III

(Vorbereitende Rechtsakte)

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

STELLUNGNAHME DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

vom 28. April 2021

zu einem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen (CON/2021/15)

(2021/C 244/04)

Einleitung und Rechtsgrundlage

Am 18. bzw. 30. November 2020 wurde die Europäische Zentralbank (EZB) vom Rat bzw. vom Europäischen Parlament um Stellungnahme zu einem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) basierende Marktinfrastrukturen ([1]) (im Folgenden „Verordnungsvorschlag“) ersucht.

Die Zuständigkeit der EZB zur Abgabe einer Stellungnahme beruht auf Artikel 127 Absatz 4 und Artikel 282 Absatz 5 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), da der Verordnungsvorschlag Bestimmungen enthält, die in den Zuständigkeitsbereich der EZB fallen; hierzu gehören insbesondere die Festlegung und Durchführung der Geldpolitik, die Förderung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme, die Mitwirkung bei der reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen und die Aufgaben der EZB im Zusammenhang mit der Aufsicht über die Kreditinstitute gemäß Artikel 127 Absatz 2 erster und vierter Gedankenstrich sowie Artikel 127 Absätze 5 und 6 AEUV. Diese Stellungnahme wurde gemäß Artikel 17.5 Satz 1 der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank vom EZB-Rat verabschiedet.

1. Allgemeine Anmerkungen

1.1. Die EZB begrüßt den Verordnungsvorschlag, der es Wertpapierfirmen, Marktbetreibern oder Zentralverwahrern ermöglichen soll, auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen – entweder als multilaterales DLT-Handelssystem (im Folgenden „DLT-MTF“) oder als DLT-Wertpapierabwicklungssystem (im Folgenden „DLT-SSS“ oder, zusammen mit DLT-MTF, im Folgenden „DLT-Marktinfrastrukturen“) – zu betreiben.

1.2. Die EZB begrüßt die Einschränkungen, die im Verordnungsvorschlag hinsichtlich sowohl der Kategorien von Vermögenswerten als auch der Marktgröße in Bezug auf die durch DLT übertragbaren Wertpapiere ([2]) vorgesehen werden, die über DLT-MTF und DLT-SSS für die Registrierung, den Handel und die Abwicklung verfügbar sind, und die damit einhergehende Minderung potenzieller Risiken im Zusammenhang mit der Nutzung von DLT. Allerdings könnte weiter geprüft werden, ob die Kategorien von Vermögenswerten unter Beibehaltung der Schwellenwerte um öffentliche Anleihen erweitert werden sollten. Gleichwohl möchte die EZB betonen, dass sie ihre Stellungnahme auf der Annahme begründet, dass die im Verordnungsvorschlag festgelegten spezifischen Schwellenwerte ([3]) beibehalten werden, da jede Anhebung dieser Schwellenwerte eine Gefährdung gleicher Wettbewerbsbedingungen für etablierte und DLT-Marktinfrastrukturen sowie möglicherweise auch der Stabilität des Finanzsystems bedeuten könnte. Darüber hinaus ist die EZB der Auffassung, dass es angesichts des Entwicklungsstands der Kapitalmärkte in einigen EU-Mitgliedstaaten ratsam wäre, für die nationalen zuständigen Behörden die Möglichkeit in Erwägung zu ziehen, die entsprechenden Schwellenwerte senken zu können. Daher wünscht die EZB, erneut zu dem Verordnungsvorschlag angehört zu werden, falls die Schwellenwerte wesentlich geändert werden sollten. Darüber hinaus sollte sichergestellt werden, dass diese Schwellenwerte nicht umgangen werden, da dies ihre Wirksamkeit untergraben würde. So sollte es beispielsweise einem Emittenten nicht gestattet

([1]) COM(2020) 594 final.
([2]) Siehe Artikel 2 Absatz 5 des Verordnungsvorschlags.
([3]) Siehe Artikel 3 Absätze 1 und 3 des Verordnungsvorschlags.

sein, die Emission von Anleihen in zwei (oder mehr) Tranchen aufzuteilen, die über eine einzige DLT-Marktinfrastruktur ausgegeben werden sollen. Hierbei könnte es sich als unwirksam erweisen, wenn Verpflichtungen nur Betreibern von DLT-Marktinfrastrukturen auferlegt werden, ohne durch Verpflichtungen für die Emittenten von Anleihen flankiert zu werden. Zudem könnte ein zusätzlicher Schwellenwert in Erwägung gezogen werden, der auf der Ebene einer DLT-Marktinfrastruktur auf der Grundlage des abgewickelten Werts festgelegt wird, da dies einer der relevanten Indikatoren ist, die bei der Bewertung der systemischen Bedeutung einer Abwicklungsinfrastruktur herangezogen werden. Schließlich geht die EZB davon aus, dass nach Maßgabe des Verordnungsvorschlags die Einhaltung der Schwellenwerte keine ausreichende Voraussetzung schafft, um eine Ausnahme von den Rechtsvorschriften der Union zu rechtfertigen. Selbst wenn die Schwellenwerte vollumfänglich eingehalten werden, können die Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen nur im Einzelfall von den jeweils zuständigen Behörden ausgenommen werden, wobei auch Erwägungen der Finanzstabilität zu berücksichtigen wären.

1.3. Im Rahmen der vorgeschlagenen Regelung können Betreiber von DLT-MTF neben den Dienstleistungen gemäß der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates ([4]) (im Folgenden „MiFID II") weitere Dienstleistungen, und zwar Kerndienstleistungen von Zentralverwahrern, erbringen. ([5]) Die Erbringung dieser zusätzlichen Dienstleistungen würde für ihre Teilnehmer neue und zusätzliche Risiken mit sich bringen, denen im Verordnungsvorschlag Rechnung zu tragen ist. Die im Verordnungsvorschlag diesbezüglich enthaltenen zusätzlichen Anforderungen scheinen jedoch eher begrenzt zu sein. Daher gewährleistet der Verordnungsvorschlag offenkundig keine gleichen Wettbewerbsbedingungen zwischen DLT-MTF und DLT-SSS sowie zwischen diesen DLT-Marktinfrastrukturen und Zentralverwahrern, die auf traditionellen Technologien basierende Wertpapierabwicklungssysteme betreiben, da diese ähnliche Dienstleistungen im Wettbewerb miteinander erbringen. Mit anderen Worten: Die vorgeschlagene Verordnung folgt nicht dem Grundsatz „gleiches Geschäft, gleiche Risiken, gleiche Regeln". Auch wenn im Verordnungsvorschlag vorgesehen ist, dass ein Betreiber eines MTF übertragbare DLT-Wertpapiere abwickeln kann, sollte auch die gegenteilige Möglichkeit geprüft werden, dass ein Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, ebenfalls ein MTF betreibt. Diese Überlegung ergibt sich aus der Tatsache, dass, wie in den Erwägungsgründen des Verordnungsvorschlags anerkannt wird, durch den Einsatz der DLT, bei der alle Transaktionen in einem dezentralen Ledger erfasst werden, Handel und Abrechnung auf nahezu Echtzeit verdichtet werden können und die Zusammenlegung von Handels- und Nachhandelsaktivitäten ermöglicht werden könnte.

1.4. Darüber hinaus scheint der Verordnungsvorschlag in Bezug auf E-Geld-Tokens, die für die Abwicklung von Geschäften mit durch DLT übertragbaren Wertpapieren verwendet werden können, dem Grundsatz der Technologieneutralität nicht Rechnung zu tragen. Zwar können insbesondere E-Geld-Tokens auch auf anderer als auf DLT-Grundlage ([6]) ausgegeben werden, die in den Anwendungsbereich des Verordnungsvorschlags fallenden Infrastrukturen können jedoch nur auf DLT basieren.

1.5. Schließlich begrüßt die EZB zwar das im Verordnungsvorschlag angestrebte Ziel der Innovationsförderung, möchte jedoch eine mögliche Schwachstelle in Bezug auf die vorgesehene Ausnahme von der Anwendung der Bestimmungen über den Zugang gemäß der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 (im Folgenden die „CSD-Verordnung") ([7]) hervorheben. Die EZB ist der Auffassung, dass eine solche Ausnahme, wenn sie von den nationalen zuständigen Behörden in der gesamten Union umfassend gewährt wird, das Ziel der CSD-Verordnung, die grenzüberschreitende Abwicklung innerhalb der Union zu harmonisieren und effizienter zu gestalten, behindern könnte. Darüber hinaus ist die EZB der Auffassung, dass eine solche Ausnahme die Interoperabilität zwischen Wertpapierabwicklungssystemen beeinträchtigen könnte, was letztlich zu einer zunehmenden Fragmentierung der Liquidität führen könnte.

2. **Geldpolitische Aspekte**

2.1. Aus geldpolitischer Sicht sind Wertpapiergeschäfte von zentraler Bedeutung für das Funktionieren des Geldmarkts und für die Durchführung von Offenmarktgeschäften. In dieser Hinsicht könnte die Distributed-Ledger-Technologie als innovative Technologie, deren Einsatz in Wertpapierabwicklungssystemen geplant ist, um die Effizienz der Ausführung von Wertpapiergeschäften zu steigern, Chancen und Risiken bergen. Aus geldpolitischer

([4]) Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

([5]) Siehe Artikel 2 Absatz 3 des Verordnungsvorschlags und Anhang Abschnitt A der 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).

([6]) Siehe Artikel 3 Absatz 1 Nummer 2 des Vorschlags für eine Verordnung über Märkte für Kryptowerte (Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937 – COM(2020) 593 final).

([7]) Siehe Artikel 50 und 53 der CSD-Verordnung.

Sicht kommt der Fähigkeit der Marktteilnehmer, Wertpapiere effizient zu übertragen, eine entscheidende Bedeutung zu. Daher muss die Politik auf lange Sicht sorgfältig abwägen, wie diese neue Technologie im bestehenden Ökosystem für Wertpapierabwicklung eingesetzt wird und/oder ob und wie sie sich potenziell auf bestehende Regelungen zur Wertpapierabwicklung auswirkt.

2.2. Grundsätzlich könnte eine Zunahme verschiedener nicht interoperabler Infrastrukturen, die für Wertpapiergeschäfte zur Verfügung stehen, zu einer Fragmentierung der Sicherheiten- und Liquiditätspools führen, was sich aufgrund ihrer möglichen Folgen für die Verfügbarkeit und die Bewertung von Sicherheiten sowie die Preisbildung auf dem Markt auf die geldpolitische Transmission auswirken könnte. Das Eintreten solcher Risiken würde jedoch von den spezifischen Merkmalen der verschiedenen Abwicklungsinfrastrukturen und ihrer Funktionalität abhängen, die es den Teilnehmern ermöglichen, rechtzeitig auf ihre Sicherheiten zuzugreifen.

2.3. Im Hinblick auf den Zugang zu Zentralbankliquidität zur Abwicklung unterstützt das Eurosystem gegenwärtig zudem die Abwicklung von Wertpapiergeschäften in Zentralbankgeld über TARGET2-Securities (T2S). Der Zugang von Zentralverwahrern zu T2S setzt eine positive Bewertung anhand der Zulassungskriterien und -bedingungen gemäß den geltenden EZB-Leitlinien ([8]) voraus. Wenn Teilnehmer an DLT-SSS keinen Zugang zu Zentralbankgeld haben, könnten Geschäftsbankgeld, Geschäftsbankgeld in tokenisierter Form und/oder E-Geld-Tokens zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften herangezogen werden. Wenn die Verbreitung solcher DLT-SSS zu einer erheblichen Zunahme der Verwendung von Geschäftsbankgeld oder E-Geld-Tokens zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften führen sollte, müssten die Auswirkungen auf die geldpolitische Transmission eingehend analysiert werden.

3. **Überwachungs- und Finanzstabilitätsgesichtspunkte sowie systemische Aspekte**

3.1. *Rolle des ESZB im Bereich der Wertpapierabwicklung*

3.1.1. Gemäß Artikel 127 Absatz 2 vierter Gedankenstrich AEUV und der entsprechenden Regelung in Artikel 3.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (im Folgenden „Satzung“) besteht eine der grundlegenden Aufgaben des ESZB darin, „das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern“. Zur Förderung der Wahrnehmung dieser grundlegenden Aufgabe „[können] die EZB und die nationalen Zentralbanken … Einrichtungen zur Verfügung stellen und [kann] die EZB ... Verordnungen erlassen, um effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Union und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten“. ([9])

3.1.2. Bei Zentralverwahrern handelt es sich um Finanzmarktinfrastrukturen (FMIs), die nach der CSD-Verordnung, in der die Anforderungen an die Lieferung und Abrechnung von Finanzinstrumenten und Vorschriften für die Organisation und Führung von Zentralverwahrern festgelegt werden, der strikten Regulierung und Beaufsichtigung durch unterschiedliche Behörden unterliegen. Darüber hinaus müssen Zentralverwahrer die Leitlinien „Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures“ ([10]) (Leitlinien über die Cyberresilienz für Finanzmarkinfrastrukturen) des Ausschusses für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen (Committee on Payment and Market Infrastructures – CPMI) und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) beachten, für die detaillierte Umsetzungsleitlinien im Rahmen der Cyber Resilience Oversight Expectations (Oversight-Erwartungen im Hinblick auf die Cyberresilienz) des Eurosystems entwickelt wurden ([11]), die für alle FMIs bestimmt sind. Neben den Aufsichtsbefugnissen, die den nationalen zuständigen Behörden (NCAs) im Rahmen der Verordnung über Zentralverwahrer übertragen sind, handeln die Mitglieder des ESZB als „betreffende Behörden“ in ihrer Eigenschaft als für die Überwachung der von Zentralverwahrern betriebenen SSS zuständige Behörde, als Zentralbanken, welche die wichtigsten Währungen ausgeben, in denen Abrechnungen vollzogen werden, und als Zentralbanken, in deren Büchern die Geldseite von Geschäften abgerechnet wird. ([12]) Diesbezüglich wird in Erwägungsgrund 8 der Verordnung über Zentralverwahrer festgestellt, dass die vorgenannte Verordnung die Zuständigkeit der EZB und der nationalen Zentralbanken für die Gewährleistung effizienter und solider Clearing- und Zahlungssysteme innerhalb der Europäischen Union und im Verhältnis zu anderen Ländern nicht berühren sollte. Darüber hinaus wird festgestellt, dass nach der Verordnung über Zentralverwahrer die Mitglieder des ESZB nicht am Zugriff zu Informationen gehindert werden sollten, die für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben ([13]) relevant sind, darunter die Überwachung von Zentralverwahrern und anderen FMIs. ([14])

([8]) Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (ABl. L 91 vom 2.4.2015, S. 3), Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 5. Dezember 2012 über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (EZB/2012/27) (2013/47/EU) (ABl. L 30 vom 30.1.2013, S. 1).

([9]) Siehe Artikel 22 der Satzung.

([10]) Verfügbar auf der Website der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich unter www.bis.org.

([11]) Abrufbar auf der Website der EZB unter www.ecb.europa.eu.

([12]) Siehe Artikel 12 der CSD-Verordnung.

([13]) Siehe ferner Artikel 13, Artikel 17 Absatz 4 und Artikel 22 Absatz 6 der CSD-Verordnung.

([14]) Siehe Nummer 7.3 der Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 6. April 2017 (CON/2017/10), Nummer 7.2 der Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 8. November 2018 (CON/2018/47), Nummer 3.5.2 der Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 2. Mai 2019 (CON/2019/17) und Nummer 3.5.2 der Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 11. November 2019 (CON/2019/38), jeweils abrufbar über www.eur-lex.europa.eu.

3.1.3. Darüber hinaus fungieren die Mitglieder des ESZB häufig als Abwicklungsstellen für die Geldseite von Wertpapiergeschäften, und das Eurosystem bietet Zentralverwahrern (im Folgenden „T2S-Teilnehmer“) Abwicklungsdienstleistungen über T2S ([15]) an. Mit T2S stellt das Eurosystem den Zentralverwahrern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets und den Zentralbanken einen einzigen, neutralen und grenzüberschreitenden Dienst für die Abwicklung von Wertpapiergeschäften nach dem Grundsatz „Lieferung gegen Zahlung“ in Zentralbankgeld zur Verfügung. Die Überwachung von T2S durch das Eurosystem steht im Zusammenhang mit dessen Mandat, effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme zu gewährleisten, während die für Zentralverwahrer zuständigen und betreffenden Behörden bestrebt sind, für deren reibungsloses Funktionieren, die Sicherheit und Effizienz der Abwicklung und das ordnungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich zu sorgen.

3.1.4. Im Verordnungsvorschlag werden eine Reihe von Ausnahmen von den Anforderungen, Verpflichtungen und Begriffsbestimmungen ([16]) gemäß der CSD-Verordnung und der Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (im Folgenden „Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen“) ([17]) festgelegt, die Zentralverwahrer in Anspruch nehmen können, wenn sie eine Genehmigung für den Betrieb eines DLT-SSS ([18]) beantragen. Diese Ausnahmen können von der zuständigen Behörde nach einem Bewertungsverfahren gewährt werden, bei dem die Einbeziehung der betreffenden Behörden im Sinne der CSD-Verordnung ([19]), darunter insbesondere auch der Mitglieder des ESZB, nicht vorgesehen ist. Insbesondere sieht der Verordnungsvorschlag im Verfahren für die Erteilung einer Genehmigung, die Gewährung einer Ausnahme oder die Änderung einer bestehenden Genehmigung oder Ausnahme keine Rolle für die betreffenden Behörden vor. Gleiches gilt für das Verfahren für den Widerruf einer einem Zentralverwahrer für den Betrieb eines DLT-SSS erteilten Genehmigung oder gewährten Ausnahme. ([20]) Nach Auffassung der EZB ist die Einbeziehung der betreffenden Behörden in diese Bewertungsverfahren erforderlich, um sicherzustellen, dass die betreffenden Behörden ihre Befugnisse gemäß der CSD-Verordnung ordnungsgemäß wahrnehmen. Daher sollte der Verordnungsvorschlag die Einbeziehung der betreffenden Behörden in die genannten Bewertungsverfahren vorsehen, um der in der CSD-Verordnung vorgesehenen Verteilung der Zuständigkeiten ordnungsgemäß zu entsprechen. Darüber hinaus sollten die betreffenden Behörden nicht nur in Bezug auf Zentralverwahrer einbezogen werden, sondern auch im Falle der Betreiber von DLT-MTF eingebunden werden, die Kerndienstleistungen von Zentralverwahrern zu erbringen beabsichtigen. Das liegt darin begründet, dass sich die Zuständigkeiten der betreffenden Behörden auf die Dienstleistungen beziehen, unabhängig vom Erbringer der Dienstleistungen oder der eingesetzten Technologie.

3.1.5. Schließlich gelten nach der CSD-Verordnung verschiedene Bestimmungen dieser Verordnung, darunter auch die Verpflichtung, den zuständigen Behörden Bericht zu erstatten, nicht für die Mitglieder des ESZB, wenn es sich um einen Zentralverwahrer handelt, der von den Zentralbanken des ESZB unter eigener Verantwortung unmittelbar verwaltet wird. ([21]) Gemäß dem Verordnungsvorschlag unterliegt ein Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, den für einen Zentralverwahrer nach Maßgabe der CSD-Verordnung geltenden Anforderungen, es sei denn, dieser Zentralverwahrer hat bestimmte Ausnahmen oder Genehmigungen bei der zuständigen Behörde beantragt. ([22]) Insgesamt bedeuten diese Bestimmungen, dass ein von einer Zentralbank des ESZB verwalteter Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, nicht verpflichtet ist, bei einer zuständigen Behörde bestimmte Ausnahmen oder Genehmigungen einzuholen, da diese Zentralverwahrer nicht verpflichtet sind, den zuständigen Behörden Bericht zu erstatten, und nach der CSD-Verordnung einer begrenzten Anzahl von Anforderungen unterliegen. Aus Gründen der Rechtssicherheit wäre es zweckdienlich, in den Erwägungsgründen des Verordnungsvorschlags ausdrücklich klarzustellen, dass die von den Zentralbanken des ESZB verwalteten Zentralverwahrer von den Bestimmungen des Verordnungsvorschlags über das Verfahren zur Gewährung von Ausnahmen und zum Widerruf von Genehmigungen ausgenommen sind. ([23]) In der Praxis würde dies bedeuten, dass die Zentralbanken des ESZB die im Verordnungsvorschlag vorgesehenen Ausnahmen auf der Grundlage ihrer eigenen Risikoanalyse in Anspruch nehmen würden.

3.2. *Teilnahme natürlicher Personen an DLT-Marktinfrastrukturen*

Der Verordnungsvorschlag ([24]) sieht für einen Zentralverwahrer, der einen DLT-SSS betreibt, (und für Betreiber von DLT-MTF) die Möglichkeit vor, andere als die in der CSD-Verordnung genannten natürlichen und juristischen Personen als Teilnehmer zuzulassen. ([25]) Die vorgeschlagenen Bedingungen für die Zulassung dieser Personen als

([15]) Anhang IIA der Leitlinie EZB/2012/27, Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 18. Juli 2012 über TARGET2-Securities (EZB/2012/13) (ABl. L 215 vom 11.8.2012, S. 19) und Beschluss EZB/2011/20 der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2011 zur Festlegung detaillierter Regelungen und Verfahren für die Umsetzung der Zulassungskriterien für den Zugang von Zentralverwahrern zu TARGET2-Securities-Dienstleistungen (ABl. L 319 vom 2.12.2011, S. 117). Siehe ferner die T2S-Rahmenvereinbarung und die Collective Agreement (Gemeinsame Vereinbarung), beide abrufbar auf der Website der EZB unterwww.ecb.europa.eu.

([16]) Siehe Artikel 5 des Verordnungsvorschlags.

([17]) Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (ABl. L 166 vom 11.6.1998, S. 45).

([18]) Siehe Artikel 8 Absatz 2 Buchstabe g des Verordnungsvorschlags.

([19]) Siehe Artikel 10 und 12 der CSD-Verordnung.

([20]) Siehe Artikel 8 Absätze 6 und 7 des Verordnungsvorschlags.

([21]) Siehe Artikel 1 Absatz 4 der CSD-Verordnung. Diese Zentralverwahrer müssen Zugang zu den Finanzmitteln der Zentralbank des ESZB haben und dürfen keine getrennte Stelle sein.

([22]) Siehe Artikel 5 des Verordnungsvorschlags.

([23]) Siehe Artikel 7 und 8 des Verordnungsvorschlags.

([24]) Siehe Artikel 4 und Artikel 5 Absatz 4 des Verordnungsvorschlags sowie Artikel 2 Absatz 19 der CSD-Verordnung.

([25]) Zugleich sieht der Verordnungsvorschlag jedoch keine Ausnahme von Artikel 33 Absatz 1 der CSD-Verordnung vor, in dem auf bestimmte juristische Personen als Teilnehmer eines Zentralverwahrers Bezug genommen wird.

Teilnehmer sind eher allgemein gehalten. In diesem Zusammenhang werden in den technischen Regulierungsstandards zur Ergänzung der CSD-Verordnung ([26]) rechtliche, finanzielle und operationelle Risiken genannt, die ein Zentralverwahrer bei der Prüfung eines Teilnahmeantrags bewerten muss. Es ist unklar, wie diese Risiken bewertet werden sollen, wenn eine natürliche Person die Teilnahme bei einem Zentralverwahrer beantragt. ([27]) Werden solche Risiken nicht angemessen berücksichtigt, könnten in diesem Fall Bedenken aufkommen im Hinblick auf die Frage, wie gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen traditionellen und DLT-SSS gewährleistet werden können und welche Risiken diese Teilnehmer unter Umständen entweder für den Zentralverwahrer selbst oder für seine anderen Teilnehmer darstellen. Ebenso ist unklar, welche der Anforderungen der MiFID II, die für Wertpapierfirmen gelten, die an MTF teilnehmen (z. B. Anforderungen im Zusammenhang mit der Nutzung des algorithmischen Handels), auch auf natürliche Personen Anwendung finden würden, die an DLT-MTF teilnehmen. Einige der Anforderungen zum Anlegerschutz gemäß MiFID II und der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates ([28]) können möglicherweise nicht angewendet werden. ([29]) Sollte es keine Vermittlung durch Wertpapierfirmen geben, könnten Kleinanleger in durch DLT übertragbare Wertpapiere investieren, die für sie unter Umständen ungeeignet oder unangemessen sind. Darüber hinaus gibt es einen hinsichtlich der Frage gleicher Wettbewerbsbedingungen unbefriedigenden Unterschied zwischen den Anforderungen an DLT-SSS und DLT-MTF in Bezug auf den längstmöglichen Zeitraum, für den natürliche Personen als Teilnehmer an diesen Marktinfrastrukturen zugelassen werden können. ([30])

3.3. *Abwicklung von Zahlungen in DLT-Marktinfrastrukturen*

3.3.1. Der Verordnungsvorschlag sieht drei Möglichkeiten für die Abwicklung von Zahlungen in DLT-Marktinfrastrukturen vor. *Erstens* kann die Abwicklung von Zahlungen, sofern durchführbar und verfügbar, in Zentralbankgeld erfolgen. *Zweitens* können Zahlungen, sofern die Abwicklung in Zentralbankgeld nicht durchführbar und verfügbar ist, in Geschäftsbankgeld, einschließlich Geschäftsbankgeld in tokenisierter Form, abgewickelt werden. Die EZB geht davon aus, dass das genannte Geschäftsbankgeld in tokenisierter Form, das im Verordnungsvorschlag auch als „Settlement Coins" bezeichnet wird, aus rechtlicher Sicht nicht von herkömmlichen Bareinlagen unterschieden werden kann. *Drittens* können Zahlungen in E-Geld-Tokens gemäß der Definition im Vorschlag für eine Verordnung über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937 (im Folgenden „Verordnungsvorschlag Märkte für Kryptowerte") abgewickelt werden.

3.3.2. *Abwicklung von Zahlungen in Zentralbankgeld*

Die EZB vertritt die Auffassung, dass die Abwicklung in Zentralbankgeld die Standardanforderung für DLT-Marktinfrastrukturen sein sollte; daher sollte eine Ausnahme von dieser Anforderung nur in den Fällen möglich sein, in denen der relevante Betreiber der DLT-Marktinfrastruktur nachweist, dass diese Abwicklungsmethode nicht verfügbar und durchführbar ist.

3.3.3. Das Eurosystem bietet T2S-Teilnehmern die Abwicklung von Wertpapiergeschäften nach dem Grundsatz „Lieferung gegen Zahlung" in Zentralbankgeld an. Während die EZB weiterhin offen für Innovationen und für die weitere Auslotung des Potenzials innovativer Technologien im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierabwicklungsdiensten bleibt, würde die potenzielle Abwicklung von Geschäften mit durch DLT übertragbaren Wertpapieren in Zentralbankgeld in T2S Beschränkungen unterliegen, die sich aus den derzeitigen technischen Zwängen sowie dem vertraglichen und regulatorischen Rahmen für die Erbringung von T2S-Dienstleistungen ergeben. ([31]) In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass die spezifischen Designmerkmale und Ausnahmen, die für jedes von einem Zentralverwahrer betriebene DLT-SSS charakteristisch sind, bei der Bewertung der Erfüllung der T2S-Zulassungskriterien ([32]) berücksichtigt werden, wenn ein Zentralverwahrer Zugang zu T2S erhalten möchte.

([26]) Siehe Artikel 89 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/392 der Kommission vom 11. November 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Zulassung von und für aufsichtliche und operationelle Anforderungen an Zentralverwahrer (ABl. L 65 vom 10.3.2017, S. 48).

([27]) Siehe Nummer 3.18.5 der CPMI-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen. Prinzip 18 über Zugangs- und Teilnahmebedingungen enthält die operativen, finanziellen, rechtlichen und Risikomanagementanforderungen für die Teilnahme, die von einer FMI zu berücksichtigen sind, wobei auch die Möglichkeit erwähnt wird, dass eine FMI nicht beaufsichtigte Unternehmen zulässt. In einem solchen Fall sollte die FMI i) etwaige zusätzliche Risiken berücksichtigen, die sich womöglich aus einer solchen Teilnahme ergeben, und ii) ihre Teilnahmebedingungen und Kontrollen für das Risikomanagement entsprechend gestalten.

([28]) Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 84).

([29]) Siehe Artikel 25 der MiFID II über die Beurteilung der Eignung und die Zweckmäßigkeit von Finanzinstrumenten für Anleger.

([30]) Vergleiche Artikel 5 Absatz 4 des Verordnungsvorschlags mit Artikel 6 Absatz 4 – Vorschlag zur Änderung von Artikel 19 der MiFID II – des Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2006/43/EG, 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 und (EU) 2016/2341 – COM(2020) 596 final.

([31]) Siehe Kapitel 15 des Berichts der Beratergruppe für Marktinfrastrukturen für Wertpapiere und Sicherheiten mit dem Titel „The potential impact of DLT to securities post-trading harmonisation and the global EU financial market integration" (Die möglichen Auswirkungen von DLTs auf die Harmonisierung im Wertpapiernachhandel und auf eine umfassendere Integration der EU-Finanzmärkte), abrufbar auf der Website der EZB unterwww.ecb.europa.eu .

([32]) Siehe Anhang IIA der Leitlinie EZB/2012/27, Leitlinie EZB/2012/13 und Beschluss EZB/2011/20. Siehe ferner die T2S-Rahmenvereinbarung und die Collective Agreement (Gemeinsame Vereinbarung), abrufbar auf der Website der EZB unterwww.ecb.europa.eu.

3.3.4. Wenn die Abwicklung von Geschäften mit durch DLT übertragbaren Wertpapieren außerhalb von T2S erfolgen soll, können DLT-SSS je nach ihren spezifischen Designmerkmalen und den geltenden EZB-Leitlinien ([33]) auch einigen Beschränkungen bei der Sicherstellung der Abwicklung in Zentralbankgeld unterliegen, die sich aus den derzeitigen technischen Zwängen sowie dem vertraglichen und regulatorischen Rahmen ergeben. Dieselben Erwägungen in Bezug auf die Abwicklung außerhalb von T2S gelten mutatis mutandis für Betreiber von DLT-MTF.

3.3.5. *Abwicklung von Zahlungen mit Personen, die nicht als Kreditinstitute zugelassen sind*

Nach der CSD-Verordnung kann ein Zentralverwahrer anbieten, die Zahlungen für alle oder einen Teil seiner SSS über Konten bei einem Kreditinstitut oder seine eigenen Konten abzurechnen, wenn eine Abrechnung über Zentralbankkonten nicht praktisch durchführbar oder solche Konten nicht zur Verfügung stehen. Bietet ein Zentralverwahrer an, Zahlungen über Konten bei einem Kreditinstitut oder über seine eigenen Konten abzurechnen, so muss dies im Einklang mit den Bestimmungen des Titels IV der CSD-Verordnung geschehen. ([34]) Zwar ist im Verordnungsvorschlag vorgesehen, dass ein Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, alle aus der Verwendung von Geschäftsbankgeld oder E-Geld-Tokens resultierenden Gegenparteirisiken identifizieren, messen, überwachen, kontrollieren und minimieren muss, ([35]) doch sind die Anforderungen an die Gewährleistung eines soliden Barausgleichs durch Geschäftsbankgeld (oder E-Geld-Tokens) im Verordnungsvorschlag im Vergleich zu den Anforderungen nach Maßgabe der CSD-Verordnung recht allgemein gehalten. ([36]) Gleiches gilt mutatis mutandis auch für Betreiber von DLT-MTF. Zu beachten ist hierbei, dass gemäß dem Verordnungsvorschlag ([37]) die zuständige Behörde einen Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, von den Bestimmungen über den Barausgleich nach der CSD-Verordnung ([38]) ausnehmen kann, sofern der Zentralverwahrer eine Lieferung gegen Zahlung gewährleistet. Dies erscheint implizit die Möglichkeit zu eröffnen, einen Zentralverwahrer, der die Geldseite von Wertpapiergeschäften über seine eigenen Konten abrechnet, von der Anforderung, gemäß der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates (im Folgenden „Eigenkapitalrichtlinie“) ([39]) eine Zulassung als Kreditinstitut zu erhalten, und von den Bestimmungen über die Erbringung bankartiger Nebendienstleistungen gemäß der CSD-Verordnung auszunehmen. ([40]) Entsprechend könnte die weit gefasste Formulierung dieser Bestimmung im Verordnungsvorschlag ([41]) auch so ausgelegt werden, dass sie implizit die Möglichkeit eröffnet, Zentralverwahrer von der Anforderung auszunehmen, die Geldseite von Wertpapiergeschäften über Konten bei einem zugelassenen Kreditinstitut abzurechnen.

3.3.6. Nach der Eigenkapitalrichtlinie ist es Personen oder Unternehmen, die keine Kreditinstitute sind, untersagt, die Tätigkeit der Entgegennahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern des Publikums gewerbsmäßig zu betreiben. Von diesem Verbot sind „die im nationalen Recht oder Unionsrecht ausdrücklich genannten Fälle“ ausgenommen. ([42]) Es wird die Ansicht vertreten, dass die im Verordnungsvorschlag vorgesehene Möglichkeit einer Ausnahme von der Anwendung von Artikel 40 und Titel IV der CSD-Verordnung über den Barausgleich nicht hinreichend klar gefasst ist, um als „im Unionsrecht ausdrücklich genannter Fall“ in Betracht zu kommen, der es einer Person, die kein Kreditinstitut ist, ermöglichen würde, Einlagen des Publikums entgegenzunehmen. Angesichts dieses offenkundigen Widerspruchs zwischen dem Verordnungsvorschlag und der Eigenkapitalrichtlinie müssen die gesetzgebenden Organe der Union den genauen Anwendungsbereich der Ausnahme von den Bestimmungen der CSD-Verordnung über den Barausgleich präzisieren, die ein Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt (oder ein Betreiber eines DLT-MTF ([43])), beantragen kann.

3.3.7. Wenn nicht im Einzelnen geregelt ist, wie Zahlungen in E-Geld-Tokens abgewickelt werden können, könnten Teilnehmer an einem Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, Konten direkt beim Zentralverwahrer eröffnen, um die Geldseite einer Wertpapiergeschäfts in E-Geld-Tokens abzurechnen, oder alternativ könnten der Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt, und die Teilnehmer am Zentralverwahrer ein Konto bei einem Dritten eröffnen, der Dienstleistungen im Zusammenhang mit E-Geld-Tokens erbringt. In diesen beiden Fällen wäre der Zentralverwahrer oder der Dritte der Emittent von E-Geld-Tokens und würde sicherstellen, dass die Abrechnung der Geldseite in E-Geld-Tokens erfolgt. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass E-Geld-Tokens gemäß dem Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte nur von Kreditinstituten oder E-Geld-Instituten ausgegeben werden dürfen. ([44]) Da im Verordnungsvorschlag keine gegenteiligen Bestimmungen vorgesehen sind,

([33]) Leitlinie (EU) 2015/510 (EZB/2014/60) und Leitlinie EZB/2012/27.
([34]) Siehe Artikel 40 Absatz 2 und Artikel 54 der CSD-Verordnung.
([35]) Siehe Artikel 4 Absatz 3 des Verordnungsvorschlags.
([36]) Siehe Artikel 40 und Titel IV der CSD-Verordnung.
([37]) Siehe Erwägungsgrund 24 und Artikel 5 Absatz 5 des Verordnungsvorschlags. Siehe ferner in Bezug auf DLT-MTF Erwägungsgrund 16 und Artikel 4 Absatz 3 Buchstabe f des Verordnungsvorschlags.
([38]) Siehe Artikel 40 der CSD-Verordnung.
([39]) Siehe Artikel 9 der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 338).
([40]) Siehe Titel IV und Anhang Abschnitt C der CSD-Verordnung.
([41]) Siehe Artikel 5 Absatz 5 des Verordnungsvorschlags.
([42]) Siehe Artikel 9 der Eigenkapitalrichtlinie.
([43]) Siehe Artikel 4 Absatz 3 des Verordnungsvorschlags.
([44]) Siehe Artikel 43 des Verordnungsvorschlags über Märkte für Kryptowerte.

geht die EZB davon aus, dass mit der im Verordnungsvorschlag vorgesehenen Ausnahme von den Bestimmungen der CSD-Verordnung ([45]) über den Barausgleich nicht bezweckt wird, einen Zentralverwahrer oder einen Dritten, der E-Geld-Tokens ausgibt und die Geldseite von Wertpapiergeschäften über seine eigene Konten abrechnet, von den Zulassungsanforderungen im Rahmen des Verordnungsvorschlags über Märkte für Kryptowerte auszunehmen. Dieselben Überlegungen zum Ausgleich von Zahlungsverpflichtungen in E-Geld-Tokens sind mutatis mutandis für die Betreiber von DLT-MTF anzustellen. ([46]) Es ist schwer nachvollziehbar, warum die gesetzgebenden Organe der Union zum einen vorsehen sollten, dass E-Geld-Tokens nur von Kreditinstituten oder E-Geld-Instituten ausgegeben werden dürfen, und zum anderen implizit die Möglichkeit einräumen, die Geldseite von Wertpapiergeschäften in traditionellem Bargeld oder „Settlement Coins" über Konten abzurechnen, die bei Personen eröffnet werden, die nicht als Kreditinstitute zugelassen sind.

3.3.8. Bei der Entscheidung, ob die Möglichkeit der Abrechnung der Geldseite von Wertpapiergeschäften über Konten eröffnet werden soll, die bei Personen eröffnet werden, die nicht als Kreditinstitute zugelassen sind, könnten die gesetzgebenden Organe der Union gegebenenfalls die CPMI-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen (PFMI) ([47]) berücksichtigen. Insbesondere sieht das CPMI-IOSCO-Prinzip 9 der PFMI (Geldliche Abwicklungen) vor, dass wenn die geldliche Abwicklung nicht in Zentralbankgeld erfolgt, gemäß CPMI-IOSCO-Prinzip 9 die Abwicklung lediglich in Geschäftsbankgeld oder in den eigenen Büchern der FMI vorgenommen werden darf. Insbesondere sieht CPMI-IOSCO-Prinzip 9 vor, dass die FMI, wenn sie in ihren eigenen Büchern geldliche Abwicklungen durchführt, ihre Kredit- und Liquiditätsrisiken minimieren und genau überwachen sollte. Im Rahmen einer solchen Vereinbarung bietet eine FMI ihren Teilnehmern Geldkonten an, und eine Zahlungs- oder Abwicklungsverpflichtung wird erfüllt, indem den Teilnehmern einer FMI eine direkte Forderung gegen die FMI selbst eingeräumt wird. Die mit einer Forderung gegen eine FMI verbundenen Kredit- und Liquiditätsrisiken stehen daher in direktem Zusammenhang mit dem gesamten Kredit- und Liquiditätsrisiko der FMI. Eine Möglichkeit, diese Risiken zu minimieren, besteht darin, ihre Tätigkeiten und Geschäfte auf Clearing und Abwicklung und eng damit verbundene Prozesse zu beschränken. Darüber hinaus könnte die FMI zur Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen als Spezialbank gegründet werden und die Bereitstellung von Geldkonten auf die Teilnehmer beschränken. Je nach den örtlichen Rechtsvorschriften müssten diese Spezialbanken in der Regel über Banklizenzen verfügen und einer Aufsicht unterliegen. ([48])

3.3.9. Gemäß dem Verordnungsvorschlag können natürliche Personen direkt an DLT-Marktinfrastrukturen teilnehmen. Sollte die Geldseite eines Wertpapiergeschäfts in den Büchern einer Person abgewickelt werden, die kein zugelassenes Kreditinstitut ist, hätte dies zur Folge, dass die von natürlichen Personen sowie von juristischen Personen wie Kleinstunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen bei DLT-Marktinfrastrukturen geführten Geldkonten nicht unter die Einlagensicherung gemäß der Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates (im Folgenden „Richtlinie über Einlagensicherungssysteme") ([49]) fallen und nicht der Rangfolge der Einleger gemäß der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates ([50]) (im Folgenden „BRRD") unterliegen würden. Die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme und die Rangfolge der Einleger gemäß der BRRD gelten nur für Einlagen in Form eines Guthabens, das sich aus auf einem Konto verbliebenen Beträgen oder aus Zwischenpositionen im Rahmen von normalen Bankgeschäften ergibt und vom Kreditinstitut zurückzuzahlen ist. ([51]) Unter Berücksichtigung des CPMI-IOSCO-Prinzips 9, insbesondere der Anforderung der Minimierung und genauen Überwachung der Kredit- und Liquiditätsrisiken, die sich aus geldlichen Abwicklungen über FMI ergeben, bietet eine solche Situation offensichtlich keinen ausreichenden Schutz der bei Betreibern von DLT-Marktinfrastrukturen hinterlegten Gelder natürlicher Personen. Darüber hinaus sieht der Verordnungsvorschlag keinen Schwellenwert zur Begrenzung der Höhe der Gelder von natürlichen Personen sowie Kleinstunternehmen und kleinen und mittleren Unternehmen vor, die Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen halten dürfen, obwohl diese Personen fälschlicherweise glauben könnten, dass ihre Gelder Einlagen darstellen, die durch die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme und die Bestimmungen über die Rangfolge der Einleger im Rahmen der BRRD gesichert sind.

3.3.10. Schließlich könnten die gesetzgebenden Organe der Union prüfen, ob Risiken für die Stabilität des Finanzsystems entstehen könnten, wenn gemäß dem Verordnungsvorschlag Ausnahmen von den in der Eigenkapitalrichtlinie, der CSD-Verordnung und dem Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte vorgesehenen Zulassungsanforderungen im Zusammenhang mit a) der gewerbsmäßigen Betreibung der Tätigkeit der Entgegennahme von

([45]) Siehe Artikel 5 Absatz 5 des Verordnungsvorschlags und Artikel 40 der CSD-Verordnung.
([46]) Siehe Artikel 4 Absatz 3 des Verordnungsvorschlags.
([47]) Siehe die CPMI-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen, verfügbar auf der Website der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich unter www.bis.org.
([48]) Siehe Nummer 3.9.7 der CPMI-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen (PFMI).
([49]) Siehe Artikel 2 Absatz 1 Nummer 3 der Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 149). Siehe ferner Artikel 2 Absatz 2 Buchstabe c des Verordnungsvorschlags über Märkte für Kryptowerte.
([50]) Siehe Artikel 108 der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 190).
([51]) Siehe Artikel 2 Absatz 1 Nummer 3 der Richtlinie über Einlagensicherungssysteme in Verbindung mit Artikel 2 Absatz 1 Nummern 4 und 5 sowie Artikel 5 und 6 derselben Richtlinie und Artikel 2 Absatz 1 Nummern 94 und 95 sowie Artikel 108 BRRD.

Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern des Publikums, b) der Erbringung bankartiger Nebendienstleistungen und c) der Ausgabe von E-Geld-Tokens gewährt werden sollten. Die genannten Ausnahmen von den Zulassungsanforderungen würden zu einer Verlagerung der Tätigkeiten, die typischerweise dem Bankensektor vorbehalten sind, von Kreditinstituten hin zu Akteuren außerhalb des Bankensektors führen. Folglich wären Teilnehmer an DLT-Marktinfrastrukturen und möglicherweise Teilnehmer an bestehenden SSS oder MTF, die von denselben Betreibern von DLT-Marktinfrastrukturen verwaltet werden, einschließlich verbundener FMI, höheren Kredit- und Liquiditätsrisiken ausgesetzt, da die strengen Regulierungs- und Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute nicht für Betreiber außerhalb des Bankensektors gelten. Letztlich würden die Schutzvorkehrungen für DLT-Marktinfrastrukturen in geringerem Maße und in geringerer Bandbreite gelten und könnten somit nicht nur ihre Solidität insgesamt, sondern auch die Einführung der DLT-Technologie im Nachhandelssektor behindern.

3.3.11. *Risikomanagementanforderungen für bankartige Nebendienstleistungen*

Die CSD-Verordnung sieht sehr restriktive Bestimmungen über bankartige Nebendienstleistungen vor, da die Erbringung solcher Dienstleistungen erhebliche finanzielle Risiken, darunter auch Innertageskredit- und Liquiditätsrisiken, birgt. Die Rolle von Zentralverwahrern auf den Finanzmärkten und ihre damit verbundene Systemrelevanz rechtfertigen strenge Risikomanagementanforderungen, die darauf abzielen, die Widerstandsfähigkeit unter extremen, aber plausiblen Umständen zu gewährleisten. Insbesondere dürfen, wie bereits erwähnt, nur als Kreditinstitut zugelassene Zentralverwahrer und benannte Kreditinstitute ([52]) unter Einhaltung der Anforderungen des Titels IV der CSD-Verordnung ([53]) bankartige Nebendienstleistungen erbringen. Die EZB stellt fest, dass der Verordnungsvorschlag die Möglichkeit vorsieht, dass ein Zentralverwahrer, der als Kreditinstitut zugelassen ist und ein DLT-SSS betreibt oder für die Erbringung bankartiger Nebendienstleistungen auf ein Kreditinstitut zurückgreift, von den Anforderungen des Artikels 40 der CSD-Verordnung, einschließlich der in Titel IV dieser Verordnung festgelegten Anforderungen, ausgenommen wird. Der Umfang der Ausnahme wird im Verordnungsvorschlag nicht definiert, so dass davon auszugehen ist, dass ein von einem Zentralverwahrer betriebenes DLT-SSS von einigen oder allen Anforderungen des Titels IV der CSD-Verordnung ausgenommen werden kann, darunter auch in Bezug auf den Umfang bankartiger Nebendienstleistungen, das Management von Kredit- und Liquiditätsrisiken und die Eigenkapitalanforderungen. ([54])

Je nach dem Umfang einer Ausnahme wäre das Risiko, dem DLT-SSS ausgesetzt sein könnten, unterschiedlich hoch, und die Risiken könnten sehr groß sein, insbesondere wenn sich die Ausnahme auf alle Anforderungen des Titels IV erstreckt. Die im Verordnungsvorschlag vorgesehenen Anforderungen ([55]) für die Abwicklung in Geschäftsbankgeld sind jedoch eher allgemein gehalten und gewährleisten unter Umständen nicht die Anwendung von Risikomanagementmaßnahmen, die den eingegangenen Risiken angemessen sind. Vor diesem Hintergrund schlägt die EZB vor, dass die gesetzgebenden Organe der Union den Umfang der Ausnahmen von Artikel 40 der CSD-Verordnung und die Bedingungen, die für die Inanspruchnahme dieser Ausnahmen erfüllt sein müssen, genauer festlegen. Gleiches sollte mutatis mutandis auch für Betreiber von DLT-MTF gelten, wenn sie keine Abwicklung in Zentralbankgeld vornehmen, wobei die in Nummer 1.3 dargelegten Erwägungen zur Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen zwischen DLT-MTF und DLT-SSS entsprechend berücksichtigt werden sollten.

3.4. *Insolvenzschutz im Rahmen der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen*

Gemäß dem Verordnungsvorschlag ist der Betrieb eines DLT-SSS durch einen Zentralverwahrer unter Umständen nicht gleichbedeutend mit dem Betrieb eines „Systems“ im Sinne der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen, nicht zuletzt deshalb, weil nach Maßgabe des Verordnungsvorschlags natürliche Personen an einem DLT-SSS teilnahmeberechtigt sind. ([56]) In einem derartigen Fall würde der Betrieb eines DLT-SSS nicht als Ausweitung von Tätigkeiten oder Dienstleistungen gemäß der CSD-Verordnung ([57]) angesehen, sondern als zusätzliche Tätigkeit oder Dienstleistung, die den Bewertungs- und Zulassungsverfahren im Rahmen der CSD-Verordnung unterliegen sollten. Die EZB hat hierzu folgende drei Anmerkungen. *Erstens* erinnert die EZB an die zentrale Rolle des Konzepts der (rechtlichen) Wirksamkeit für den Schutz der Teilnehmer an Abrechnungssystemen vor den schwerwiegenden Folgen von Insolvenzverfahren gegen andere Teilnehmer und für die Verringerung der Systemrisiken, die sich aus dem Betrieb von FMI ergeben. Würde ein DLT-SSS nicht als „System“ im Sinne der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen eingestuft werden, so würde der darin vorgesehene Insolvenzschutz nicht für das DLT-SSS selbst gelten. *Zweitens* stellt die EZB fest, dass aus dem Verordnungsvorschlag nicht klar ersichtlich ist, welche rechtlichen Maßnahmen sie ergreifen muss, wenn ein und derselbe Zentralverwahrer zugleich ein SSS und ein DLT-SSS betreibt (z. B. Abschirmung der beiden Systeme durch

([52]) Gemäß der CSD-Verordnung ist ein Kreditinstitut, das anbietet, die Zahlungen für einen Teil des SSS des Zentralverwahrers abzurechnen, von einigen Anforderungen des Titels IV nur dann ausgenommen, wenn der Gesamtwert dieser Zahlungen über bei dem betreffenden Kreditinstitut eröffneten Konten über einen definierten Zeitraum bestimmte Schwellenwerte nicht überschreitet. Siehe Artikel 54 Absätze 4 und 5 der CSD-Verordnung.

([53]) Insbesondere sieht Artikel 54 Absatz 4 Buchstabe d der CSD-Verordnung vor, dass das als Verrechnungsstelle für die Geldseite eingesetzte Kreditinstitut nur zum Erbringen der bankartigen Nebendienstleistungen im Sinne der CSD-Verordnung und nicht zur Ausübung anderer Tätigkeiten genutzt wird.

([54]) Die Ausnahme von der Anforderung einer Banklizenz wird in den Nummern 3.3.5 bis 3.3.10 erörtert.

([55]) Siehe Artikel 5 Absatz 5 letzter Unterabsatz des Verordnungsvorschlags.

([56]) Siehe Artikel 2 Buchstaben a und d der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen sowie Erwägungsgrund 23 und Artikel 5 Absatz 8 des Verordnungsvorschlags.

([57]) Siehe Artikel 19 der CSD-Verordnung und Erwägungsgrund 33 des Verordnungsvorschlags.

Übertragung ihres Betriebs an getrennte juristische Personen). Sollten Wirksamkeitsrisiken für nicht geschützte DLT-SSS und/oder ihre Teilnehmer auftreten, könnten diese auf andere reguläre SSS, die vom selben Zentralverwahrer betrieben werden, sowie auf dessen Teilnehmer übergreifen. Diese Risiken könnten beispielsweise eintreten, wenn ein oder mehrere Unternehmen sowohl an einem regulären SSS als auch an einem DLT-SSS teilnehmen, die vom selben Zentralverwahrer betrieben werden. Vor diesem Hintergrund wäre es sachdienlich, wenn im Verordnungsvorschlag ein Zentralverwahrer, der ein DLT-SSS betreibt (gleich ob parallel zum Betrieb eines regulären SSS oder nicht), verpflichtet wird, die Risiken in Bezug auf Insolvenz und Wirksamkeit von Abrechnungen, denen seine Teilnehmer ausgesetzt sind, sowie etwaige vom Zentralverwahrer ergriffene Risikominderungsmaßnahmen klar zu erläutern. *Drittens* spricht sich die EZB dafür aus, im Verordnungsvorschlag ausdrücklich die Einbeziehung der betreffenden Behörden in die Bewertung der Risiken im Rahmen des Zulassungsverfahrens nach der CSD-Verordnung vorzusehen, die sich aus dem parallelen Betrieb von regulären SSS und DLT-SSS ergeben können.

3.5. *Gleiche Wettbewerbsbedingungen für Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen*

Im Verordnungsvorschlag wird kurz auf die Frage der Vermeidung gescheiterter Abwicklungen und des Vorgehens gegen gescheiterte Abwicklungen eingegangen, was für die Förderung der Abwicklungsdisziplin und der sicheren und effizienten Abwicklung von Geschäften von entscheidender Bedeutung ist. ([58]) Es gibt eine wichtige Asymmetrie zwischen den Anforderungen, die für ein DLT-MTF gelten, und den in der CSD-Verordnung festgelegten Bestimmungen. ([59]) Das Fehlen einheitlicher Anforderungen für gescheiterte Abwicklungen kann einen Wettlauf nach unten unter den Betreibern von DLT-MTF auslösen und letztlich zu einer günstigeren Behandlung von Betreibern von DLT-MTF im Vergleich zu Zentralverwahrern und zu einer geringeren Abwicklungssicherheit für Teilnehmer an DLT-MTF im Vergleich zu den Teilnehmern an Zentralverwahrern führen.

3.6. *Ausstiegsstrategie für Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen und Ausschluss von durch DLT übertragbaren Wertpapieren vom Handel*

Im Verordnungsvorschlag wird allgemein auf eine Übergangsstrategie Bezug genommen, d. h. auf eine Ausstiegsstrategie, über die Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen verfügen müssen, falls die Genehmigung oder einige der gewährten Ausnahmen widerrufen oder anderweitig aufgehoben werden müssen oder falls die Geschäftstätigkeit freiwillig oder unfreiwillig eingestellt wird. ([60]) Werden Genehmigungen oder Ausnahmen widerrufen oder überschreitet die Marktbewertung von durch DLT übertragbaren Wertpapieren bestimmte Schwellenwerte, muss ein Betreiber einer DLT-Marktinfrastruktur unter Umständen substanzielle Änderungen vornehmen, deren Umsetzung sich voraussichtlich über einen erheblichen Zeitraum erstrecken dürfte. Wenn es darüber hinaus keinen alternativen Betreiber einer DLT-Marktinfrastruktur gibt, der in der Lage oder bereit ist, die Fortführung der Dienste zu gewährleisten, darf der Widerruf einer besonderen Genehmigung oder einer der gewährten Ausnahmen ([61]) entgegen dem Geist des Verordnungsvorschlags in der Praxis nicht umgesetzt werden. Vor diesem Hintergrund schlägt die EZB vor, dass die gesetzgebenden Organe der Union den konkreten Inhalt der Ausstiegsstrategie und den Zeitplan für ihre Umsetzung präzisieren sollten. Darüber hinaus sollten spezifische Verfahren in den Verordnungsvorschlag für den Fall eines Ausschlusses von durch DLT übertragbaren Wertpapieren aus dem Handel auf einem DLT-MTF sowie für den Fall eines Verstoßes gegen die Obergrenze für die Marktkapitalisierung von 200 Mio EUR für die Zulassung zum Handel auf einem DLT-MTF aufgenommen werden. Vor allem sollte präzisiert werden, wie Anleger, die die entsprechenden über DLT übertragbaren Wertpapiere halten, in solchen Fällen geschützt wären. Es sollte angegeben werden, ob der Emittent (oder dessen größter Anteilseigner) einen Rückkauf der relevanten über DLT übertragbaren Wertpapiere durchführen sollte, ob ein solches Geschäft auch für Anleger obligatorisch wäre und wie in solchen Fällen der angemessene Preis bestimmt würde. Alternativ schlägt die EZB vor, spezielle Regelungen für die Umwandlung dieser durch DLT übertragbaren Wertpapiere in „nicht durch DLT" übertragbare Wertpapiere, die bei einem Zentralverwahrer registriert sind, vorzusehen.

3.7. *Zusammenspiel mit dem Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte*

3.7.1. Möglicherweise besteht eine Diskrepanz zwischen dem vorliegend erörterten Verordnungsvorschlag und dem Anwendungsbereich des Verordnungsvorschlags über Märkte für Kryptowerte. In den in Nummer 3.3.7 beschriebenen Modellen für die Abwicklung von E-Geld-Tokens würden Emittenten von E-Geld-Token und/oder E-Geld-Token-Dienstleister, die nach dem Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte unter die übergreifenden Begriffsbestimmungen von Emittenten von Kryptowerten und Krypto-Dienstleistern fallen, de facto Dienstleistungen im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten, nämlich durch DLT übertragbaren Wertpapieren, erbringen. Sollte dies der Fall sein, so scheinen diese Dienstleistungen weder durch den vorliegenden Verordnungsvorschlag noch durch den Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte geregelt zu sein.

3.7.2. Darüber hinaus unterliegen E-Geld-Token, die als signifikant eingestuft werden, gemäß dem Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte zusätzlichen Anforderungen. ([62]) Insbesondere müssen Emittenten signifikanter E-Geld-Token in Bezug auf die Verwahrung des Reservevermögens ([63]) jederzeit gewährleisten, dass das

([58]) Siehe Artikel 4 Absatz 3 Buchstabe g des Verordnungsvorschlags.
([59]) Siehe Artikel 6 Absätze 3 und 4 sowie Artikel 7 der CSD-Verordnung.
([60]) Siehe Artikel 6 Absatz 6 und Artikel 3 Absatz 5 des Verordnungsvorschlags.
([61]) Siehe Artikel 7 Absatz 6 und Artikel 8 Absatz 6 des Verordnungsvorschlags.
([62]) Siehe Artikel 33 und 52 des Verordnungsvorschlags über Märkte für Kryptowerte.
([63]) Siehe Artikel 33 Absatz 1 Buchstabe b und Artikel 52 Buchstabe a des Verordnungsvorschlags über Märkte für Kryptowerte.

Reservevermögen weder belastet noch als „Finanzsicherheit", „Finanzsicherheit in Form der Vollrechtsübertragung" oder „Finanzsicherheit in Form eines beschränkten dinglichen Rechts" im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstaben a, b und c der Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates verpfändet wird. ([64]) Angesichts der Tatsache, dass für die Zwecke der Abwicklung von Wertpapiergeschäften entweder über DLT übertragbare Wertpapiere oder E-Geld-Tokens möglicherweise als Sicherheit hinterlegt werden müssen, ist unklar, wie in Anbetracht der oben genannten Beschränkungen, die im Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte vorgesehen sind, ein Pfand als „Finanzsicherheit", „Finanzsicherheit in Form der Vollrechtsübertragung" oder „Finanzsicherheit in Form eines beschränkten dinglichen Rechts" aus dem Reservevermögen von E-Geld-Token wirksam verwertet werden könnte. Um E-Geld-Tokens im Zusammenhang mit der Wertpapierabwicklung einzusetzen, muss unbedingt sichergestellt werden, dass sie als Sicherheit hinterlegt werden können. In Anbetracht des Vorstehenden vertritt die EZB die Auffassung, dass weitere Überlegungen und Gedanken zur Wechselwirkung zwischen dem vorliegend erörterten Verordnungsvorschlag, dem Verordnungsvorschlag über Märkte für Kryptowerte und den bestehenden Rechtsvorschriften der Union im Bereich Finanzdienstleistungen und Banken erforderlich sind.

4. Aufsichtsrechtliche Aspekte

4.1. Die EZB und die betreffende NCA sind die zuständigen Behörden, die gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates ([65]) (im Folgenden „Eigenkapitalverordnung") und der Eigenkapitalrichtlinie bestimmte Aufsichtsbefugnisse ausüben. Darüber hinaus werden der EZB nach Maßgabe der SSM-Verordnung besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet sowie die Verantwortung für das wirksame und einheitliche Funktionieren des einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) übertragen, innerhalb dessen spezifische Aufsichtsbefugnisse zwischen der EZB und den teilnehmenden NCAs aufgeteilt werden. ([66]) Die EZB nimmt insbesondere die Aufgabe der Zulassung und des Entzugs der Zulassung aller Kreditinstitute wahr. Bei bedeutenden Kreditinstituten hat die EZB unter anderem auch die Aufgabe zu gewährleisten, dass die einschlägigen Rechtsvorschriften der Union eingehalten werden, die Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute festlegen, einschließlich der Anforderung, über solide Regelungen für die Unternehmensführung, wie solide Risikomanagementverfahren und interne Kontrollmechanismen, zu verfügen. ([67]) Zu diesem Zweck werden der EZB alle Aufsichtsbefugnisse übertragen, um in die Tätigkeit von Kreditinstituten einzugreifen, die für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich sind.

4.2. Im Verordnungsvorschlag werden die grundlegenden Anforderungen für den Betrieb von DLT-Marktinfrastrukturen festgelegt; zudem wird eine Reihe von Ausnahmen von den spezifischen Anforderungen definiert, die in der MiFID II, der Verordnung (EU) Nr. 2014/600 und der CSD-Verordnung verankert sind. Das bedeutet, dass Wertpapierfirmen, die auch als Kreditinstitute und Marktbetreiber zugelassen sind, bei der zuständigen nationalen Behörde die Genehmigung beantragen können, DLT-Marktinfrastrukturen unter anderem für die Registrierung und Abwicklung von durch DLT übertragbaren Wertpapieren zu betreiben. Darüber hinaus sind die Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen gemäß dem Verordnungsvorschlag zur Zusammenarbeit mit den zuständigen Behörden, die mit der Erteilung bestimmter Genehmigungen betraut sind, sowie mit der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) verpflichtet. ([68])

4.3. Die EZB stellt fest, dass der derzeitige Ansatz für das Zulassungsverfahren die Gleichbehandlung von Kreditinstituten und Nichtkreditinstituten gleichermaßen fördert und einen wichtigen Schritt hin zu einer risikobasierten Beaufsichtigung darstellt, die den Tätigkeiten eines bestimmten Unternehmens Rechnung trägt. Zwar sieht der Verordnungsvorschlag nicht vor, dass die EZB (als Aufsichtsbehörde) in das Verfahren für die Zulassung und Gewährung von Ausnahmen einbezogen wird, doch könnte es für die EZB aus aufsichtsrechtlicher Sicht von Bedeutung sein, von der zuständigen nationalen Behörde Informationen über bedeutende Kreditinstitute zu erhalten, die eine DLT-Marktinfrastruktur zu betreiben beabsichtigen. Daher wird vorgeschlagen, dass in den Verordnungsvorschlag eine Verpflichtung der zuständigen nationalen Behörde aufgenommen werden sollte, der Aufsichtsbehörde, einschließlich der EZB im Falle bedeutender Kreditinstitute, mitzuteilen, ob Genehmigungen und Ausnahmen erteilt wurden und im welchem Bereich Abhilfemaßnahmen ergriffen werden. Aus denselben Gründen wird vorgeschlagen, dass im Verordnungsvorschlag die jeweilige Aufsichtsbehörde unter den Empfängern der regelmäßigen Berichterstattung durch die Betreiber einer DLT-Marktinfrastruktur genannt werden sollte. ([69])

([64]) Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (ABl. L 168 vom 27.6.2002, S. 43).

([65]) Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1).

([66]) Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank (ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63).

([67]) Siehe Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe e und Artikel 6 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 1024/2013.

([68]) Siehe Artikel 9 des Verordnungsvorschlags.

([69]) Siehe Artikel 9 Absatz 4 des Verordnungsvorschlags.

Sofern die EZB eine Änderung des Verordnungsvorschlags empfiehlt, sind spezielle Redaktionsvorschläge mit Begründung in einem gesonderten technischen Arbeitsdokument aufgeführt.

Diese Stellungnahme wird auf EUR-Lex veröffentlicht.

Geschehen zu Frankfurt am Main am 28. April 2021.

Die Präsidentin der EZB
Christine LAGARDE