EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 24.9.2020.
SWD(2020) 202 final

RADNI DOKUMENT SLUŽBI KOMISIJE

SAŽETAK IZVJEŠĆA O PROCJENI UČINKA

priložen dokumentu

Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća

o pilot-režimu za tržišne infrastrukture temeljene na tehnologiji decentraliziranog vođenja evidencije transakcija

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

Sažetak

Procjena učinka za okvir EU-a o kriptoimovini

A. Potreba za djelovanjem

Zašto? Koji se problem rješava?

Kriptoimovina je vrsta digitalne imovine koja prvenstveno ovisi o kriptografiji i tehnologiji decentraliziranog vođenja evidencije transakcija (DLT)[1]. Određena kriptoimovina može se smatrati financijskim instrumentima u skladu s Direktivom o tržištu financijskih instrumenata Direktiva o tržištu financijskih instrumenata (MiFID II) ili „e-novcem" u skladu s Direktivom o elektroničkom novcu (EMD2), ali većina kriptoimovine nije obuhvaćena područjem primjene postojećih financijskih propisa EU-a.

U područjima u kojima kriptoimovina nije obuhvaćena financijskim propisima EU-a potrošači i ulagatelji izloženi su znatnim rizicima zbog nepostojanja pravila primjenjivih na usluge povezane s tom imovinom (kao što su burze, platforme za trgovanje, pružatelji usluga skrbničkih novčanika). Na sekundarnom tržištu kriptoimovine javljaju se i znatni rizici za integritet tržišta (npr. manipuliranje tržištem). Neke države članice na nacionalnoj su razini utvrdile prilagođena pravila za svu kriptoimovinu ili podskupinu kriptoimovine koja nije obuhvaćena postojećim propisima EU-a. To dovodi do regulatorne fragmentacije, koja narušava tržišno natjecanje na jedinstvenom tržištu, otežava pružateljima usluga povezanih s kriptoimovinom prekogranično širenje aktivnosti i potiče regulatornu arbitražu. Iako je tržište kriptoimovine i dalje skromno i u ovom trenutku ne predstavlja prijetnju financijskoj stabilnosti, dnevni volumen trgovanja stalno se povećava. Dodatni izazovi (npr. financijska stabilnost i monetarna suverenost) mogu nastati u slučaju da potrošači šire prihvate takozvane „stabilne kriptovalute" (engl. *stablecoin*) (podskupina kriptoimovine sa značajkama koje omogućuju stabiliziranje cijene). Kako bi se izbjegla regulatorna arbitraža i osigurala primjerena zaštita potrošača, regulatorni tretman tih „stabilnih kriptovaluta" trebao bi ovisiti o njihovim specifičnim karakteristikama. U nedostatku okvira EU-a za kriptoimovinu nedostatak povjerenja korisnika u kriptoimovinu otežat će razvoj tog tržišta, što će dovesti do propuštenih prilika u smislu brzih, jeftinih i učinkovitih platnih instrumenata ili novih izvora financiranja za poduzeća u Uniji.

U područjima u kojima je kriptoimovina obuhvaćena propisima EU-a o financijskim uslugama nema pravne sigurnosti u pogledu načina primjene postojećih financijskih propisa EU-a (npr. Uredba o prospektu, MIFID II i Uredba o središnjem depozitoriju vrijednosnih papira). Zbog toga se tokeni vrijednosnih papira na primarnom tržištu izdaju tek sporadično te se ograničava potencijal za uporabu DLT-a na financijskim tržištima, što je vidljivo iz nedostatka tržišnih infrastruktura temeljenih na DLT-u (kao što su mjesta trgovanja ili središnji depozitoriji vrijednosnih papira) koje omogućuju trgovanje tokenima vrijednosnih papira i namiru transakcija.

Što se nastoji postići ovom inicijativom?

Opći je cilj inicijative pojasniti primjenjivost financijskih propisa EU-a na kriptoimovinu (i povezane djelatnosti). Inicijativom bi se trebalo podržati inovacije i pošteno tržišno natjecanje izradom okvira za izdavanje kriptoimovine i pružanje povezanih usluga. Njome bi se trebala osigurati visoka razina zaštite potrošača i ulagatelja te integritet tržišta na tržištima kriptoimovine. Njome bi se trebalo odgovoriti na rizike za financijsku stabilnost i monetarnu politiku koji bi mogli nastati širom uporabom kriptoimovine i rješenja temeljenih na DLT-u na financijskim tržištima.

Koja je dodana vrijednost djelovanja na razini EU-a?

U slučaju kriptoimovine koja nije obuhvaćena financijskim propisima EU-a djelovanjem na razini EU-a stvorio bi se temelj na kojem bi se moglo razviti veće prekogranično tržište za izdavatelje kriptoimovine i pružatelje usluga povezanih s kriptoimovinom i tako bi se iskoristile sve prednosti unutarnjeg tržišta. Time bi se znatno smanjila složenost te financijsko i administrativno opterećenje za sve dionike. Usklađivanje operativnih zahtjeva za pružatelje usluga povezanih s kriptoimovinom i zahtjeva za objavljivanje za izdavatelje isto bi moglo imati jasnih koristi u smislu zaštite ulagatelja, integriteta tržišta i financijske stabilnosti.

[1] DLT je sredstvo za spremanje informacija u sustavu decentraliziranog vođenja evidencije transakcija, tj. ponavljajuća digitalna kopija podataka dostupna na više lokacija. DLT se temelji na kriptografskom sustavu: javnim ključevima, koji su poznati javnosti i neophodni za identifikaciju, i privatnim ključevima, koji su tajni i upotrebljavaju se za autentifikaciju i enkripciju.

U slučaju kriptoimovine koja je obuhvaćena postojećim financijskim propisima EU-a djelovanjem na razini EU-a poboljšala bi se pravna jasnoća i tako bi se omogućilo širenje aktivnosti povezanih s tom imovinom na cijelo jedinstveno tržište. Time bi se otklonili rizici nastali naglim povećanjem broja smjernica i tumačenja na nacionalnoj razini koji dovode do fragmentacije unutarnjeg tržišta i narušavanja tržišnog natjecanja.

B. Rješenja

Koje su se zakonodavne i nezakonodavne opcije politika razmatrale? Daje li se prednost određenoj opciji? Zašto?

U slučaju kriptoimovine koja nije obuhvaćena financijskim propisima EU-a ocjenjivale su se dvije opcije: fakultativni režim EU-a i potpuno usklađeni sustav za izdavatelje kriptoimovine i pružatelje usluga povezanih s kriptoimovinom koji bi imali koristi od putovnice EU-a za prekograničnо širenje svojih aktivnosti. Prva opcija mogla bi predstavljati manje opterećenje za male izdavatelje i pružatelje usluga koji mogu odlučiti da neće sudjelovati, ali druga opcija osigurala bi veću pravnu sigurnost, zaštitu ulagatelja, integritet tržišta i financijsku stabilnost te bi smanjila fragmentaciju tržišta na cijelom jedinstvenom tržištu. Stoga se prednost daje drugoj opciji.

U slučaju kriptoimovine koja se smatra financijskim instrumentima u skladu s direktivom MiFID II (tj. tokeni vrijednosnih papira) razmatrale su se tri opcije: 1. nezakonodavne mjere: pružanje smjernica o primjenjivosti i načinu primjene postojećih propisa na kriptoimovinu, 2. ciljane izmjene zakonodavstva kojima se brišu odredbe koje su prepreka izdavanju tokena vrijednosnih papira, trgovanju i uslugama nakon trgovanja tim tokenima te uporabi rješenja temeljenih na DLT-u i 3. (trogodišnji) pilot-režim kojim bi se stvorila nova tržišna infrastruktura DLT i koja bi omogućila trgovanje tokenima vrijednosnih papira i/ili njihovu namiru. Iako bi neobvezujuće pravne mjere mogle pomoći u pojašnjenju primjene prava Unije na tokene vrijednosnih papira, njima se ne mogu ukloniti pravne prepreke ugrađene u postojeće propise. Ciljanim prilagodbama zakonodavstva osigurala bi se pravna sigurnost i uklonile pravne prepreke, ali one bi se primjenjivale samo u ograničenom području utvrđenom u najnovijim procjenama. Iako treća opcija može ponuditi jasan eksperimentalni okvir za trgovanje tokenima vrijednosnih papira i/ili njihovu namiru, njezine koristi mogle bi nestati ako se eksperimentalni režim ne produlji nakon tri godine. Budući da se te tri opcije međusobno nadopunjuju, poželjno bi bilo oprezno kombinirati te tri opcije. To bi bilo u skladu s potrebom za postupnim regulatornim pristupom u kontekstu tržišta u nastajanju i goleme razlike između mreža bez ikakvih odobrenja i mreža s odobrenjima u kojima je kontrola u određenoj mjeri centralizirana.

U slučaju „stabilnih kriptovaluta" službe Komisije predvidjele su tri opcije: 1. posebno prilagođene zakonodavne mjere za izdavatelje „stabilnih kriptovaluta", 2. regulaciju „stabilnih kriptovaluta" u okviru Direktive EMD2 s obzirom na to da određene „stabilne kriptovalute" približno odgovaraju definiciji e-novca i upotrebljavaju se kao platni instrumenti, 3. mjere usmjerene na ograničavanje izdavanja „stabilnih kriptovaluta" i usluga povezanih s njima u EU-u (osim ako su u skladu s postojećim okvirima). Prva opcija temeljila bi se na pristupu strogo utemeljenom na riziku i njome bi se umanjile slabosti koje mogu utjecati na financijsku stabilnost i istodobno podržale inovacije. Za razliku od toga, s drugom i trećom opcijom možda se neće na odgovarajući način otkloniti znatni rizici za zaštitu potrošača (na primjer rizici koje uzrokuju pružatelji usluga novčanika). Nadalje, u trećoj opciji određeni se rizici za financijsku stabilnost možda neće otkloniti ako potrošači u EU-u uvelike upotrebljavaju „stabilne kriptovalute" izdane u trećim zemljama. Stoga je opcija kojoj se daje prednost u pogledu „stabilnih kriptovaluta" kombinacija 1. i 2. opcije.

Tko podržava koju opciju?

U slučaju kriptoimovine koja nije obuhvaćena financijskim propisima EU-a velika većina ispitanika (68 %) iz javnog savjetovanja Komisije smatrala je da bi prilagođeni režim EU-a za kriptoimovinu omogućio stvaranje održivog ekosustava kriptoimovine u EU-u. U slučaju kriptoimovine koja se smatra financijskim instrumentima velika većina ispitanika istaknula je potrebu za zajedničkim pristupom EU-a u pogledu kriptoimovine koja se smatra financijskim instrumentima. Većina ispitanika podržala je i postupni regulatorni pristup u kojem bi se prvo osigurala pravna jasnoća u pogledu uporabe DLT-a uz odobrenje (tj. samo za registrirane članove) u području trgovanja i usluga nakon trgovanja, kojima je dana prednost u odnosu na mreže bez odobrenja (u kojima svaki subjekt može sudjelovati bez registracije) jer su ti DLT-i još u ranoj fazi razvoja. Kad je riječ o „stabilnim kriptovalutama" i „globalnim stabilnim kriptovalutama", većina ispitanika podržala je utvrđivanje nekoliko zahtjeva za izdavatelje i/ili upravitelje pričuve. Manjina dionika smatrala je da bi proširenje područja primjene Direktive EMD2 bilo najprimjereniji regulatorni pristup.

C. Učinci opcije kojoj se daje prednost

Koje su koristi opcija kojima se daje prednost?

Prvo, mjere bi omogućile razvoj kriptoimovine kao brzog i jeftinog sredstva plaćanja koje se može natjecati, osobito u slučaju prekograničnih transakcija, s postojećim platnim instrumentima. Ušteda troškova bila bi osobito važna u području novčanih pošiljki. Procjenjuje se da bi ona mogla godišnje iznositi od 220 do 570 milijuna EUR. To će pridonijeti i povećanju financijske uključenosti unutar EU-a. Drugo, okvir će omogućiti i trgovačkim društvima iz EU-a izdavanje kriptoimovine i tokena vrijednosnih papira u EU-u, što će trgovačkim društvima iz EU-a, među ostalim i MSP-ovima, poslužiti kao dopunski instrument financiranja. Treće, uspostavom prilagođenog režima za kriptoimovinu koja nije financijski instrument proširila bi se pravila za zaštitu potrošača i na tu kriptoimovinu i zajamčili integritet i stabilnost tržišta. Opcije kojima se daje prednost stoga će pridonijeti ciljevima unije tržišta kapitala diversifikacijom izvora financiranja poduzeća u EU-u koja čine alternativu bankovnom kreditiranju. Ne može se procijeniti ukupno dodatno financiranje koje će postati dostupno izdavanjem kriptoimovine jer ono ovisi o raznim vanjskim čimbenicima (kao što je potreba izdavatelja za financiranjem, trenutačno raspoloženje na tržištu i odgovor konkurencije iz drugih kanala financiranja). Međutim, očekuje se da će troškovi financiranja izdavanja kriptoimovine biti od 20 do 40 % niži od inicijalne javne ponude tradicionalnih vrijednosnih papira usporedive veličine. Treće, opcija kojoj se daje prednost trebala bi pozitivno utjecati na trgovanje i usluge nakon trgovanja tokenima vrijednosnih papira osiguranjem pravne jasnoće o načinu primjene postojećih propisa, uklanjanjem regulatornih prepreka i stvaranjem namjenskog okvira za tržišne infrastrukture DLT. Procijenjeno godišnje povećanje učinkovitosti koje bi se moglo ostvariti širokom uporabom DLT-a i tokena vrijednosnih papira na tržištima kapitala u EU-u iznosi 540 milijuna EUR. Međutim, neovisno o regulatornim pitanjima, puno uvođenje tokena vrijednosnih papira i DLT-a u cijelom lancu trgovanja i usluga nakon trgovanja ovisit će i o rješavanju tehnoloških problema (kao što su skalabilnost i interoperabilnost različitih mreža koje se temelje na DLT-u). Stoga će predviđene mjere biti tek prvi korak koji će omogućiti da se u srednjoročnom ili dugoročnom razdoblju postignu povećanja učinkovitosti zahvaljujući olakšanju inovacija i postupnom određivanju standarda na razini EU-a.

Koji su troškovi opcije kojoj se daje prednost (ako takve opcije nema, navesti troškove glavnih opcija)?

U okviru opcija kojima se daje prednost nastat će troškovi usklađivanja za izdavatelje „stabilnih kriptovaluta” i pružatelje usluga povezanih s kriptoimovinom koji trenutačno nisu obuhvaćeni financijskim propisima EU-a. Očekuje se da će zbog primjene predviđenog novog režima trenutačno neregulirani pružatelj usluga povezanih s kriptoimovinom morati jednokratno izdvojiti od 2,8 do 16,5 milijuna EUR, dok će tekući troškovi usklađivanja iznositi od 2,2 do 24 milijuna EUR, ovisno o broju subjekata koji će zatražiti odobrenje za rad. Za pravna pojašnjenja i pokretanje pilot-režima za tokene vrijednosnih papira mjestima trgovanja koja odluče uvrstiti te tokene nastat će tek manji troškovi usklađivanja. Očekuje se da će operateri novih tržišnih infrastruktura DLT za odobrenje za rad i tekuće troškove usklađivanja morati izdvojiti otprilike isti iznos kao multilateralne trgovinske platforme kojima je izdano odobrenje za rad prema direktivi MiFID II. Nisu se mogli procijeniti dodatni troškovi izdavatelja globalnih stabilnih kriptovaluta jer takvi tokeni za sada ne postoje na tržištu. Izdavatelji kriptoimovine koja nije obuhvaćena postojećim regulatornim okvirom morat će objaviti dokument s ključnim informacijama. Procjenjuje se da će se ukupni troškovi (uključujući pravne troškove) kretati u rasponu od 35 000 do 75 000 EUR po izdanju, uključujući moguće pravne i ostale troškove.

Kakav će učinak biti na poduzeća, MSP-ove i mikropoduzeća?

Opcije kojima se daje prednost trebale bi općenito pozitivno utjecati na MSP-ove. Njima bi se trebali povećati izvori nebankovnog financiranja za MSP-ove razvojem inicijalnih ponuda povezanih s kriptovalutama (eng. *initial coin offerings*, ICO) i ponuda povezanih s tokenima vrijednosnih papira (*securities token offerings*, STO). ICO-i mogu biti prilika novoosnovanim poduzećima da prikupe znatna sredstva u ranoj fazi razvoja i ujedno ostvare uštede troškova u usporedbi s inicijalnim javnim ponudama. Troškovi financiranja kriptoimovine u okviru režima trebali bi biti od 20 do 40 % niži od istih troškova inicijalnih javnih ponuda slične veličine. U okviru opcije kojoj se daje prednost nastali bi i troškovi usklađivanja za MSP-ove izdavatelje kriptoimovine, a procjenjuje se da bi mogli iznositi približno 35 000 EUR po izdanju.

Hoće li to znatno utjecati na nacionalne proračune i uprave?

Zbog opcija kojima se daje prednost nacionalna nadležna tijela država članica morala bi izdvojiti određeni iznos za troškove nadzora. Procjenjuje se da bi jednokratni troškovi nadzora izdavatelja kriptoimovine i pružatelja usluga povezanih s kriptoimovinom na koje se odnose novi zahtjevi iznosili približno 140 000 EUR te da bi se tekući troškovi kretali u rasponu od 350 000 do 500 000 EUR godišnje. Za troškove nove tržišne infrastrukture DLT nacionalna nadležna tijela morala bi izdvojiti od 150 000 do 250 000 EUR godišnje. U ovoj je fazi teško procijeniti troškove za nadzor izdavatelja „stabilnih kriptovaluta” jer će oni ovisiti o primijenjenim poslovnim modelima. Ti će se troškovi djelomično prebiti naknadama koje će nacionalna nadležna tijela naplaćivati

nadziranim subjektima.
Hoće li biti drugih bitnih učinaka?
Opcijama kojima se daje prednost potaknula bi se konkurentnost EU-a jer bi novi sudionici na tržištu mogli razviti tržišne infrastrukture temeljene na DLT-u za trgovanje tokenima vrijednosnih papira i/ili njihovu namiru koje će srednjoročno i dugoročno biti konkurencija postojećim infrastrukturama. Pilot-režim za tržišnu infrastrukturu DLT omogućit će sudionicima na tržištu EU-a i da se natječu sa subjektima s poslovnim nastanom u trećim zemljama koje su uspostavile povoljne režime za uvođenje DLT-a. Opcija kojoj se daje prednost trebala bi ograničiti negativan utjecaj na okoliš. Tradicionalni financijski sektor uglavnom upotrebljava DLT koji se temelji na odobrenjima i troši manje energije. Nadalje, za određene DLT-e bez odobrenja koji se upotrebljavaju za izdanja određene kriptoimovine planira se prelazak na drukčije mehanizme konsenzusa (koji omogućuju potvrdu transakcije s pomoću DLT-a) koji zahtijevaju manju količinu energije.
D. Daljnje mjere
Kada će se ta politika preispitati?
Komisija će pratiti utjecaj opcija kojima se daje prednost i ocijenit će jesu li djelotvorne u ostvarivanju navedenih ciljeva (povećanje pravne sigurnosti, osiguranje zaštite potrošača, integriteta tržišta, financijske stabilnosti i podupiranje inovacija) na temelju popisa preciznih pokazatelja.