EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 24.9.2020
SWD(2020) 202 final

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF RAPPORTEN OM KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning

om en pilotordning for markedsinfrastrukturer baseret på distributed ledger-teknologi

{COM(2020) 594 final} - {SEC(2020) 308 final} - {SWD(2020) 201 final}

Resumé

Konsekvensanalyse af en EU-ramme for kryptoaktiver

A. Behov for handling

Hvorfor? Hvad er problemstillingen?

Kryptoaktiver er en type digitale aktiver, der primært er afhængig af kryptografi og distributed ledger-teknologi (DLT)[1]. Nogle kryptoaktiver kan betragtes som finansielle instrumenter i henhold til direktivet om markeder for finansielle instrumenter – MiFID II eller som "e-penge" i henhold til direktivet om elektroniske penge – EMD2), men flertallet er ikke omfattet af anvendelsesområdet for EU's gældende finansielle regulering.

Hvis kryptoaktiver ikke er omfattet af EU's finansielle regulering, betyder fraværet af gældende regler for tjenesteydelser i forbindelse med sådanne aktiver (f.eks. børser, handelsplatforme, udbydere af virtuelle tegnebøger), at forbrugere og investorer udsættes for betydelige risici. Der er også betydelige risici for markedsintegriteten (f.eks. markedsmanipulation) på det sekundære marked for kryptoaktiver. En række medlemsstater har indført skræddersyede regler på nationalt plan for alle — eller en undergruppe af — kryptoaktiver, som falder uden for den nuværende EU-regulering. Dette fører til uensartet regulering, som forvrider konkurrencen i det indre marked, gør det vanskeligere for udbydere af kryptoaktivtjenester at opskalere deres aktiviteter på tværs af grænserne og fører til regelarbitrage. Selv om markedet for kryptoaktiver fortsat har en beskeden størrelse og i øjeblikket ikke udgør en trussel mod den finansielle stabilitet, stiger den daglige handelsvolumen støt. De såkaldte *"stablecoins"* (en undergruppe af kryptoaktiver, som har elementer, der har til formål at stabilisere deres pris) kan skabe yderligere udfordringer, hvis de anvendes bredt af forbrugerne (f.eks. for den finansielle stabilitet og den monetære suverænitet). For at undgå regelarbitrage og sikre en passende beskyttelse af forbrugerne bør den reguleringsmæssige behandling af disse "stablecoins" afhænge af deres specifikke udformning. Hvis der ikke findes en EU-ramme for kryptoaktiver, vil brugernes manglende tillid til kryptoaktiver hindre udviklingen af dette marked, hvilket medfører forspildte muligheder for så vidt angår hurtige, billige og effektive betalingsinstrumenter eller nye finansieringskilder for EU's virksomheder.

Hvis kryptoaktiver er omfattet af EU's lovgivning om finansielle tjenesteydelser, er der manglende retssikkerhed med hensyn til, hvordan EU's gældende finansielle regulering skal anvendes (f.eks. prospektforordningen, MIFID II og forordningen om værdipapircentraler). Denne situation fører kun til sporadiske udstedelser af security tokens på det primære marked og begrænser den potentielle anvendelse af DLT på de finansielle markeder, hvilket fremgår af manglen på DLT-baserede markedsinfrastrukturer (såsom markedspladser eller værdipapircentraler), der muliggør handel med security tokens og afvikling af transaktioner.

Hvilke resultater forventes der af initiativet?

Det overordnede formål med initiativet er at skabe klarhed om, hvorvidt EU's finansielle regulering kan anvendes på kryptoaktiver (og tilknyttede aktiviteter). Initiativet bør støtte innovation og fair konkurrence ved at skabe en ramme for udstedelse og levering af tjenesteydelser i forbindelse med kryptoaktiver. Det bør sikre et højt niveau af forbruger- og investorbeskyttelse og markedsintegritet på markederne for kryptoaktiver. Det bør også imødegå risici for den finansielle stabilitet og pengepolitikken, der kan opstå som følge af en bred anvendelse af kryptoaktiver og DLT-baserede løsninger på de finansielle markeder.

Hvad er merværdien ved at handle på EU-plan?

For så vidt angår kryptoaktiver, der ikke er omfattet af EU's finansielle regulering, vil en indsats på EU-plan danne grundlag for udviklingen af et større grænseoverskridende marked for udstedere af kryptoaktiver og udbydere af kryptoaktivtjenester, hvorved de fulde fordele af det indre marked kan udnyttes. Det vil i høj grad mindske kompleksiteten og de finansielle og administrative byrder for alle interessenter. Harmonisering af de operationelle krav til udbydere af kryptoaktivtjenester samt oplysningskrav til udstedere kan også give klare fordele med hensyn til investorbeskyttelse, markedsintegritet og finansiel stabilitet.

For så vidt angår kryptoaktiver, der er omfattet af EU's gældende finansielle regulering, vil en indsats på EU-plan

[1] DLT er et middel til at gemme oplysninger gennem distributed ledger, dvs. en gentagen digital kopi af data, der er tilgængelig flere steder. DLT bygger på et kryptografisk system: offentlige nøgler, som er offentligt kendte og væsentlige for identifikation, og private nøgler, som holdes hemmelige og anvendes til autentificering og kryptering.

øge den juridiske klarhed og dermed gøre det muligt at udvide aktiviteterne i hele det indre marked. Dette vil gøre det muligt at imødegå de risici, der er forbundet med den hastige udbredelse af vejledninger og fortolkninger på nationalt plan, som fører til en fragmentering af det indre marked og konkurrenceforvridning.

B. Løsninger

Hvilke lovgivningsmæssige og ikkelovgivningsmæssige løsninger er overvejet? Foretrækkes en bestemt løsning frem for andre? Hvorfor?

For kryptoaktiver, som ikke er omfattet af EU's finansielle regulering, er to muligheder blevet vurderet: en EU-ordning om deltagelse og en fuldt harmoniseret ordning for udstedere af kryptoaktiver og udbydere af kryptoaktivtjenester, som vil kunne drage fordel af et EU-pas til at udvide deres aktiviteter på tværs af grænserne. Mens den første løsning kan være mindre byrdefuld for små udstedere og tjenesteudbydere, der kan beslutte ikke at deltage, vil den anden løsning sikre et højere niveau af retssikkerhed, investorbeskyttelse, markedsintegritet og finansiel stabilitet og vil nedbringe markedsfragmenteringen i hele det indre marked. Derfor er den anden løsning den foretrukne.

For kryptoaktiver, der betragtes som finansielle instrumenter i henhold til MiFID II (dvs. security tokens), er tre muligheder blevet overvejet: 1) ikkelovgivningsmæssige foranstaltninger; vejledning om, hvorvidt og hvordan gældende lovgivning finder anvendelse på kryptoaktiver, 2) målrettede lovgivningsmæssige ændringer, som fjerner bestemmelser, der fungerer som en hindring for udstedelse af samt handel og efterhandel med security tokens og brug af DLT-baserede løsninger, og 3) et (treårigt) pilotprojekt, som skaber en ny DLT-markedsinfrastruktur, der giver mulighed for handel med og/eller afvikling af security tokens. Mens bløde lovgivningsforanstaltninger kan bidrage til at tydeliggøre anvendelsen af EU-retten på security tokens og tilknyttede aktiviteter, kan de ikke fjerne de juridiske hindringer, der er indbygget i den gældende lovgivning. Målrettede lovgivningsmæssige tilpasninger giver retssikkerhed og fjerner juridiske hindringer, men vil kun blive anvendt på begrænsede områder, som er blevet identificeret i nylige vurderinger. Mens den tredje løsning kan udgøre en klar forsøgsramme for handel med og/eller afvikling af security tokens, kan dens fordele forsvinde, hvis forsøgsordningen ikke forlænges efter den treårige periode. Da disse løsninger supplerer hinanden, vil den foretrukne tilgang være at gå forsigtigt frem med en kombination af de tre løsninger. Dette vil være i overensstemmelse med behovet for en gradvis reguleringsmæssig tilgang i forbindelse med et fremspirende marked og den store forskel mellem netværk helt uden tilladelser og netværk med tilladelser, hvor noget af kontrollen er centraliseret.

For "stablecoins" har Kommissionens tjenestegrene overvejet tre løsninger: 1) skræddersyede lovgivningsmæssige foranstaltninger for udstedere af "stablecoins", 2) regulering af "stablecoins" i henhold til EMD2, da nogle "stablecoins" er tæt på definitionen af e-penge og anvendes som betalingsinstrumenter, 3) foranstaltninger med henblik på at begrænse udstedelser og tjenesteydelser i forbindelse med "stablecoins" i EU (undtagen hvis de er i overensstemmelse med eksisterende rammer). Ved at følge en streng risikobaseret tilgang vil den første løsning imødegå svagheder vedrørende den finansielle stabilitet og samtidig støtte innovation. Derimod kan den anden og tredje løsning ikke i tilstrækkelig grad imødegå væsentlige risici for forbrugerbeskyttelsen (f.eks. dem, der opstår i forbindelse med udbydere af virtuelle tegnebøger). Endvidere kan løsning 3 indebære, at visse risici for den finansielle stabilitet ikke imødegås, hvis EU-forbrugerne i vid udstrækning anvender "stablecoins" udstedt i tredjelande. Derfor er den foretrukne løsning med hensyn til "stablecoins" en kombination af løsning 1 og 2.

Hvem støtter hvilken løsning?

Hvad angår kryptoaktiver, der ikke er omfattet af EU's finansielle regulering, mente et stort flertal af respondenterne (68 %) i Kommissionens offentlige høring, at en skræddersyet EU-ordning for kryptoaktiver vil muliggøre et bæredygtigt økosystem for kryptoaktiver i EU. Hvad angår kryptoaktiver, der betragtes som finansielle instrumenter, understregede et stort flertal af respondenterne, at der er behov for en fælles EU-tilgang, når et kryptoaktiv betragtes som et finansielt instrument. Flertallet af respondenterne gik også ind for en gradvis reguleringsmæssig tilgang, der først og fremmest giver juridisk klarhed for så vidt angår anvendelsen af DLT, der kræver tilladelse (dvs. kun tillader registrerede medlemmer), på handels- og efterhandelsområdet i stedet for at anvende netværk, der ikke kræver tilladelse (dvs. alle enheder kan deltage uden registrering), da disse DLT'er stadig befinder sig i en tidlig udviklingsfase. Hvad angår "stablecoins" og "globale stablecoins" gik flertallet af respondenter ind for at stille adskillige krav til udstedere og/eller forvaltere af reserven. Et mindretal af interessenterne anså en udvidelse af EMD2 for at være den mest hensigtsmæssige reguleringsmetode.

C. Den foretrukne løsnings virkninger

Hvilke fordele er der ved den foretrukne løsning?

For det første vil foranstaltningerne gøre det muligt at udvikle kryptoaktiver, som vil være hurtige og billige betalingsmidler, der navnlig i forbindelse med grænseoverskridende transaktioner kan konkurrere med eksisterende betalingsinstrumenter. Omkostningsbesparelser vil være særlig vigtige på området for pengeoverførsler. Disse kan skønsmæssigt beløbe sig til mellem 220 og 570 mio. EUR om året. Dette vil også bidrage til at forbedre den finansielle inklusion i EU. For det andet vil rammen også gøre det muligt for EU-virksomheder at benytte sig af udstedelser af kryptoaktiver og security token som et supplerende finansieringsinstrument for EU-virksomheder, herunder SMV'er. For det tredje vil oprettelsen af en skræddersyet ordning for kryptoaktiver, der ikke er finansielle instrumenter, udvide forbrugerbeskyttelsesreglerne til også at omfatte disse og sikre markedets integritet og stabilitet. De foretrukne løsninger vil derfor bidrage til at nå målene for kapitalmarkedsunionen ved at diversificere finansieringskilderne for EU-virksomheder og lede dem væk fra optagelse af banklån. Det er ikke muligt at anslå den samlede yderligere finansiering, der stilles til rådighed via udstedelser af kryptoaktiver, da dette afhænger af forskellige eksterne faktorer (som f.eks. udstedernes behov for finansiering, den aktuelle stemning på markedet og andre finansieringskanalers konkurrencemæssige reaktion). Finansieringsomkostningerne ved udstedelser af kryptoaktiver forventes dog at være 20-40 % lavere end ved børsintroduktion af traditionelle værdipapirer af sammenlignelig størrelse. For det tredje bør den foretrukne løsning have en positiv indvirkning på handel og efterhandel med security tokens, idet den skaber juridisk klarhed om, hvordan den gældende lovgivning finder anvendelse, fjerner reguleringsmæssige hindringer og skaber en særlig ramme for DLT-markedsinfrastrukturer. Potentielle effektivitetsgevinster som følge af en bred anvendelse af DLT og security tokens på EU's cash equity-markeder er blevet anslået til 540 mio. EUR om året. Ud over reguleringsmæssige spørgsmål vil den fulde anvendelse af security tokens og DLT i hele handels- og efterhandelskæden imidlertid også afhænge af teknologiske spørgsmål (såsom skalerbarhed og interoperabilitet af forskellige DLT-netværk). De planlagte foranstaltninger vil derfor kun udgøre et trin på vejen hen imod udnyttelse af disse effektivitetsgevinster på mellemlang til lang sigt ved at fremme innovation og muliggøre en gradvis proces for fastsættelse af standarder i EU.

Hvilke omkostninger er der ved den foretrukne løsning (hvis en bestemt løsning foretrækkes – ellers omkostningerne ved de vigtigste af de mulige løsninger)?

De foretrukne løsninger vil medføre overholdelsesomkostninger for udstedere af "stablecoins" og for udbydere af tjenester i forbindelse med kryptoaktiver, som i øjeblikket ikke er omfattet af EU's finansielle regulering. Anvendelsen af den planlagte nye ordning for udbydere af kryptoaktivtjenester, der i øjeblikket ikke er underlagt regulering, forventes at medføre engangsomkostninger i forbindelse med overholdelsen på mellem 2,8 og 16,5 mio. EUR og løbende omkostninger i forbindelse med overholdelsen på mellem 2,2 og 24 mio. EUR afhængigt af antallet af enheder, der ansøger om en tilladelse. Juridiske præciseringer og iværksættelse af pilotordningen for security tokens vil kun medføre mindre overholdelsesomkostninger for markedspladser, der vælger at notere disse tokens. Omkostningerne i forbindelse med tilladelsen og de løbende overholdelsesomkostninger for nye operatører af DLT-markedsinfrastrukturer forventes at være af samme størrelsesorden som for multilaterale handelsfaciliteter, der er meddelt tilladelse i henhold til MiFID II. Det var ikke muligt at anslå de yderligere omkostninger for udstedere af globale stablecoins, eftersom der ikke findes sådanne tokens på markedet i dag. Udstedere af kryptoaktiver, der ligger uden for det nuværende reguleringsmæssige område, skal offentliggøre et oplysningsdokument. De samlede omkostninger (herunder retsafgifter) anslås til mellem 35 000 og 75 000 EUR pr. udstedelse, herunder potentielle juridiske og andre omkostninger.

Hvordan påvirker den foretrukne løsning virksomhederne, herunder de små og mellemstore virksomheder og mikrovirksomhederne?

De foretrukne løsninger bør have en overordnet positiv indvirkning på SMV'er. De bør øge SMV'ers ikkebankmæssige finansieringskilder gennem udvikling af initial coin offerings (ICO'er) og security token offerings (STO'er). ICO'er kan give nystartede virksomheder mulighed for at skaffe betydelige finansieringsbeløb på et tidligt udviklingstrin med potentielle omkostningsbesparelser i forhold til børsintroduktioner. Finansieringsomkostningerne i forbindelse med kryptoaktiver under ordningen bør være 20-40 % lavere end børsintroduktioner af tilsvarende størrelse. Den foretrukne løsning vil også medføre visse overholdelsesomkostninger for SMV-udstedere af kryptoaktiver, som kan anslås til ca. 35 000 EUR pr. udstedelse.

Vil den foretrukne løsning få væsentlige virkninger for de nationale budgetter og myndigheder?

De foretrukne løsninger vil medføre visse tilsynsomkostninger for medlemsstaternes kompetente myndigheder. Dette tilsyn med udstedere af kryptoaktiver og udbydere af kryptoaktivtjenester, der er underlagt de nye krav, vil medføre anslåede engangsomkostninger på ca. 140 000 EUR og løbende omkostninger, der anslås at ligge på mellem 350 000 og 500 000 EUR pr. år. Den nye DLT-markedsinfrastruktur vil også medføre omkostninger for

nationale kompetente myndigheder, der anslås at ligge på mellem 150 000 og 250 000 EUR om året. Det er vanskeligt på nuværende tidspunkt at anslå de omkostninger, der er forbundet med at føre tilsyn med udstedere af "stablecoins", da de vil afhænge af de forretningsmodeller, det drejer sig om. De gebyrer, som de kompetente nationale myndigheder opkræver af enheder under tilsyn, vil delvis kompensere for disse omkostninger.

Vil den foretrukne løsning få andre væsentlige virkninger?

De foretrukne løsninger vil fremme EU's konkurrenceevne ved at give nye markedsdeltagere mulighed for at udvikle DLT-baserede markedsinfrastrukturer til handel med og/eller afvikling af security tokens, der konkurrerer med de nedarvede infrastrukturer på mellemlang til lang sigt. Pilotordningen for DLT-markedsinfrastruktur vil også gøre det muligt for EU-markedsdeltagere at konkurrere med enheder, der er etableret i tredjelande, og som har indført en gunstig ordning for anvendelsen af DLT. Den foretrukne løsning bør ikke have nogen direkte miljøvirkninger. Den traditionelle finanssektor anvender hovedsagelig tilladelsesbaseret DLT, der forbruger mindre energi. Desuden har en del af den DLT, der ikke kræver tilladelse, og som anvendes til visse kryptoaktivudstedelser, planer om at skifte til forskellige konsensusmekanismer (som giver mulighed for validering af transaktioner i DLT), der kræver væsentligt mindre energi.

D. Opfølgning

Hvornår vil foranstaltningen blive taget op til fornyet overvejelse?

Kommissionen vil overvåge virkningen af den foretrukne løsning og vurdere, om den er effektiv med hensyn til at nå de opstillede mål (øget retssikkerhed, forbrugerbeskyttelse, markedsintegritet, finansiel stabilitet og støtte til innovation) på grundlag af en liste over præcise indikatorer.