III

(Akty przygotowawcze)

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

OPINIA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO

z dnia 28 kwietnia 2021 r.

w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru (CON/2021/15)

(2021/C 244/04)

Wprowadzenie i podstawa prawna

W dniach 18 i 30 listopada 2020 r. Europejski Bank Centralny (EBC) otrzymał wnioski, odpowiednio, od Rady i Parlamentu Europejskiego, o wydanie opinii w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru ([1]) (zwanego dalej „projektem rozporządzenia").

Właściwość EBC do wydania opinii wynika z art. 127 ust. 4 i art. 282 ust. 5 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, ponieważ projekt rozporządzenia zawiera przepisy leżące w zakresie kompetencji EBC, w szczególności określanie i wdrażanie polityki pieniężnej, wspieranie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych, przyczynianie się do sprawnego prowadzenia polityki prowadzonej przez właściwe organy w odniesieniu do stabilności systemu finansowego, a także zadania EBC dotyczące nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi zgodnie z art. 127 ust. 2 i art. 127 ust. 6 tiret pierwsze i czwarte Traktatu. Rada Prezesów wydała niniejszą opinię zgodnie ze zdaniem pierwszym art. 17 ust. 5 Regulaminu Europejskiego Banku Centralnego.

1. Uwagi ogólne

1.1. EBC z zadowoleniem przyjmuje projekt rozporządzenia, którego celem jest umożliwienie firmom inwestycyjnym, operatorom rynku i centralnym depozytom papierów wartościowych (CDPW) obsługę infrastruktury rynkowej opartej na technologii rozproszonego rejestru (*distributed ledger technology*, DLT) jako wielostronnej platformy obrotu DLT (zwanej dalej „wielostronną platformą obrotu opartą na DLT") lub jako systemu rozrachunku papierów wartościowych DLT (zwanego dalej „systemem rozrachunku papierów wartościowych opartym na DLT") (zwanych dalej wspólnie „infrastrukturą rynku opartą na DLT").

1.2. EBC z zadowoleniem przyjmuje ograniczenia wynikające z projektu rozporządzenia, zarówno pod względem klas aktywów, jak i wielkości rynku, w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT ([2]) dostępnych do rejestracji, obrotu i rozrachunku za pośrednictwem wielostronnych platform obrotu i systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT, jak również ułatwienia umożliwiające ograniczenie potencjalnego ryzyka związanego z korzystaniem z DLT. Można jednak dalej rozważyć, czy należy rozszerzyć klasy aktywów, przy jednoczesnym utrzymaniu progów, tak aby objąć nimi obligacje skarbowe. EBC podkreśla jednak, że jego opinia opiera się na założeniu, że zachowane zostaną konkretne progi określone w projekcie rozporządzenia ([3]), ponieważ ewentualne podniesienie tych progów może stanowić zagrożenie dla równych warunków działania dla istniejącej infrastruktury rynku i infrastruktury opartej na DLT, a także dla stabilności systemu finansowego. Ponadto EBC uważa, że biorąc pod uwagę poziom rozwoju rynków kapitałowych w niektórych państwach członkowskich UE, należałoby rozważyć umożliwienie właściwym organom krajowym obniżenia odpowiednich progów. W związku z tym należy ponownie zasięgnąć opinii EBC w sprawie projektu rozporządzenia w przypadku jakiejkolwiek istotnej zmiany progów. Ponadto należy zapewnić, aby progi te nie były obchodzone, ponieważ podważałoby to ich skuteczność. Na przykład emitent nie powinien mieć możliwości podziału emisji

([1]) COM(2020) 594 final.
([2]) Zob. art. 2 ust. 5 projektu rozporządzenia.
([3]) Zob. art. 3 ust. 1 i 3 projektu rozporządzenia.

obligacji na dwie transze (lub więcej) emitowane za pośrednictwem jednej infrastruktury rynku opartej na DLT. W tym kontekście nałożenie obowiązków wyłącznie na operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT może okazać się nieskuteczne, jeżeli nie zostanie uzupełnione o obowiązki nałożone na emitentów obligacji. Ponadto można rozważyć dodatkowy próg, ustalony na poziomie infrastruktury rynku opartej na DLT na podstawie wartości rozrachunku, ponieważ jest to jeden z istotnych wskaźników stosowanych przy ocenie systemowego znaczenia infrastruktury rozrachunkowej. Ponadto EBC rozumie, że zgodnie z projektem rozporządzenia osiągnięcie progów nie jest wystarczającym warunkiem zwolnienia z wymogów prawnych Unii. Nawet jeżeli progi zostały osiągnięte, operatorzy infrastruktury opartej na DLT mogą zostać zwolnieni z wymogów prawnych Unii jedynie w indywidualnych przypadkach przez odpowiednie właściwe organy, również z zastrzeżeniem względów stabilności finansowej.

1.3. W ramach proponowanego systemu operatorzy wielostronnych platform obrotu opartych na DLT mogą świadczyć usługi dodatkowe w stosunku do usług świadczonych na podstawie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE ([4]) (zwanej dalej „dyrektywą MiFID II"), a mianowicie usługi podstawowe CDPW ([5]). Świadczenie takich dodatkowych usług wiązałoby się z nowymi i dodatkowymi zagrożeniami dla ich uczestników, które należy uwzględnić w projekcie rozporządzenia. Wydaje się jednak, że dodatkowe wymogi określone w projekcie rozporządzenia są raczej ograniczone. W związku z tym wydaje się, że projekt rozporządzenia nie zapewnia równych warunków działania dla wielostronnych platform obrotu i systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT, a także dla infrastruktur rynkowych opartych na DLT i CDPW prowadzących systemy rozrachunku papierów wartościowych w oparciu o tradycyjną technologię, ponieważ świadczą one podobne usługi w konkurencji ze sobą. Innymi słowy, projekt rozporządzenia nie jest zgodny z zasadą równego traktowania podobnych rodzajów działalności generujących podobne ryzyko. Ponadto, chociaż projekt rozporządzenia przewiduje, że operator wielostronnej platformy obrotu może dokonywać rozrachunku zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT, należy również zbadać odwrotną możliwość, aby CDPW, który prowadzi system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT, prowadził również wielostronną platformę obrotu. Stwierdzenie to wynika z faktu, że - jak stwierdzono w motywach projektu rozporządzenia - korzystanie z technologii rozproszonego rejestru przy jednoczesnym rejestrowaniu wszystkich transakcji w rejestrze zdecentralizowanym może usprawnić i skrócić proces obrotu i rozrachunku w taki sposób, by odbywał się w czasie zbliżonym do czasu rzeczywistego, co mogłoby ponadto umożliwić połączenie działań w zakresie obrotu z działaniami w zakresie rozliczania posttransakcyjnego.

1.4. Ponadto - w odniesieniu do tokenów będących pieniądzem elektronicznym, które mogą być wykorzystywane do rozrachunku transakcji na zbywalnych papierach wartościowych obsługiwanych przez DLT - wydaje się, że projekt rozporządzenia nie jest zgodny z zasadą neutralności technologicznej. W szczególności - chociaż tokeny będące pieniądzem elektronicznym mogą być emitowane również w oparciu o technologię inną niż technologia DLT ([6]) - infrastruktura objęta projektem rozporządzenia może opierać się wyłącznie na technologii DLT.

1.5. Ponadto EBC, choć z zadowoleniem przyjmuje cel projektu rozporządzenia, jakim jest wspieranie innowacji, pragnie podkreślić potencjalne braki w odniesieniu do planowanego zwolnienia ze stosowania przepisów dotyczących dostępu określonych w rozporządzeniu (UE) nr 909/2014 (zwanym dalej „rozporządzeniem w sprawie CDPW") ([7]). EBC uważa, że takie zwolnienie, jeżeli będzie przyznawane w szerokim zakresie przez właściwe organy krajowe w całej Unii, może utrudnić realizację celu rozporządzenia w sprawie CDPW, jakim jest harmonizacja i zwiększenie skuteczności rozrachunku transgranicznego w Unii. Ponadto EBC uważa, że takie zwolnienie może mieć wpływ na interoperacyjność systemów rozrachunku papierów wartościowych, co ostatecznie mogłoby doprowadzić do zwiększenia fragmentacji płynności.

2. **Aspekty polityki pieniężnej**

2.1. Z punktu widzenia polityki pieniężnej transakcje na papierach wartościowych mają kluczowe znaczenie dla funkcjonowania rynku pieniężnego i prowadzenia operacji otwartego rynku. W związku z tym technologia DLT jako innowacyjna technologia, którą należy stosować w systemach rozrachunku papierów wartościowych, aby potencjalnie ułatwić efektywniejszą realizację transakcji na papierach wartościowych, może być źródłem zarówno dodatkowych możliwości, jak i ryzyk. Z punktu widzenia polityki pieniężnej zdolność uczestników rynku do sku-

([4]) Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

([5]) Zob. art. 2 ust. 3 projektu rozporządzenia oraz sekcję A załącznika do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniającego dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. L 257 z 28.8.2014, s. 1).

([6]) Zob. art. 3 ust. 2 projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów (Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937 – COM(2020) 593 final).

([7]) Zob. art. 50 i art. 53 rozporządzenia w sprawie CDPW.

tecznego przekazywania papierów wartościowych jest kwestią o kluczowym znaczeniu. W związku z tym w perspektywie długoterminowej polityka publiczna będzie wymagała przeprowadzenia starannej oceny tego, w jaki sposób ta nowa technologia jest stosowana w istniejącym ekosystemie rozrachunku papierów wartościowych lub czy i w jaki sposób może ona wpłynąć na istniejące zasady rozrachunku papierów wartościowych.

2.2. Co do zasady mnożenie się różnych nieinteroperacyjnych infrastruktur dostępnych na potrzeby transakcji na papierach wartościowych mogłoby doprowadzić do fragmentacji puli zabezpieczeń i płynności, co może mieć wpływ na transmisję polityki pieniężnej poprzez potencjalny wpływ na dostępność i wycenę zabezpieczeń oraz kształtowanie się cen na rynku. Realizacja takiego ryzyka zależałaby jednak od szczególnych cech różnych infrastruktur rozrachunkowych i ich funkcjonalności pod względem umożliwienia uczestnikom dostępu do zabezpieczenia w odpowiednim czasie.

2.3. Ponadto, jeśli chodzi o dostęp do płynności banku centralnego na potrzeby rozrachunku, Eurosystem obecnie zapewnia rozrachunek w pieniądzu banku centralnego dla transakcji na papierach wartościowych za pośrednictwem systemu TARGET2-Securities (T2S). Dostęp CDPW do T2S podlega ocenie spełniania kryteriów kwalifikacji i warunków określonych w mających zastosowanie wytycznych EBC ([8]). W przypadku gdy uczestnicy systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT nie mają dostępu do pieniądza banku centralnego, do rozrachunku transakcji na papierach wartościowych można wykorzystać środki banku komercyjnego, środki banku komercyjnego w formie tokenów lub tokeny będące pieniądzem elektronicznym. Jeżeli mnożenie się takich systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT doprowadziłoby do znacznego wzrostu wykorzystania środków banku komercyjnego lub tokenów będących pieniądzem elektronicznym do rozrachunku transakcji na papierach wartościowych, należałoby dokładnie przeanalizować skutki dla transmisji polityki pieniężnej.

3. **Nadzór oraz aspekty systemowie i związazane ze stabilnością finansową**

3.1. *Rola ESBC w dziedzinie rozrachunku papierów wartościowych*

3.1.1. Zgodnie z art. 127 ust. 2 tiret czwarte Traktatu, odzwierciedlonym w art. 3 ust. 1 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (zwanego dalej „Statutem ESBC"), jednym z podstawowych zadań realizowanych za pośrednictwem ESBC jest „popieranie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych". Wykonując to podstawowe zadanie, „EBC i krajowe banki centralne mogą stwarzać udogodnienia, a EBC może uchwalać rozporządzenia, w celu zapewnienia skuteczności i rzetelności systemów rozliczeń i płatności w ramach Unii i z innymi krajami" ([9]).

3.1.2. CDPW są infrastrukturami rynku finansowego, które są ściśle regulowane i nadzorowane przez różne organy zgodnie z rozporządzeniem w sprawie CDPW, w którym określono wymogi dotyczące rozrachunku instrumentów finansowych oraz przepisy dotyczące organizacji i prowadzenia CDPW. Ponadto CDPW powinny zapoznać się z wytycznymi dotyczącymi cyberodporności Komitetu ds. Infrastruktury Płatności i Rynku (CPMI) i Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) ([10]), w odniesieniu do których opracowano szczegółowe wytyczne dotyczące wdrożenia w ramach prognozy Eurosystemu w zakresie cyberodporności dla infrastruktur rynku finansowego (Eurosystem Cyber Resilience Oversight Expectations for FMIs) ([11]), które są skierowane do wszystkich infrastruktur rynku finansowego. Oprócz kompetencji nadzorczych powierzonych właściwym organom krajowym na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW członkowie ESBC pełnią rolę „odpowiednich organów" jako nadzorujący systemy rozrachunku papierów wartościowych prowadzonych przez CDPW, jako banki centralne emitujące najbardziej istotne waluty, w których prowadzony jest rozrachunek, oraz jako banki centralne, w których prowadzony jest rachunek pieniężnej części transakcji ([12]). W tym względzie motyw 8 rozporządzenia w sprawie CDPW stanowi, że rozporządzenie powinno pozostawać bez uszczerbku dla obowiązków Europejskiego Banku Centralnego (EBC) oraz krajowych banków centralnych, związanych z zapewnieniem wydajnych i rzetelnych systemów rozliczeń i płatności w ramach Unii i w innych państwach. Motyw 8 stanowi dalej, że rozporządzenie to nie powinno uniemożliwiać członkom ESBC dostępu do informacji istotnych z punktu widzenia wykonywania ich obowiązków ([13]), w tym nadzoru nad CDPW i innymi infrastrukturami rynku finansowego ([14]).

([8]) Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 z dnia 19 grudnia 2014 r. w sprawie implementacji ram prawnych polityki pieniężnej Eurosystemu (EBC/2014/60) (Dz.U. L 91 z 2.4.2015, s. 3); wytyczne Europejskiego Banku Centralnego EBC/2012/27 z dnia 5 grudnia 2012 r. w sprawie transeuropejskiego automatycznego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (TARGET2) (Dz.U. L 30 z 30.1.2013, s. 1).

([9]) Zob. art. 22 Statutu ESBC.

([10]) Dostępne na stronie internetowej BIS pod adresem www.bis.org.

([11]) Dostępna na stronie internetowej EBC pod adresem: www.ecb.europa.eu.

([12]) Zob. art. 12 rozporządzenia w sprawie CDPW.

([13]) Zob. także art. 13 i art. 17 ust. 4 oraz art. 22 ust. 6 rozporządzenia w sprawie CDPW.

([14]) Zob. pkt 7.3 opinii Europejskiego Banku Centralnego z dnia 6 kwietnia 2017 r. (CON/2017/10), pkt 7.2 opinii Europejskiego Banku Centralnego z dnia 8 listopada 2018 r. (CON/2018/47), pkt 3.5.2 opinii Europejskiego Banku Centralnego z dnia 2 maja 2019 r. (CON/2019/17) oraz pkt 3.5.2 opinii Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 listopada 2019 r. (CON/2019/38), dostępnych na stronie www.eur-lex.europa.eu.

3.1.3. Ponadto członkowie ESBC często działają jako agenci rozrachunkowi w odniesieniu do pieniężnych części transakcji na papierach wartościowych, a Eurosystem oferuje usługi rozrachunkowe za pośrednictwem T2S ([15]) centralnym depozytom papierów wartościowych (zwanym dalej „uczestnikami T2S"). Za pośrednictwem T2S Eurosystem świadczy na rzecz centralnych depozytów papierów wartościowych i banków centralnych ze strefy euro i spoza strefy euro jednolitą, neutralną i transgraniczną usługę rozrachunku transakcji na papierach wartościowych według zasady dostawa za płatność, w pieniądzu banku centralnego. Nadzór Eurosystemu nad T2S jest związany z jego mandatem w zakresie zapewniania skuteczności i rzetelności systemów rozliczeń i płatności, natomiast właściwe organy i odpowiednie organy w poszczególnych jurysdykcjach dążą do zapewnienia sprawnego funkcjonowania CDPW, bezpieczeństwa i skuteczności rozrachunku oraz właściwego funkcjonowania rynków finansowych.

3.1.4. Projekt rozporządzenia określa szereg wyłączeń z wymogów, obowiązków i definicji ([16]) na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW i dyrektywy 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (zwanej dalej „dyrektywą w sprawie ostateczności rozrachunku") ([17]) , o które CDPW mogą wnioskować, ubiegając się o zezwolenie na prowadzenie systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT ([18]). Wyłączenia takie mogą być przyznawane przez właściwy organ po przeprowadzeniu procedury oceny, która nie przewiduje zaangażowania odpowiednich organów na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW ([19]), w tym w szczególności członków ESBC. W szczególności projekt rozporządzenia nie przewiduje żadnej roli właściwych organów w procedurze udzielania zezwolenia, zwolnienia lub zmiany istniejącego zezwolenia lub zwolnienia. To samo dotyczy procedury cofnięcia zezwolenia lub zwolnienia udzielonego CDPW prowadzącemu system rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT ([20]). Zdaniem EBC zaangażowanie właściwych organów w te procesy oceny jest konieczne w celu zapewnienia właściwego wykonywania przez właściwe organy ich kompetencji wynikających z rozporządzenia w sprawie CDPW. W związku z tym projekt rozporządzenia powinien uwzględniać zaangażowanie odpowiednich organów we wspomniane procesy oceny, aby odpowiednio odzwierciedlić podział kompetencji przewidziany w rozporządzeniu w sprawie CDPW. Ponadto zaangażowanie odpowiednich organów nie powinno ograniczać się do CDPW, lecz powinno również obejmować operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT, którzy zamierzają świadczyć podstawowe usługi CDPW. Wynika to z faktu, że kompetencje właściwych organów odnoszą się do tych usług niezależnie od ich dostawcy lub zastosowanej technologii.

3.1.5. Ponadto na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW różne przepisy tego rozporządzenia, w tym wymóg składania sprawozdań właściwym organom, nie mają zastosowania do członków ESBC w odniesieniu do CDPW, którymi banki centralne ESBC bezpośrednio zarządzają na własną odpowiedzialność ([21]). Zgodnie z projektem rozporządzenia CDPW prowadzący system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT podlega wymogom mającym zastosowanie do CDPW na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW, chyba że taki CDPW zwrócił się do właściwego organu o szczególne wyłączenia lub zezwolenia ([22]). Przepisy te interpretowane łącznie oznaczają, że CDPW prowadzony przez bank centralny ESBC, który prowadzi system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT, nie musi zwracać się do właściwego organu o szczególne wyłączenia lub zezwolenia, ponieważ takie CDPW nie sprawozdają właściwym organom i podlegają ograniczonemu zestawowi wymogów na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW. Ze względu na postulat pewność prawa wskazane byłoby wyraźne wyjaśnienie w motywach projektu rozporządzenia, że CDPW prowadzone przez banki centralne wchodzące w skład ESBC są wyłączone z przepisów projektu rozporządzenia dotyczących procesu udzielania zwolnień i cofania zezwoleń ([23]). W praktyce oznaczałoby to, że banki centralne wchodzące w skład ESBC korzystałyby z wyłączeń przewidzianych w projekcie rozporządzenia w oparciu o własną analizę ryzyka.

3.2. *Udział osób fizycznych w infrastrukturach rynku opartych na DLT*

Projekt rozporządzenia ([24]) przewiduje, że CDPW prowadzące systemy rozrachunku papierów wartościowych oparte na DLT (a także operatorzy wielostronnych platform obrotu opartych na DLT) mogą dopuszczać jako uczestników osoby fizyczne oraz osoby prawne inne niż te, o których mowa w rozporządzeniu w sprawie CDPW ([25]). Proponowane warunki przyjmowania takich osób jako uczestników są raczej ogólne. W tym względzie

([15]) Załącznik IIA do wytycznych EBC/2012/27, Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 18 lipca 2012 r. w sprawie TARGET2-Securities (EBC/2012/13) (Dz.U. L 215 z 11.8.2012, s. 19) oraz decyzja Europejskiego Banku Centralnego EBC/2011/20 z dnia 16 listopada 2011 r. ustanawiająca szczegółowe zasady i procedury stosowania kryteriów kwalifikowania centralnych depozytów papierów wartościowych do korzystania z usług TARGET2-Securities (Dz.U. L 319 z 2.12.2011, s. 117). Zob. również umowę ramową T2S (T2S Framework Agreement) i umowę zbiorową (Collective Agreement), obydwie dostępne na stronie internetowej EBC pod adresem www.ecb.europa.eu.

([16]) Zob. art. 5 projektu rozporządzenia.

([17]) Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 98/26/WE z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (Dz.U. L 166 z 11.6.1998, s. 45).

([18]) Zob. art. 8 ust. 2 lit. g) projektu rozporządzenia.

([19]) Zob. art. 10 i art. 12 rozporządzenia w sprawie CDPW.

([20]) Zob. art. 8 ust. 6 i 7 projektu rozporządzenia.

([21]) Zob. art. 1 ust. 4 rozporządzenia w sprawie CDPW. Taki CDPW musi mieć dostęp do środków banku centralnego ESBC i nie może być odrębnym podmiotem.

([22]) Zob. art. 5 projektu rozporządzenia.

([23]) Zob. art. 7 i art. 8 projektu rozporządzenia.

([24]) Zob. art. 4 i art. 5 ust. 4 projektu rozporządzenia oraz art. 2 pkt 19 rozporządzenia w sprawie CDPW.

([25]) Jednocześnie jednak projekt rozporządzenia nie przewiduje żadnego odstępstwa od przepisów art. 33 ust. 1 rozporządzenia w sprawie CDPW, który odnosi się do niektórych osób prawnych jako uczestników CDPW.

regulacyjne standardy techniczne uzupełniające rozporządzenie w sprawie CDPW ([26]) zawierają szczegółowe informacje na temat ryzyka prawnego, finansowego i operacyjnego, które CDPW musi ocenić, analizując wniosek o uczestnictwo. Nie jest jasne, w jaki sposób ryzyka te będą oceniane w przypadku, gdy o uczestnictwo w CDPW ubiega się osoba fizyczna ([27]). Jeżeli ryzyka takie nie będą należycie uwzględniane, mogą pojawić się obawy co do tego, w jaki sposób można zapewnić równe warunki działania dla systemów rozrachunku papierów wartościowych tradycyjnych i opartych na DLT oraz co do ryzyka, jakie mogą stwarzać tacy uczestnicy zarówno dla samego CDPW, jak i dla jego innych uczestników. Podobnie nie jest jasne, które wymogi MiFID II mające zastosowanie do firm inwestycyjnych uczestniczących w wielostronnych platformach obrotu (np. wymogi dotyczące stosowania handlu algorytmicznego) miałyby również zastosowanie do osób fizycznych uczestniczących w wielostronnych platformach obrotu. Zastosowanie niektórych wymogów dotyczących ochrony inwestorów na mocy MiFID II i rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 ([28]) może okazać się niemożliwe ([29]). W przypadku braku pośrednictwa przedsiębiorstw inwestycyjnych inwestorzy indywidualni mogliby inwestować w zbywalne papiery wartościowe obsługiwane przez DLT, które mogą być dla nich nieodpowiednie. Ponadto istnieje różnica, problematyczna z punktu widzenia równych warunków działania, między wymogami mającymi zastosowanie do systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT oraz wielostronnych platform obrotu opartych na DLT pod względem maksymalnego okresu, przez jaki osoby fizyczne mogą być dopuszczone do uczestnictwa w takiej infrastrukturze rynkowej ([30]).

3.3. *Rozrachunek płatności w infrastrukturach rynku opartych na DLT*

3.3.1. Projekt rozporządzenia przewiduje, że rozrachunek płatności może odbywać się w ramach infrastruktur rynku opartych na DLT za pomocą trzech środków. Po pierwsze, rozrachunek płatności może być dokonywany za pomocą pieniądza banku centralnego, o ile jest to wykonalne i dostępne. Po drugie, w przypadku gdy rozrachunek za pomocą pieniądza banku centralnego nie jest wykonalny i dostępny, rozrachunek płatności może odbywać się w środkach pieniężnych banku komercyjnego, w tym środkach pieniężnych banku komercyjnego w formie tokenów. EBC rozumie, że takie środki pieniężne banku komercyjnego w formie tokenów, nazywane również w projekcie rozporządzenia „monetami rozrachunkowymi", są z prawnego punktu widzenia niemożliwe do odróżnienia od tradycyjnych depozytów gotówkowych. Po trzecie, rozrachunek płatności może odbywać się w tokenach będących pieniądzem elektronicznym, jak określono we wniosku dotyczącym rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937 (zwanego dalej „projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów").

3.3.2. *Rozrachunek płatności w pieniądzu banku centralnego*

EBC uważa, że rozrachunek w pieniądzu banku centralnego powinien stanowić domyślny wymóg dla infrastruktur rynku opartych na DLT, w związku z czym wyłączenie z tego wymogu powinno być możliwe jedynie w przypadkach, gdy odpowiedni operator infrastruktury rynku opartej na DLT udowodni, że ta metoda rozrachunku nie jest dostępna i nie jest wykonalna.

3.3.3. Eurosystem oferuje uczestnikom T2S rozliczanie transakcji na papierach wartościowych według zasady dostawa za płatność w pieniądzu banku centralnego. Chociaż EBC pozostaje otwarty na innowacje i dalsze badanie potencjału innowacyjnych technologii w kontekście świadczenia usług rozrachunku papierów wartościowych, ewentualny rozrachunek w pieniądzu banku centralnego transakcji na zbywalnych papierach wartościowych obsługiwanych przez DLT w T2S podlegałby ograniczeniom wynikającym z obecnych ograniczeń technologicznych oraz ram umownych i regulacyjnych, którym podlega świadczenie usług T2S ([31]). W tym kontekście warto podkreślić, że szczególne cechy i wyłączenia charakteryzujące każdy system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT prowadzony przez CDPW będą brane pod uwagę przy ocenie spełnienia kryteriów kwalifikacji T2S ([32]) w przypadku chęci przystąpienia danego CDPW do T2S.

([26]) Zob. art. 89 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/392 z dnia 11 listopada 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie udzielania zezwoleń oraz wymogów nadzorczych i operacyjnych dla centralnych depozytów papierów wartościowych (Dz.U. L 65 z 10.3.2017, s. 48).

([27]) Zob. pkt 3.18.5 zasad CPMI-IOSCO dotyczących infrastruktury rynku finansowego. Zasada 18 dotycząca wymogów w zakresie dostępu i uczestnictwa określa wymogi operacyjne, finansowe, prawne i wymogi w zakresie zarządzania ryzykiem w odniesieniu do uczestnictwa, które powinny być brane pod uwagę przez infrastrukturę rynku finansowego, wspominając również o możliwości dopuszczenia przez infrastrukturę rynku finansowego podmiotów nieregulowanych. W takim przypadku infrastruktura rynku finansowego powinna (i) uwzględnić wszelkie dodatkowe ryzyka, które mogą wyniknąć z takiego uczestnictwa, oraz (ii) odpowiednio opracować swoje wymogi dotyczące uczestnictwa i kontrole zarządzania ryzykiem.

([28]) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 84).

([29]) Zob. art. 25 dyrektywy MiFID II dotyczący oceny odpowiedniości i adekwatności instrumentów finansowych dla inwestorów.

([30]) Por. art. 5 ust. 4 projektu rozporządzenia z art. 6 ust. 4 (który wprowadza zmiany do art. 19 dyrektywy MiFID II) wniosku dotyczącego Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywy 2006/43/WE, 2009/65/WE, 2009/138/WE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 i (UE) 2016/2341 – COM(2020) 596 final.

([31]) Zob. rozdział 15 raportu grupy doradczej ds. infrastruktur rynkowych papierów wartościowych i zabezpieczeń (Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral) pt. „The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration", dostępnego na stronie internetowej EBC pod adresem www.ecb.europa.eu .

([32]) Zob. załącznik IIA do wytycznych EBC/2012/27, wytyczne EBC/2012/13 oraz decyzję EBC/2011/20. Zob. również umowę ramową T2S (T2S Framework Agreement) i umowę zbiorową (Collective Agreement), obydwie dostępne na stronie internetowej EBC pod adresem www.ecb.europa.eu.

3.3.4. W przypadku gdy rozliczenie transakcji na zbywalnych papierach wartościowych obsługiwanych przez DLT ma odbywać się poza T2S, systemy rozrachunku papierów wartościowych oparte na DLT mogą również podlegać pewnym ograniczeniom w zapewnieniu rozrachunku w pieniądzu banku centralnego wynikającym z obecnych ograniczeń technologicznych, a także z ram umownych i regulacyjnych, w zależności od specyfiki struktury systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT oraz mających zastosowanie wytycznych EBC ([33]). Te same uwagi dotyczące rozliczeń poza T2S stosuje się odpowiednio do operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT.

3.3.5. *Rozliczanie płatności z podmiotami, które nie posiadają zezwolenia jako instytucje kredytowe*

Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie CDPW jeżeli dokonanie rozrachunku za pośrednictwem rachunku w banku centralnym nie jest wykonalne i dostępne, CDPW może umożliwić rozrachunek płatności gotówkowych w odniesieniu do całości lub części swojego systemu rozrachunku papierów wartościowych za pośrednictwem rachunków otwartych w instytucji kredytowej lub za pośrednictwem własnych rachunków CDPW. Jeżeli CDPW umożliwia rozrachunek za pośrednictwem rachunków otwartych w instytucji kredytowej lub za pośrednictwem własnych rachunków, musi to uczynić zgodnie z przepisami tytułu IV rozporządzenia w sprawie CDPW ([34]). Chociaż projekt rozporządzenia przewiduje, że CDPW prowadzący system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT identyfikuje, mierzy, monitoruje i minimalizuje ryzyko kontrahenta wynikające z wykorzystania środków pieniężnych banku komercyjnego lub tokenów będących pieniądzem elektronicznym ([35]), wymogi dotyczące zapewnienia należytego rozrachunku pieniężnego za pośrednictwem środków pieniężnych banku komercyjnego (lub tokenów będących pieniądzem elektronicznym) zawarte w projekcie rozporządzenia są bardzo ogólne w porównaniu z wymogami określonymi w rozporządzeniu w sprawie CDPW ([36]). Te same uwagi stosuje się odpowiednio do operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT. Co istotne, projekt rozporządzenia przewiduje ([37]), że CDPW prowadzący system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT może zostać zwolniony przez właściwy organ ze stosowania przepisów rozporządzenia w sprawie CDPW dotyczących rozrachunku pieniężnego ([38]), pod warunkiem że zapewnia on dostawę za płatność. Wydaje się, że w sposób dorozumiany otwiera to możliwość zwolnienia CDPW dokonującego rozrachunku pieniężnego transakcji na papierach wartościowych za pośrednictwem jego własnych rachunków z wymogu uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności jako instytucja kredytowa na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE (zwanej dalej „dyrektywą w sprawie wymogów kapitałowych") ([39]) oraz z przepisów regulujących świadczenie bankowych usług pomocniczych na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW ([40]). Podobnie szerokie sformułowanie tego przepisu w projekcie rozporządzenia ([41]) można również interpretować jako otwierające w sposób dorozumiany możliwość zwolnienia CDPW z obowiązku rozrachunku pieniężnego transakcji na papierach wartościowych za pośrednictwem rachunków otwartych w licencjonowanej instytucji kredytowej.

3.3.6. Zgodnie z przepisami dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych osoby lub przedsiębiorstwa niebędące instytucjami kredytowymi nie mogą prowadzić działalności polegającej na przyjmowaniu od ludności depozytów lub innych środków finansowych podlegających zwrotowi. Zakaz ten nie ma zastosowania do „przypadków wyraźnie objętych przepisami krajowymi lub unijnymi" ([42]). Wydaje się, że możliwość zwolnienia na mocy projektu rozporządzenia ze stosowania art. 40 i tytułu IV rozporządzenia w sprawie CDPW dotyczących rozrachunku pieniężnego jest niewystarczająco jasna, aby kwalifikować się jako „przypadek wyraźnie objęty przepisami unijnymi", co umożliwiałoby osobie niebędącej instytucją kredytową przyjmowanie depozytów od ludności. W związku z tym oczywistym konfliktem między projektem rozporządzenia a dyrektywą w sprawie wymogów kapitałowych organy ustawodawcze Unii muszą wyraźnie wyjaśnić dokładny zakres zwolnienia z przepisów rozporządzenia w sprawie CDPW dotyczących rozrachunku pieniężnego, o które może ubiegać się CDPW prowadzący system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT (lub operator wielostronnej platformy obrotu opartej na DLT ([43])).

3.3.7. W przypadku braku szczegółowych informacji na temat sposobu rozrachunku płatności w tokenach będących pieniądzem elektronicznym uczestnicy CDPW prowadzącego system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT mogliby otwierać rachunki bezpośrednio w CDPW do celów rozrachunku pieniężnego transakcji na papierach wartościowych za pomocą będących pieniądzem elektronicznym, lub alternatywnie CDPW prowadzący system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT i jego uczestnicy mogliby otwierać rachunki w podmiocie trzecim świadczącym usługi związane z tokenami będącymi pieniądzem elektronicznym. W tych dwóch przypadkach CDPW lub podmiot trzeci byłby emitentem tokenów będących pieniądzem elektronicznym i zapewniałby, aby rozrachunek części pieniężnej odbywał się za pomocą takich tokenów. W związku z tym warto zauważyć, że zgodnie z projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów tokeny będące pieniądzem elektronicznym mogą być emitowane wyłącznie przez instytucje kredytowe lub instytucje pieniądza elektronicznego ([44]).

([33]) Wytyczne (UE) 2015/510 (EBC/2014/60) i wytyczne EBC/2012/27.
([34]) Zob. art. 40 ust. 2 oraz art. 54 rozporządzenia w sprawie CDPW.
([35]) Zob. art. 4 ust. 3 projektu rozporządzenia.
([36]) Zob. art. 40 i tytuł IV rozporządzenia w sprawie CDPW.
([37]) Zob. motyw 24 i art. 5 ust. 5 projektu rozporządzenia. Zob. również, w odniesieniu do wielostronnych platform obrotu opartych na DLT, motyw 16 i art. 4 ust. 3 lit. f) projektu rozporządzenia.
([38]) Zob. art. 40 rozporządzenia w sprawie CDPW.
([39]) Zob. art. 9 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 338).
([40]) Zob. tytuł IV rozporządzenia w sprawie CDPW i sekcję C załącznika do tego rozporządzenia.
([41]) Zob. art. 5 ust. 5 projektu rozporządzenia.
([42]) Zob. art. 9 dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych.
([43]) Zob. art. 4 ust. 3 projektu rozporządzenia.
([44]) Zob. art. 43 projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów.

W związku z brakiem odmiennych przepisów w projekcie rozporządzenia EBC rozumie, że wyłączenie przewidziane w projekcie rozporządzenia w odniesieniu do przepisów rozporządzenia w sprawie CDPW ([45]) dotyczących rozrachunku pieniężnego nie ma na celu zwolnienia CDPW lub podmiotu trzeciego emitującego tokeny będące pieniądzem elektronicznym i dokonującego rozrachunku pieniężnego transakcji na papierach wartościowych za pośrednictwem własnych rachunków z wymogu uzyskania zezwolenia na mocy projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów. Te same rozważania dotyczące rozrachunku zobowiązań płatniczych w tokenach będących pieniądzem elektronicznym stosuje się odpowiednio do operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT ([46]). Trudno wyjaśnić, dlaczego organy ustawodawcze Unii miałyby z jednej strony wymagać, aby tokeny będące pieniądzem elektronicznym mogły być emitowane wyłącznie przez instytucje kredytowe lub instytucje pieniądza elektronicznego, z drugiej zaś strony w sposób dorozumiany umożliwiać rozrachunek pieniężny transakcji na papierach wartościowych w tradycyjnej gotówce lub monetach rozrachunkowych za pośrednictwem rachunków otwartych w podmiotach nieposiadających zezwolenia jako instytucje kredytowe.

3.3.8. Podejmując decyzję co do umożliwienia rozrachunku pieniężnego transakcji na papierach wartościowych za pośrednictwem rachunków otwartych w podmiotach, które nie posiadają licencji jako instytucje kredytowe, organy ustawodawcze Unii mogą uwzględnić zasady CPMI-IOSCO dotyczące infrastruktury rynku finansowego (CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures) ([47]). W szczególności zgodnie z zasadą 9 CPMI-IOSCO (Rozrachunek pieniężny), jeżeli rozrachunek pieniężny nie odbywa się w pieniądzu banku centralnego, zasada 9 CPMI-IOSCO przewiduje jedynie rozrachunek w środkach pieniężnych banku komercyjnego lub we własnych księgach infrastruktury rynku finansowego. W szczególności zasada 9 CPMI-IOSCO stanowi, że jeżeli infrastruktura rynku finansowego dokonuje rozrachunku pieniężnego we własnych księgach, powinna minimalizować i ściśle kontrolować swoje ryzyko kredytowe i ryzyko utraty płynności. W ramach takiego porozumienia infrastruktura rynku finansowego oferuje swoim uczestnikom rachunki gotówkowe, a obowiązek zapłaty lub rozrachunku jest wypełniany poprzez przyznanie uczestnikom infrastruktury rynku finansowego bezpośredniego roszczenia wobec tej infrastruktury. Ryzyko kredytowe i ryzyko płynności związane z roszczeniem wobec infrastruktury rynku finansowego są zatem bezpośrednio związane z ogólnym ryzykiem kredytowym i ryzykiem utraty płynności infrastruktury rynku finansowego. Jednym ze sposobów, w jaki infrastruktura rynku finansowego mogłaby zminimalizować to ryzyko, jest ograniczenie swojej działalności i operacji do rozliczania i rozrachunku oraz procesów ściśle z nimi powiązanych. Ponadto, aby wywiązać się ze zobowiązań płatniczych, infrastruktura rynku finansowego może być instytucją finansową specjalnego przeznaczenia i ograniczyć prowadzenie rachunków pieniężnych wyłącznie do uczestników. W zależności od przepisów lokalnych instytucje finansowe specjalnego przeznaczenia byłyby zasadniczo zobowiązane do posiadania zezwolenia na działalność bankową i podlegałyby nadzorowi ostrożnościowemu ([48]).

3.3.9. Zgodnie z projektem rozporządzenia osoby fizyczne mogą być bezpośrednimi uczestnikami infrastruktury rynkowej opartej na DLT. Gdyby część pieniężna transakcji na papierach wartościowych miała występować w księgach osoby nieposiadającej zezwolenia jako instytucja kredytowa, skutkowałoby to tym, że rachunki gotówkowe osób fizycznych, jak również osób prawnych takich jak mikroprzedsiębiorstwa oraz małe i średnie przedsiębiorstwa, prowadzone przez infrastruktury rynku oparte na DLT nie byłyby objęte ochroną systemu gwarancji depozytów na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE (zwanej dalej „dyrektywą w sprawie systemów gwarancji depozytów" ([49])) ani uprzywilejowaniem deponentów na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE ([50]) (zwanej dalej „dyrektywą BRRD"). Dyrektywa w sprawie systemów gwarancji depozytów oraz uprzywilejowanie deponentów na mocy dyrektywy BRRD mają zastosowanie wyłącznie do depozytów w formie salda kredytowego wynikającego ze środków pozostawionych na rachunku lub z sytuacji przejściowych wynikających ze zwykłych transakcji bankowych, które instytucja kredytowa jest zobowiązana zwrócić ([51]). Biorąc pod uwagę zasadę 9 CPMI-IOSCO, w szczególności minimalizację i ścisłą kontrolę ryzyka kredytowego i ryzyka płynności wynikającego z rozliczeń pieniężnych z wykorzystaniem infrastruktury rynku finansowego, taka sytuacja nie wydaje się stanowić wystarczającego zabezpieczenia środków finansowych osób fizycznych umieszczonych u operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT. Ponadto w projekcie rozporządzenia nie ustanowiono żadnego progu ograniczającego możliwość utrzymywania przez operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT funduszy osób fizycznych oraz mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw, mimo że osoby te mogą błędnie uznać, że ich fundusze stanowią depozyty korzystające z ochrony na podstawie dyrektywy w sprawie systemów gwarancji depozytów oraz z uprzywilejowania deponentów na mocy dyrektywy BRRD.

3.3.10. Ponadto organy ustawodawcze Unii powinny rozważyć, czy mogą pojawić się zagrożenia dla stabilności systemu finansowego w przypadku, gdy na mocy projektu rozporządzenia udzielane będą zwolnienia z wymogów uzyskania zezwolenia przewidzianych w dyrektywie w sprawie wymogów kapitałowych, rozporządzeniu w sprawie CDPW i projekcie rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów w związku z: a) prowadzeniem działalności polegającej na przyjmowaniu depozytów lub innych funduszy podlegających zwrotowi od ludności, b) świadcze-

([45]) Zob. art. 5 ust. 5 projektu rozporządzenia i art. 40 rozporządzenia w sprawie CDPW.
([46]) Zob. art. 4 ust. 3 projektu rozporządzenia.
([47]) Zob. zasady CPMI-IOSCO dotyczące infrastruktury rynku finansowego dostępne na stronie internetowej Banku Rozrachunków Międzynarodowych pod adresem www.bis.org.
([48]) Zob. pkt 3.9.7 zasad CPMI-IOSCO dotyczących infrastruktury rynku finansowego.
([49]) Zob. art. 2 ust. 1 pkt 3 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 149). Zob. również art. 2 ust. 2 lit. c) projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów.
([50]) Zob. art. 108 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiającej ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniającej dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 190).
([51]) Zob. art. 2 ust. 1 pkt 3 w związku z art. 2 ust. 1 pkt 4 i 5, art. 5 i 6 dyrektywy w sprawie systemów gwarancji depozytów oraz art. 2 ust. 1 pkt 94 i 95 oraz art. 108 dyrektywy BRRD.

niem bankowych usług pomocniczych oraz c) emitowaniem tokenów będących pieniądzem elektronicznym. Wspomniane zwolnienie z wymogów uzyskania zezwolenia skutkowałoby przeniesieniem działalności zwykle ograniczonej do zakresu kompetencji sektora bankowego z instytucji kredytowych na podmioty niebankowe. W związku z tym uczestnicy infrastruktury rynku opartej na DLT oraz, potencjalnie, uczestnicy istniejących systemów rozrachunku papierów wartościowych lub wielostronnych platform obrotu zarządzanych przez tych samych operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT, w tym połączone infrastruktury rynku finansowego, byliby w rezultacie narażeni na wyższe ryzyko kredytowe i ryzyko płynności, ponieważ rygorystyczne wymogi regulacyjne i ostrożnościowe przewidziane dla instytucji kredytowych nie mają zastosowania do operatorów niebędących bankami. Ostatecznie infrastruktury rynkowe oparte na DLT korzystałyby z niższego poziomu i zakresu zabezpieczeń, co może nie tylko osłabić ich ogólną odporność, ale w szerszym ujęciu utrudnić wdrożenie technologii DLT w sektorze rozliczania posttransakcyjnego.

3.3.11. *Wymogi w zakresie zarządzania ryzykiem mające zastosowanie do bankowych usług pomocniczych*

Rozporządzenie w sprawie CDPW nakłada bardzo restrykcyjne wymogi na bankowe usługi pomocnicze, ponieważ świadczenie takich usług wiąże się ze znacznym ryzykiem finansowym, w tym ryzykiem kredytu śródziennego i ryzykiem utraty płynności. Rola, jaką CDPW odgrywają na rynkach finansowych, oraz związane z nimi znaczenie systemowe uzasadniają rygorystyczne wymogi w zakresie zarządzania ryzykiem mające na celu zapewnienie odporności w skrajnych, ale prawdopodobnych okolicznościach. W szczególności, jak już wspomniano, jedynie CDPW posiadające zezwolenie na prowadzenie działalności jako instytucje kredytowe i wyznaczone instytucje kredytowe ([52]) oraz przestrzegające wymogów tytułu IV rozporządzenia w sprawie CDPW ([53]) mogą świadczyć bankowe usługi pomocnicze. EBC zauważa, że projekt rozporządzenia dopuszcza możliwość, że CDPW, który posiada zezwolenie na prowadzenie działalności jako instytucja kredytowa i prowadzi system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT lub korzysta z bankowych usług pomocniczych świadczonych ?A3B2 breakb b15,0?>przez instytucję kredytową, jest zwolniony z wymogów art. 40 rozporządzenia w sprawie CDPW, w tym wymogów określonych w tytule IV tego rozporządzenia. Zakres wyłączenia nie został określony w projekcie rozporządzenia, zatem uznaje się, że system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT prowadzony przez CDPW może zostać zwolniony z niektórych lub wszystkich wymogów określonych w tytule IV rozporządzenia w sprawie CDPW, w tym wymogów dotyczących zakresu bankowych usług pomocniczych, zarządzania ryzykiem kredytowym i ryzykiem utraty płynności oraz narzutów kapitałowych ([54]).

W zależności od zakresu wyłączenia poziom ryzyka, na jakie mogą być narażone systemy rozrachunku papierów wartościowych oparte na DLT, byłby różny, a jeżeli zwolnienie obejmowałoby wszystkie wymogi tytułu IV, ryzyko mogłoby być bardzo znaczące. Wymogi ([55]) mające zastosowanie do rozrachunku w środkach pieniężnych banku komercyjnego, określone w projekcie rozporządzenia, są jednak ogólne i nie mogą zapewnić stosowania środków zarządzania ryzykiem proporcjonalnych do ponoszonego ryzyka. W związku z powyższym EBC proponuje, aby organy ustawodawcze Unii bardziej szczegółowo określiły zakres wyłączeń stosowania art. 40 rozporządzenia w sprawie CDPW oraz warunki, jakie należy spełnić, aby takie wyłączenia uzyskać. To samo powinno mieć zastosowanie odpowiednio do operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT, którzy nie prowadzą rozrachunku w pieniądzu banku centralnego, mając na uwadze względy dotyczące zapewnienia równych warunków działania dla systemów rozrachunku papierów wartościowych i wielostronnych platform obrotu opartych na DLT, jak wspomniano w pkt 1.3.

3.4. *Ochrona na wypadek niewypłacalności na mocy dyrektywy o ostateczności rozrachunku*

Zgodnie z projektem rozporządzenia prowadzenie przez CDPW systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT nie może być równoznaczne z funkcjonowaniem „systemu" w rozumieniu dyrektywy w sprawie ostateczności rozrachunku, między innymi dlatego, że zgodnie z projektem rozporządzenia uprawnionymi uczestnikami systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT są osoby fizyczne ([56]). W takim przypadku prowadzenie systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT nie byłoby uznawane za rozszerzenie działalności lub usług na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW ([57]), lecz za dodatkową działalność lub usługę, które powinny podlegać procedurze oceny i udzielania zezwoleń na mocy rozporządzenia w sprawie CDPW. EBC ma trzy uwagi w tym względzie. Po pierwsze, EBC przypomina kluczową rolę pojęcia (prawnej) ostateczności dla ochrony uczestników systemów rozrachunku przed negatywnymi skutkami postępowań upadłościowych wobec innych uczestników oraz dla ograniczenia ryzyka systemowego wynikającego z funkcjonowania infrastruktury rynku finansowego. Gdyby systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT nie kwalifikowało się jako „systemu" w rozumieniu dyrektywy o ostateczności rozrachunku, przewidziane w niej środki ochrony na wypadek niewypłacalności nie miałyby zastosowania do samego systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT. Po drugie, EBC zauważa, że projekt rozporządzenia nie jest jasny co do tego, jakie środki prawne mogą być potrzebne w przypadku jednoczesnego prowadzenia przez ten sam CDPW systemu rozrachunku papierów wartościowych i systemu rozrachunku papierów wartościowych opartego na DLT (np. w celu wyodrębnienia tych dwóch systemów poprzez powierzenie ich działalności odrębnym pod-

([52]) Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie CDPW instytucja kredytowa, która oferuje rozrachunek płatności gotówkowych w odniesieniu do części systemu rozrachunku papierów wartościowych danego CDPW, jest zwolniona z niektórych wymogów tytułu IV tylko wtedy, gdy łączna wartość takiego rozrachunku pieniężnego za pośrednictwem rachunków otwartych w tej instytucji kredytowej w danym okresie nie przekracza określonych progów. Zob. art. 54 ust. 4 i 5 rozporządzenia w sprawie CDPW.

([53]) W szczególności art. 54 ust. 4 lit. d) rozporządzenia w sprawie CDPW stanowi, że instytucja kredytowa wykorzystywana jako agent rozrachunkowy może być wykorzystywana wyłącznie do świadczenia bankowych usług pomocniczych zdefiniowanych w rozporządzeniu w sprawie CDPW, a nie do prowadzenia jakiejkolwiek innej działalności.

([54]) Zwolnienie z wymogu posiadania zezwolenia na działalność bankową omówiono w pkt 3.3.5-3.3.10.

([55]) Zob. ostatni akapit art. 5 ust. 5 projektu rozporządzenia.

([56]) Zob. art. 2 lit. a) i d) dyrektywy w sprawie ostateczności rozrachunku oraz motyw 23 i art. 5 ust. 8 projektu rozporządzenia.

([57]) Zob. art. 19 rozporządzenia w sprawie CDPW i motyw 33 projektu rozporządzenia.

miotom prawnym). Jeżeli ryzyko dotyczące ostateczności rozrachunku wystąpi w przypadku niechronionych systemów rozrachunku papierów wartościowych opartych na DLT lub ich uczestników, może ono rozprzestrzenić się na inne standardowe systemy rozrachunku papierów wartościowych prowadzone przez ten sam CDPW, a także na ich uczestników. Takie ryzyka mogą wystąpić na przykład w przypadku, gdy co najmniej jeden podmiot uczestniczy zarówno w standardowym systemie rozrachunku papierów wartościowych, jak i systemie opartym na DLT, prowadzonych przez ten sam CDPW. W związku z powyższym wskazane byłoby, aby projekt rozporządzenia wymagał od CDPW prowadzącego system rozrachunku papierów wartościowych oparty na DLT (niezależnie od tego, czy równolegle prowadzi on standardowy system rozrachunku papierów wartościowych) jasnego sprecyzowania ryzyka niewypłacalności i ryzyka dotyczącego ostateczności rozrachunku, na które narażeni są jego uczestnicy, a także wszelkich środków wprowadzonych przez ten CDPW w celu ograniczenia takich ryzyk. Po trzecie, EBC dostrzega zalety w tym, że projekt rozporządzenia wyraźnie uwzględnia zaangażowanie właściwych organów w ocenę ryzyka, które może powstać w związku z równoległym prowadzeniem standardowych systemów rozrachunku papierów wartościowych i systemów opartych na DLT, w ramach procesu udzielania zezwoleń CDPW.

3.5. *Równe warunki działania dla operatorów infrastruktur rynku opartych na DLT*

Projekt rozporządzenia odnosi się pokrótce do kwestii zapobiegania przypadkom nieprzeprowadzenia rozrachunku, co ma kluczowe znaczenie dla promowania dyscypliny rozrachunku oraz bezpiecznego i skutecznego rozrachunku transakcji ([58]). Istnieje znacząca asymetria między wymogami mającymi zastosowanie do wielostronnych platform obrotu opartych na DLT a przepisami rozporządzenia w sprawie CDPW ([59]). Brak jednolitych wymogów dotyczących przypadków nieprzeprowadzenia rozrachunku może wywołać wśród operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT zjawisko „wyścigu do dna" i ostatecznie skutkować korzystniejszym traktowaniem operatorów wielostronnych platform obrotu opartych na DLT w porównaniu z CDPW oraz niższym poziomem bezpieczeństwa rozrachunku uczestników wielostronnych platform obrotu opartych na DLT w porównaniu z uczestnikami CDPW.

3.6. *Strategia wyjścia dla operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT i wycofanie zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT z obrotu*

Projekt rozporządzenia odnosi się ogólnie do strategii przejściowej, tj. strategii wyjścia, którą muszą posiadać operatorzy infrastruktury rynku opartej na DLT w przypadku konieczności cofnięcia lub zawieszenia zezwolenia lub przyznanych wyłączeń albo w przypadku dobrowolnego lub niedobrowolnego zaprzestania prowadzenia działalności z innego powodu ([60]). W przypadku cofnięcia zezwoleń lub wyłączeń lub w przypadku gdy wycena rynkowa zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT przekroczy określone progi, operator infrastruktury rynku opartej na DLT może być zmuszony do wprowadzenia istotnych zmian, których wdrożenie prawdopodobnie wymagałoby znacznego czasu. Ponadto w przypadku braku alternatywnego operatora infrastruktury rynku opartej na DLT, który mógłby zapewnić ciągłość usług, cofnięcie specjalnego zezwolenia lub któregokolwiek z przyznanych wyłączeń ([61]) może nie zostać wdrożone w praktyce, wbrew duchowi projektu rozporządzenia. W związku z powyższym EBC proponuje, aby organy ustawodawcze Unii przedstawiły bardziej szczegółowe informacje na temat szczegółowej treści strategii wyjścia oraz harmonogramu jej wdrażania. Ponadto projekt rozporządzenia należy uzupełnić konkretnymi procedurami, które miałyby zastosowanie w przypadku wycofania zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT z obrotu na wielostronnej platformie obrotu opartej na DLT, jak również w przypadku naruszenia limitu kapitalizacji rynkowej wynoszącego 200 mln EUR w odniesieniu do dopuszczenia do obrotu na wielostronnej platformie obrotu opartej na DLT. Co najważniejsze, należy wyraźnie wskazać, w jaki sposób inwestorzy posiadający takie zbywalne papiery wartościowe obsługiwane przez DLT będą w takich przypadkach chronieni. Należy wskazać, czy emitent (lub jego największy udziałowiec) powinien dokonać odkupu odpowiednich zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT, czy taka operacja byłaby obowiązkowa również dla inwestorów oraz w jaki sposób w takich przypadkach ustalono by godziwą cenę. Alternatywnym rozwiązaniem sugerowanym przez EBC jest wprowadzenie szczególnych zasad konwersji takich zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT na standardowe zbywalne papiery wartościowe zarejestrowane w CDPW.

3.7. *Współzależności z projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów*

3.7.1. Istnieje możliwość rozbieżności między projektem rozporządzenia a zakresem stosowania projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów. W modelach rozrachunku tokenów będących pieniądzem elektronicznym opisanych w pkt 3.3.7 emitenci tokenów będących pieniądzem elektronicznym lub dostawcy usług, którzy zgodnie z projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów są objęci zakresem definicji emitentów kryptoaktywów i dostawców usług w zakresie kryptoaktywów, de facto świadczyliby usługi w zakresie instrumentów finansowych, a mianowicie zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT. W takim przypadku wydaje się, że usługi takie nie są regulowane ani projektem rozporządzenia, ani projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów.

3.7.2. Ponadto zgodnie z projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów tokeny będące pieniądzem elektronicznym sklasyfikowane jako znaczące podlegają dodatkowym wymogom ([62]). W szczególności w odniesieniu do przechowywania aktywów rezerwowych ([63]) emitenci znaczących tokenów będących pieniądzem elektronicz-

([58]) Zob. art. 4 ust. 3 lit. g) projektu rozporządzenia.
([59]) Zob. art. 6 ust. 3 i 4 oraz art. 7 rozporządzenia w sprawie CDPW.
([60]) Zob. art. 6 ust. 6 i art. 3 ust. 5 projektu rozporządzenia.
([61]) Zob. art. 7 ust. 6 i art. 8 ust. 6 projektu rozporządzenia.
([62]) Zob. art. 33 i 52 projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów.
([63]) Zob. art. 33 ust. 1 lit. b) i art. 52 lit. a) projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów.

nym muszą zawsze zapewnić, aby aktywa rezerwowe nie były obciążone ani zastawiane jako „uzgodnienie dotyczące zabezpieczeń finansowych", „uzgodnienie dotyczące zabezpieczeń finansowych polegające na przeniesieniu tytułu" ani jako „uzgodnienie dotyczące zabezpieczenia finansowego w formie gwarancji" w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. a), b) i c) dyrektywy 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ([64]). Biorąc pod uwagę fakt, że do celów rozrachunku transakcji na papierach wartościowych konieczne może być przekazanie jako zabezpieczenia zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT lub tokenów będących pieniądzem elektronicznym, nie jest jasne, w jaki sposób zastaw jako „uzgodnienie dotyczące zabezpieczeń finansowych", „uzgodnienie dotyczące zabezpieczeń finansowych polegające na przeniesieniu tytułu" lub jako „uzgodnienie dotyczące zabezpieczenia finansowego w formie gwarancji" mógłby zostać skutecznie ustanowiony na rezerwie aktywów tokenów będących pieniądzem elektronicznym w świetle wyżej wymienionych ograniczeń istniejących na mocy projektu rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów. Aby móc korzystać z tokenów będących pieniądzem elektronicznym w kontekście rozrachunku papierów wartościowych, niezwykle ważne jest zapewnienie możliwości ich przekazania jako zabezpieczenia. W związku z tym EBC uważa, że należy poświęcić więcej uwagi interakcji między projektem rozporządzenia, projektem rozporządzenia w sprawie rynków kryptoaktywów a istniejącymi unijnymi przepisami dotyczącymi usług finansowych i bankowości.

4. **Aspekty nadzoru ostrożnościowego**

4.1. EBC i odpowiedni właściwy organ krajowy są właściwymi organami wykonującymi określone uprawnienia w zakresie nadzoru ostrożnościowego na mocy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 ([65]) (zwanego dalej „rozporządzeniem w sprawie wymogów kapitałowych") oraz dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych. Ponadto rozporządzenie w sprawie Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego powierza EBC szczególne zadania w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi w strefie euro oraz nakłada na EBC odpowiedzialność za skuteczne i spójne funkcjonowanie Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego, w ramach którego EBC i uczestniczące właściwe organy krajowe dzielą szczególne obowiązki nadzorcze ([66]). W szczególności EBC wykonuje zadanie udzielania i cofania zezwoleń wszystkim instytucjom kredytowym. W przypadku istotnych instytucji kredytowych EBC ma również między innymi za zadanie zapewnienie zgodności z odpowiednimi przepisami Unii nakładającymi na instytucje kredytowe wymogi ostrożnościowe, w tym wymóg posiadania solidnych zasad zarządzania, takich jak należyte procesy zarządzania ryzykiem i mechanizmy kontroli wewnętrznej ([67]). W tym celu EBC posiada wszelkie uprawnienia nadzorcze do ingerowania w działalność instytucji kredytowych, które są niezbędne do wykonywania jego funkcji.

4.2. Projekt rozporządzenia określa podstawowe wymogi dotyczące funkcjonowania infrastruktury rynkowej opartej na DLT, a także szereg wyłączeń, o które można wnioskować w odniesieniu do szczególnych wymogów zawartych w dyrektywie MiFID II, rozporządzeniu (UE) nr 2014/600 i rozporządzeniu w sprawie CDPW. Oznacza to, że firmy inwestycyjne będące również instytucjami kredytowymi i operatorami rynku mogą zwracać się do właściwego organu krajowego o zezwolenie na prowadzenie infrastruktury rynku opartej na DLT na potrzeby, między innymi, rejestracji i rozrachunku zbywalnych papierów wartościowych obsługiwanych przez DLT. Ponadto projekt rozporządzenia nakłada na operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT obowiązek współpracy z właściwymi organami przyznającymi szczególne zezwolenia oraz z Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych ([68]).

4.3. E BC zauważa, że obecne podejście przyjęte w odniesieniu do procesu udzielania zezwoleń sprzyja równemu traktowaniu instytucji kredytowych i operatorów niebędących instytucjami kredytowymi, a także stanowi krok naprzód w kierunku nadzoru opartego na analizie ryzyka, uwzględniającego działalność prowadzoną przez dany podmiot. Mając na uwadze powyższe, chociaż projekt rozporządzenia nie przewiduje udziału EBC (jako organu nadzoru ostrożnościowego) w procesie udzielania zezwoleń i zwolnień, z perspektywy nadzoru ostrożnościowego dla EBC może mieć znaczenie otrzymywanie od właściwego organu krajowego informacji dotyczącycjh istotnych instytucji kredytowych, które chcą prowadzić infrastrukturę rynku opartą na DLT. W związku z tym EBC proponuje, aby projekt rozporządzenia nakładał na właściwy organ krajowy obowiązek powiadamiania organu nadzoru ostrożnościowego, w tym EBC w przypadku istotnych instytucji kredytowych, o przyznanych i nieprzyznanych zezwoleniach i wyłączeniach, a także o zastosowaniu wprowadzeniu środków naprawczych. Z tych samych powodów EBC proponuje, aby projekt rozporządzenia uwzględniał właściwy organ nadzoru ostrożnościowego wśród odbiorców regularnych sprawozdań operatorów infrastruktury rynku opartej na DLT ([69]).

([64]) Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (Dz.U. L 168 z 27.6.2002, s. 43).

([65]) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 1).

([66]) Rozporządzenie Rady (UE) nr 1024/2013 z dnia 15 października 2013 r. powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi (Dz.U. L 287 z 29.10.2013, s. 63).

([67]) Zob. art. 4 ust. 1 lit. e) oraz art. 6 ust. 4 rozporządzenia (UE) nr 1024/2013.

([68]) Zob. art. 9 projektu rozporządzenia.

([69]) Zob. art. 9 ust. 4 projektu rozporządzenia.

Szczegółowe propozycje zmiany brzmienia projektu wraz z uzasadnieniem zostały zawarte w odrębnym roboczym dokumencie technicznym.

Niniejsza opinia zostanie opublikowana na stronie internetowej EUR-Lex.

Sporządzono we Frankfurcie nad Menem dnia środa, 28 kwietnia 2021 r.

Christine LAGARDE
Prezes EBC