti, for kravet om tilladelse som kreditinstitut i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU (herefter »kapitalkravsdirektivet«) ([39]) og for bestemmelserne om bankmæssige accessoriske tjenesteydelser i henhold til CSD-forordningen ([40]). På samme måde kan den brede formulering af denne bestemmelse i forordningsforslaget ([41]) også fortolkes således, at den implicit åbner døren for at fritage en CSD for at afvikle kontantdelen af værdipapirtransaktioner via konti, der er åbnet i et kreditinstitut, der er meddelt tilladelse.

3.3.6. I henhold til kapitalkravsdirektivet er det forbudt for personer eller virksomheder erhvervsmæssigt at tage imod indskud eller andre tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden uden at være et kreditinstitut. Dette forbud finder ikke anvendelse »i tilfælde, der udtrykkeligt er omfattet af national lovgivning eller EU-ret« ([42]). Det anføres, at muligheden for en fritagelse i henhold til forordningsforslaget for anvendelsen af artikel 40 og afsnit IV i CSD-forordningen om kontantafvikling ikke er tilstrækkelig klar til at kunne betegnes som et »tilfælde, der udtrykkeligt er omfattet af EU-ret«, som ville gøre det muligt for en person, der ikke er et kreditinstitut, at tage imod indskud fra offentligheden. I lyset af denne åbenlyse konflikt mellem forordningsforslaget og kapitalkravsdirektivet skal Unionens lovgivende organer udtrykkeligt præcisere det nøjagtige anvendelsesområde for fritagelsen fra bestemmelserne om kontantafvikling i CSD-forordningen, som en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem (eller en operatør af en DLT-MHF ([43])), kan ansøge om.

3.3.7. Hvis der ikke foreligger specifikke oplysninger om, hvordan afvikling af betalinger i e-pengetokens kan finde sted, vil deltagere i en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, kunne åbne konti direkte hos CSD'en med henblik på afvikling af kontantdelen af en værdipapirtransaktion i e-pengetokens, eller alternativt vil den CSD, der driver et DLT værdipapirafviklingssystem, og dens deltagere åbne en konto hos en tredjepart, der leverer tjenesteydelser vedrørende e-pengetokens. I disse to tilfælde vil CSD'en eller tredjeparten være udsteder af e-pengetokens og sikre, at afviklingen af kontantdelen finder sted i e-pengetokens. I den forbindelse er det værd at bemærke, at e-pengetokens i henhold til forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver kun kan udstedes af enten kreditinstitutter eller e-pengeinstitutter ([44]). Da der ikke findes nogen bestemmelser om det modsatte i

([33]) Retningslinje (EU) 2015/510 (ECB/2014/60) og retningslinje ECB/2012/27.
([34]) Jf. artikel 40, stk. 2, og artikel 54 i CSD-forordningen.
([35]) Jf. forordningsforslagets artikel 4, stk. 3.
([36]) Jf. artikel 40 og afsnit IV i CSD-forordningen.
([37]) Jf. betragtning 24 til forordningsforslaget, og artikel 5, stk. 5. Jf. også betragtning 16 til forordningsforslaget, og artikel 4, stk. 3, litra f), vedrørende DLT-MHF'er.
([38]) Jf. artikel 40 i CSD-forordningen.
([39]) Jf. artikel 9 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF (EUT L 176 af 27.6.2013, s. 338).
([40]) Jf. afsnit IV i CSD-forordningen og afdeling C i bilaget hertil.
([41]) Jf. forordningsforslagets artikel 5, stk. 5.
([42]) Jf. artikel 9 i kapitalkravsdirektivet.
([43]) Jf. forordningsforslagets artikel 4, stk. 3.
([44]) Jf. artikel 43 i forslaget til forordning om markeder for kryptoaktiver.

forordningsforslaget, forstår ECB det således, at fritagelsen i forordningsforslaget, hvad angår bestemmelserne om kontantafvikling i CSD-forordningen ([45]), ikke har til formål at fritage en CSD eller en tredjepart, der udsteder e-pengetokens og afvikler kontantdelen af værdipapirtransaktioner gennem sine egne konti, fra tilladelseskravene i forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver. De samme overvejelser vedrørende afvikling af betalingsforpligtelser i e-pengetokens finder tilsvarende anvendelse for operatører af DLT-MHF'er ([46]). Det er vanskeligt at forstå, hvorfor Unionens lovgivende organer på den ene side skulle ønske at kræve, at e-pengetokens kun kan udstedes enten af kreditinstitutter eller e-pengeinstitutter, og på den anden side implicit at åbne døren for afvikling af kontantdelen af værdipapirtransaktioner i traditionelle penge- eller afviklingsmønter via konti, der er åbnet hos personer, der ikke er meddelt tilladelse som kreditinstitutter.

3.3.8. Ved afgørelsen af, om Unionens lovgivende organer ønsker at åbne op for muligheden for afvikling af kontantdelen af værdipapirtransaktioner via konti, der er åbnet hos personer, der ikke er meddelt tilladelse som kreditinstitutter, kunne de skele til CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI'er) ([47]). Navnlig omfatter princip 9 i CPMI-IOSCO i PFMI (kontantafvikling) kun afvikling i kommercielle bankpenge eller i FMI's egne bøger, hvis der ikke foretages afvikling i centralbankpenge. Det fremgår specifikt af princip 9 i CPMI-IOSCO, at hvis FMI foretager kontantafviklinger i sine egne bøger, bør den minimere og nøje kontrollere sine kredit- og likviditetsrisici. I en sådan ordning tilbyder en FMI sine deltagere kontantkonti, og en betalings- eller afviklingsforpligtelse indfries ved at give deltagere i en FMI et direkte krav mod FMI'en selv. De kredit- og likviditetsrisici, der er forbundet med et krav mod en FMI, er derfor direkte relateret til FMI'ens samlede kredit- og likviditetsrisici. Én måde, hvorpå en FMI kan minimere disse risici, er at begrænse sine aktiviteter og operationer til clearing og afvikling og processer, der er tæt forbundet hermed. For at afvikle betalingsforpligtelser kunne FMI desuden oprettes som en finansiel institution med særligt formål og begrænse tilvejebringelsen af kontantkonti (alene) til deltagerne. Afhængigt af den lokale lovgivning vil disse finansielle institutioner med særligt formål normalt skulle have tilladelse til at drive bankvirksomhed og være underlagt tilsyn ([48]).

3.3.9. I henhold til forordningsforslaget kan fysiske personer deltage direkte i DLT-markedsinfrastrukturer. Hvis kontantdelen af en værdipapirtransaktion fandt sted i regnskaberne for en person, der ikke er meddelt tilladelse som kreditinstitut, ville det have den konsekvens, at kontantkonti tilhørende fysiske personer samt juridiske personer, såsom mikrovirksomheder og små og mellemstore virksomheder med DLT-markedsinfrastrukturer, ikke ville være omfattet af indskudsgarantiordningens beskyttelse i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/49/EU (herefter »direktivet om indskudsgarantiordninger«) ([49]) og af indskyderpræferencen i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU ([50]) (herefter »BRRD«). Direktivet om indskudsgarantiordninger og indskyderpræferencen i henhold til BRRD finder kun anvendelse på indskud i form af et indestående beløb, der hidrører fra indlån eller fra mellemtransaktioner foretaget som led i almindelige bankforretninger, og som skal tilbagebetales af et kreditinstitut ([51]). Under hensyn til princip 9 i CPMI-IOSCO, navnlig minimering af og streng kontrol med kredit- og likviditetsrisici som følge af kontantafviklinger ved hjælp af FMI'er, synes en sådan situation ikke at være et tilstrækkeligt middel til at sikre fysiske personers indlån, der er placeret hos operatører af DLT-markedsinfrastrukturer. Desuden indeholder forordningsforslaget ikke nogen begrænsning af muligheden for operatører af DLT-markedsinfrastrukturer til at modtage fysiske personers, mikrovirksomheders og små og mellemstore virksomheders indlån, på trods af at sådanne personer kan forledes til at tro, at deres indlån udgør indskud, der er omfattet af direktivet om indskudsgarantiordninger og indskyderpræference i henhold til BRRD.

3.3.10. Endelig kan Unionens lovgivende organer ønske at overveje, om der kan opstå risici for det finansielle systems stabilitet, hvis der skulle ske undtagelser fra de krav om tilladelse, der er fastsat i kapitalkravsdirektivet, CSD-forordningen og forslaget til forordning om markeder for kryptoaktiver i forbindelse med a) forbuddet mod erhvervsmæssigt at tage imod indskud eller andre tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden, b) leveringen af bankmæssige accessoriske tjenesteydelser og c) udstedelsen af e-pengetokens i henhold til forordningsforslaget. Fritagelserne fra de pågældende krav om tilladelse vil føre til en omlægning fra kreditinstitutter til aktører uden for

([45]) Jf. forordningsforslagets artikel 5, stk. 5, og artikel 40 i CSD-forordningen.
([46]) Jf. forordningsforslagets artikel 4, stk. 3.
([47]) Jf. CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures, som findes på Den Internationale Betalingsbanks websted på www.bis.org.
([48]) Jf. pkt. 3.9.7 i CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI).
([49]) Jf. artikel 2, stk. 1, punkt 3, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/49/EU af 16. april 2014 om indskudsgarantiordninger (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 149). Jf. også artikel 2, stk. 2, litra c), i forordningsforslaget
([50]) Jf. artikel 108 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af Rådets direktiv 82/891/EØF, og direktiv 2001/24/EF, 2002/47/EF, 2004/25/EF, 2005/56/EF, 2007/36/EF, 2011/35/EU, 2012/30/EU og 2013/36/EU samt Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1093/2010 og (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 190).
([51]) Jf. artikel 2, stk. 1, nr. 3), i direktivet om indskudsgarantiordninger sammenholdt med artikel 2, stk. 1, nr. 4) og 5), og artikel 5 og 6 i samme direktiv, og artikel 2, stk. 1, nr. 94) og 95), samt artikel 108 i BRRD.

banksektoren, for så vidt angår aktiviteter, der typisk er begrænset til banksektoren. Deltagere i DLT-markedsinfrastrukturer og potentielt deltagere i eksisterende værdipapirafviklingssystemer eller MHF'er, der forvaltes af de samme operatører af DLT-markedsinfrastrukturer, herunder forbundne FMI'er, vil således blive eksponeret for højere kredit- og likviditetsrisici, da de strenge lovgivningsmæssige og tilsynsmæssige krav, der er fastsat for kreditinstitutter, ikke finder anvendelse på operatører uden for banksektoren. I sidste ende vil DLT-markedsinfrastrukturerne drage fordel af et lavere niveau og omfang af sikkerhedsforanstaltninger, som ikke blot kan hæmme deres overordnede soliditet, men mere generelt udbredelsen af DLT-teknologi i efterhandelssektoren.

3.3.11. *Risikostyringskrav for/til bankmæssige accessoriske tjenesteydelser*

Der pålægges i henhold til CSD-forordningen meget restriktive krav til bankmæssige accessoriske tjenesteydelser, da leveringen af sådanne tjenesteydelser indebærer betydelige finansielle risici, herunder intradagkredit- og likviditetsrisici. CSD'ernes rolle på de finansielle markeder og deres dermed forbundne systemiske betydning begrunder strenge risikostyringskrav, der har til formål at sikre modstandsdygtighed under ekstreme, men realistiske omstændigheder. Som tidligere nævnt har kun CSD'er, der er meddelt tilladelse som kreditinstitutter, samt udpegede kreditinstitutter ([52]), der opfylder kravene i afsnit IV i CSD-forordningen ([53]), lov til at levere bankmæssige accessoriske tjenesteydelser. ECB bemærker, at der i medfør af forordningsforslaget gives mulighed for, at en CSD, der er meddelt tilladelse som kreditinstitut, og som driver et DLT-værdipapirafviklingssystem, eller som er afhængig af et kreditinstitut til at levere bankmæssige accessoriske tjenesteydelser, er undtaget fra kravene i artikel 40 i CSD-forordningen, herunder kravene i forordningens afsnit IV. Undtagelsens indhold er ikke defineret i forordningsforslaget, så det er underforstået, at et DLT-værdipapirafviklingssystem, der drives af en CSD, kan undtages fra nogle af eller alle kravene i afsnit IV i CSD-forordningen, herunder kravene vedrørende anvendelsesområdet for bankmæssige accessoriske tjenesteydelser, forvaltning af kredit- og likviditetsrisici og ekstra kapitaltillæg ([54]).

Afhængigt af indholdet af en fritagelse vil det risikoniveau, som DLT-værdipapirafviklingssystemerne kan blive udsat for, variere, og navnlig hvis fritagelsen omfatter alle kravene i afsnit IV, kan risiciene være meget betydelige. De krav ([55]), der gælder for afvikling i kommercielle bankpenge, som fastsat i forordningsforslaget, er imidlertid kun generelle, og kan muligvis ikke sikre, at der anvendes risikostyringsforanstaltninger, der står i rimeligt forhold til de påførte risici. I lyset af ovenstående foreslår ECB, at Unionens lovgivende organer mere detaljeret beskriver indholdet af fritagelserne for artikel 40 i CSD-forordningen og de betingelser, der skal være opfyldt for at få meddelt sådanne fritagelser. Tilsvarende bør gælde for operatører af DLT-MHF'er, hvis de ikke foretager afvikling i centralbankpenge, under hensyntagen til overvejelserne om at sikre lige konkurrencevilkår mellem DLT-MHF'er og DLT-værdipapirafviklingssystemer, jf. punkt 1.3.

3.4. *Insolvensbeskyttelse i henhold til direktivet om endelig afregning*

I henhold til forordningsforslaget kan en CSD's drift af et DLT-værdipapirafviklingssystem ikke sidestilles med driften af et »system« som defineret i direktivet om endelig afregning, ikke mindst fordi fysiske personer i henhold til forordningsforslaget er berettiget til at deltage i et DLT-værdipapirafviklingssystem ([56]). I et sådant tilfælde vil driften af et DLT-værdipapirafviklingssystem ikke blive betragtet som en udvidelse af aktiviteter eller serviceydelser i medfør af CSD-forordningen ([57]), men som en yderligere aktivitet eller tjenesteydelse, der bør være genstand for vurderings- og godkendelsesprocessen i CSD-forordningen. Hertil knytter ECB tre bemærkninger. For det første minder ECB om den centrale rolle, som begrebet (juridisk) endelighedsbeskyttelse spiller for beskyttelsen af afviklingssystemernes deltagere mod de forstyrrende konsekvenser, som en insolvensbehandling mod andre deltagere kan have, og for reduktionen af systemiske risici som følge af driften af FMI'er. Hvis et DLT-værdipapirafviklingssystem ikke kvalificeres som et »system« som omhandlet i direktivet om endelig afregning, vil insolvensbeskyttelsen i henhold hertil ikke finde anvendelse på selve DLT-værdipapirafviklingssystemet. For det andet bemærker ECB, at forordningsforslaget ikke er tydeligt med hensyn til, hvilke retlige foranstaltninger det kan være nødvendigt at træffe, når den samme CSD samtidig driver et værdipapirafviklingssystem og et DLT-værdipapirafviklingssystem (f.eks. for at adskille de to ved at overdrage driften af dem til separate juridiske enheder). Skulle der opstå risici i forhold til endelighedsbeskyttelsen for ubeskyttede DLT-værdipapirafviklingssystemer og/eller deres deltagere, kunne disse få en afsmittende virkning på andre almindelige værdipapirafviklingssystemer, der drives af den samme CSD, samt på dens deltagere. Sådanne risici kan f.eks. opstå, hvis en eller flere enheder deltager i både

([52]) I henhold til CSD-forordningen er et kreditinstitut, der tilbyder at afvikle kontantbetalinger for en del af CSD'ens værdipapirafviklingssystem, kun undtaget fra visse krav i afsnit IV, hvis den samlede værdi af en sådan kontant afvikling via konti oprettet hos det pågældende kreditinstitut ikke overstiger visse tærskler over en periode. Jf. artikel 54, stk. 4 og 5 i CSD-forordningen.

([53]) Navnlig fastsættes det i artikel 54, stk. 4, litra d), i CSD-forordningen, at det kreditinstitut, der anvendes som kontantafregningsagent, kun må anvendes til at levere bankmæssige accessoriske tjenesteydelser som defineret i CSD-forordningen og ikke til at udføre andre aktiviteter.

([54]) Fritagelsen for kravet om tilladelse til at drive bankvirksomhed behandles i punkt 3.3.5-3.3.10.

([55]) Jf. forordningsforslagets artikel 5, stk. 5, sidste afsnit.

([56]) Jf. artikel 2, litra a) og d), i direktivet om endelig afregning, og betragtning 23, og forordningsforslagets artikel 5, stk. 8.

([57]) Jf. CSD-forordningens artikel 19 og betragtning 33 til forordningsforlaget.

et almindeligt værdipapirafviklingssystem og et DLT-værdipapirafviklingssystem, der drives af den samme CSD. I lyset af ovenstående vil det være nyttigt, hvis det i forordningsforslaget blev krævet, at en CSD, der driver et DLT-værdipapirafviklingssystem (uanset om det sker sideløbende med driften af et almindeligt værdipapirafviklingssystem eller ej), klart redegør for de risici i relation til insolvens og endelig afregning, som dens deltagere er eksponeret for, samt eventuelle foranstaltninger, som CSD'en har truffet for at afbøde sådanne risici. For det tredje ser ECB fordele ved, at der i forordningsforslaget udtrykkeligt tages højde for inddragelsen af de relevante myndigheder i vurderingen af de risici, som sideløbende drift af almindelige værdipapirafviklingssystemer og DLT-værdipapirafviklingssystemer kan medføre, som led i CSD'ens godkendelsesproces.

3.5. *Lige konkurrencevilkår mellem operatører af DLT-markedsinfrastrukturer*

Spørgsmålet om forebyggelse og håndtering af forfejlede afviklinger, som er afgørende for en bedre afviklingsdisciplin og en sikker og effektiv afvikling af transaktioner, berøres kun kort i forordningsforslaget ([58]). Der er en betydelig asymmetri mellem de krav, der gælder for en DLT-MHF, og bestemmelserne i CSD-forordningen ([59]). Manglen på ensartede krav vedrørende forfejlede afviklinger kan udløse et kapløb mod bunden blandt operatører af DLT-MHF'er, og kan i sidste ende føre til en gunstigere behandling af DLT-MHF-operatører sammenlignet med CSD'er og et lavere niveau af afviklingssikkerhed for DLT-MHF-deltagere sammenlignet med CSD-deltagere.

3.6. *Exitstrategi for operatører af DLT-markedsinfrastrukturer og fjernelse af DLT-værdipapirer fra handelen*

En overgangsstrategi, dvs. en exitstrategi, som operatører af DLT-markedsinfrastrukturer skal have på plads i tilfælde af, at tilladelsen eller nogle af de indrømmede fritagelser skal inddrages eller på anden måde ophøre, eller i tilfælde af et frivilligt eller ufrivilligt ophør af virksomheden, omtales i forordningsforlaget kun i generelle træk ([60]). Hvis tilladelser eller fritagelser tilbagekaldes, eller markedsværdien af DLT-værdipapirer overstiger visse tærskler, kan en operatør af en DLT-markedsinfrastruktur være nødt til at foretage væsentlige ændringer, som det sandsynligvis vil tage en rum tid at gennemføre. Hvis der ikke findes nogen alternativ operatør af en DLT-markedsinfrastruktur, der er i stand til eller villig til at sikre kontinuitet i tjenesteydelserne, vil inddragelsen af en specifik tilladelse eller af nogen af de indrømmede fritagelser ([61]) muligvis ikke blive gennemført i praksis, hvilket er i strid med ånden i forordningsforslaget. I lyset af ovenstående foreslår ECB, at Unionens lovgivende organer fremlægger mere detaljerede oplysninger om det specifikke indhold af exitstrategien og tidsplanen for gennemførelsen heraf. Desuden bør forordningsforslaget følges op af specifikke procedurer, der skal træde i kraft, hvis DLT-værdipapirer fjernes fra handelen i en DLT-MHF, samt hvis grænsen for markedsværdien på 200 mio. EUR for optagelse til handel i en DLT-MHF overskrides. Vigtigst af alt bør det klart angives, hvordan investorer med beholdninger af de relevante DLT-værdipapirer vil være beskyttet i sådanne tilfælde. Det bør angives, om udstederen (eller dennes største aktionær) bør foretage tilbagekøb af de relevante DLT-værdipapirer, hvorvidt en sådan transaktion også vil være obligatorisk for investorer, og hvordan en rimelig pris vil blive fastsat i sådanne tilfælde. Alternativt foreslår ECB, at der indføres særlige ordninger for konvertering af sådanne DLT-værdipapirer til »ikke-DLT«-værdipapirer, der er registreret i en CSD.

3.7. *Samspil med forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver*

3.7.1. Der er et potentielt misforhold mellem forordningsforslaget og anvendelsesområdet for forslaget til forordning om markeder for kryptoaktiver. I de afviklingsmodeller for e-pengetokens, der er beskrevet i punkt 3.3.7, vil udstedere af e-pengetokens og/eller tjenesteudbydere, som i henhold til forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver falder ind under paraplydefinitionerne af udstedere af kryptoaktiver og udbydere af kryptoaktivtjenester, reelt levere tjenesteydelser i forbindelse med finansielle instrumenter, dvs. DLT-værdipapirer. Hvis dette er tilfældet, ser det ud til, at sådanne tjenesteydelser hverken er reguleret i forordningsforslaget eller i forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver.

3.7.2. I henhold til forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver er e-pengetokens, der er klassificeret som signifikante, desuden underlagt yderligere krav ([62]). Navnlig med hensyn til deponering af reservebeholdningen ([63]) skal udstedere af signifikante e-pengetokens til enhver tid sikre, at reservebeholdningen ikke er behæftet eller pantsat som en »aftale om finansiel sikkerhedsstillelse«, en »aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret« eller som en »aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning« som

([58]) Jf. forordningsforslagets artikel 4, stk. 3, litra g).
([59]) Jf. CSD-forordningens artikel 6, stk. 3 og (4) og artikel 7.
([60]) Jf. forordningsforslagets artikel 6, stk. 6, og artikel 3, stk. 5.
([61]) Jf. forordningsforslagets artikel 7, stk. 6, og artikel 8, stk. 6.
([62]) Jf. artikel 33 og 52 i forslaget til forordning om markeder for kryptoaktiver.
([63]) Jf. artikel 33, stk. 1, litra b), og artikel 52, litra a), i forslaget til forordning om markeder for kryptoaktiver.

omhandlet i artikel 2, stk. 1, litra a), b) og c), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF ([64]). I betragtning af, at det med henblik på afvikling af værdipapirtransaktioner kan være nødvendigt at stille DLT-værdipapirer eller e-pengetokens som sikkerhed, er det uklart, hvordan pantsætning som en »aftale om finansiel sikkerhedsstillelse«, en »aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret« eller en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning" gyldigt vil kunne gennemføres på e-pengetokens' reservebeholdning i lyset af ovennævnte begrænsninger i henhold til forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver. For at anvende e-pengetokens i forbindelse med værdipapirafvikling er det yderst vigtigt at sikre, at de kan stilles som sikkerhed. På baggrund af ovenstående er ECB af den opfattelse, at der bør kigges nærmere og mere indgående på samspillet mellem forordningsforslaget, forordningsforslaget om markeder for kryptoaktiver og Unionens eksisterende lovgivning om finansielle tjenesteydelser og banker.

4. **Tilsynsmæssige aspekter**

4.1. ECB og den relevante kompetente nationale myndighed er de kompetente myndigheder, der udøver specifikke tilsynsbeføjelser i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 ([65]) (herefter »kapitalkravsforordningen«) og kapitalkravsdirektivet. Desuden overdrages der i henhold til SSM-forordningen specifikke opgaver til ECB vedrørende tilsyn med kreditinstitutter i euroområdet, hvorefter ECB er ansvarlig for, at den fælles tilsynsmekanisme (SSM) fungerer effektivt og konsekvent, hvor specifikke tilsynsopgaver fordeles mellem ECB og de deltagende kompetente nationale myndigheder ([66]). ECB har navnlig til opgave at meddele og inddrage alle kreditinstitutters tilladelse. For signifikante kreditinstitutters vedkommende har ECB også til opgave bl.a. at sikre overholdelse af den relevante EU-lovgivning, der pålægger kreditinstitutter tilsynskrav, herunder kravet om at have robuste ledelsessystemer, såsom forsvarlige risikostyringsprocedurer og interne kontrolmekanismer ([67]). Med henblik herpå har ECB fået alle de tilsynsbeføjelser til at gribe ind i kreditinstitutternes aktiviteter, som er nødvendige for udøvelsen af disse funktioner.

4.2. De grundlæggende krav til driften af DLT-markedsinfrastrukturer sammen med en række fritagelser, der kan kræves for specifikke krav i MiFID II, forordning (EU) nr. 2014/600 og CSD-forordningen, fastsættes i forordningsforslaget. Det betyder, at investeringsselskaber, der også er meddelt tilladelse som kreditinstitutter og markedsoperatører, kan anmode om tilladelse fra den nationale kompetente myndighed til at drive DLT-markedsinfrastrukturer med henblik på bl.a. registrering og afvikling af DLT-værdipapirer. Desuden skal operatørerne af DLT-markedsinfrastrukturer i henhold til forordningsforslaget samarbejde med de kompetente myndigheder, som har beføjelse til at meddele specifikke tilladelser, og med Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) ([68]).

4.3. ECB bemærker, at den nuværende tilgang til tilladelsesprocessen fremmer ligebehandling af både kreditinstitutter og operatører, der ikke er kreditinstitutter, og udgør et skridt i retning af risikobaseret tilsyn, der tager hensyn til de aktiviteter, der udføres af en given enhed. Når det er sagt, kan det, selv om forordningsforslaget ikke indeholder bestemmelser om inddragelse af ECB (som tilsynsmyndighed) i tilladelses- og fritagelsesprocessen, være relevant for ECB, ud fra et tilsynsperspektiv, at modtage oplysninger fra den nationale kompetente myndighed med hensyn til signifikante kreditinstitutter, der ønsker at drive en DLT-markedsinfrastruktur. Det foreslås derfor, at der i forordningsforslaget indsættes en forpligtelse for den nationale kompetente myndighed til at underrette tilsynsmyndigheden, herunder ECB for de signifikante kreditinstitutters vedkommende, om, hvorvidt der meddeles tilladelser og fritagelser, og om der pålægges korrigerende foranstaltninger. Af samme årsager foreslås det, at den relevante tilsynsmyndighed medtages blandt modtagerne af den regelmæssige indberetning fra operatørerne af en DLT-markedsinfrastruktur i forordningsforslaget ([69]).

([64]) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (EFT L 168 af 27.6.2002, s. 43).

([65]) Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 176 af 27.6.2013, s. 1).

([66]) Rådets forordning (EU) nr. 1024/2013 af 15. oktober 2013 om overdragelse af specifikke opgaver til Den Europæiske Centralbank i forbindelse med politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter (EUT L 287 af 29.10.2013, s. 63).

([67]) Jf. artikel 4, stk. 1, litra e), og artikel 6, stk. 4, i forordning (EU) nr. 1024/2013.

([68]) Jf. forordningsforslagets artikel 9.

([69]) Jf. forordningsforslagets artikel 9, stk. 4.

Hvor ECB foreslår ændringer af forordningsforslaget, fremsættes konkrete ændringsforslag med en begrundelse herfor i et separat teknisk arbejdsdokument.

Denne udtalelse offentliggøres i EUR-Lex.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 28. april 2021.

Christine LAGARDE
Formand for ECB