

Sonderbericht

Investmentfonds:

Die Maßnahmen der EU haben noch nicht zu einem echten Binnenmarkt zum Vorteil der Anleger geführt



EUROPÄISCHER
RECHNUNGSHOF

Inhalt

	Ziffer
Zusammenfassung	I - X
Einleitung	01 - 11
Der Investmentfondsmarkt in Europa	01 - 07
Regelungsrahmen	08 - 10
Zuständigkeiten der EU und der Mitgliedstaaten	11
Prüfungsumfang und Prüfungsansatz	12 - 15
Bemerkungen	16 - 125
Die Ziele der gesetzgebenden Organe der EU wurden nur in begrenztem Umfang erreicht	16 - 33
Die Ziele der gesetzgebenden Organe der EU im Hinblick auf einen Binnenmarkt für Investmentfonds waren sehr ehrgeizig	16 - 17
Das Pass-System hat nicht zu einem echten Binnenmarkt geführt	18 - 25
Legislativvorschläge haben nur begrenzte Auswirkungen	26 - 31
Umsetzung erfolgte nicht immer fristgerecht	32 - 33
Die ESMA hat ihre Anstrengungen zur Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz und zur Förderung einer wirksamen Beaufsichtigung intensiviert, die Fortschritte sind aber gering	34 - 68
Die ESMA verfügt über Instrumente zur Förderung der aufsichtlichen Konvergenz	39
Die ESMA hat ihre Konvergenztätigkeit intensiviert	40 - 41
Es liegen nur wenige Belege für die Auswirkungen vor, und es gibt keinen Mechanismus zur Messung der Wirksamkeit	42 - 60
Im Zuge der Tätigkeiten der ESMA wurden Schwachstellen bei der Beaufsichtigung sowie mögliche Wettbewerbsverzerrungen festgestellt	61 - 68
Die Kommission und die ESMA haben Schritte eingeleitet, um Anleger besser zu schützen, doch die Kosten bleiben hoch	69 - 92
EU-Rechtsvorschriften umfassen zahlreiche Maßnahmen zum Schutz von Anlegern	70 - 72

Trotz verschiedener Maßnahmen der EU ist die Transparenz nach wie vor ein Problem	73 - 82
Die ESMA, die Kommission und die zuständigen nationalen Behörden haben dazu beigetragen, eine allmähliche Verringerung der Kosten von OGAW einzuleiten	83 - 92
Bei der Ermittlung von Systemrisiken sind weitere Fortschritte erforderlich	93 - 111
Die Bewertung und die Weiterverfolgung von Systemrisiken befinden sich noch im Anfangsstadium	94 - 102
Es gibt keine aufsichtlichen Stresstests, und die Weiterverfolgung der Simulationen ist unzureichend, auch wenn sie auf den Weg gebracht wurde	103 - 107
Die Leitlinien zu internen Stresstests sind zweckmäßig, doch die Ergebnisse von Stresstests werden nicht wirksam genutzt	108 - 111
Lücken und Überschneidungen bei der Datenerfassung erschweren die Ermittlung von Risiken für die Finanzstabilität und die Anleger	112 - 125
Das Fehlen harmonisierter Berichtspflichten für OGAW beeinträchtigt die Möglichkeiten der ESMA, die Fähigkeit zur Krisenbewältigung von Fonds zu bewerten und Stresstests durchzuführen	114 - 120
Einige wesentliche Berichtspflichten sind nach der AIFM-Richtlinie nicht vorgeschrieben	121 - 122
Nationale Zentralbanken erheben Daten für die statistische Berichterstattung, die aber für die ESMA bzw. den ESRB nicht verfügbar sind	123 - 125
Schlussfolgerungen und Empfehlungen	126 - 138
Anhang	
Anhang – Datenerhebung und Informationsaustausch zu AIF und OGAW	
Akronyme und Abkürzungen	
Glossar	
Antworten der Kommission und der ESMA	
Zeitschiene	
Prüfungsteam	

Zusammenfassung

I Investmentfonds bündeln Kapital und investieren es über ein Portfolio von Vermögenswerten. Sie spielen eine wichtige Rolle in der Kapitalmarktunion, indem sie das Wachstum beschleunigen, Arbeitsplätze schaffen und die Autonomie der EU verbessern. Die Unionsbürger halten etwa ein Viertel der Anteile aller Fonds in der EU direkt, doch auch ihre indirekte Beteiligung über Verträge mit Lebensversicherungen und Pensionsfonds ist erheblich. Ziel der EU ist es, einen wettbewerbsfähigen Binnenmarkt zu schaffen, der den Unionsbürgern eine breitere Auswahl an kostengünstigeren und gleichzeitig zuverlässigen Anlageprodukten bietet und die Finanzstabilität in der gesamten EU gewährleistet.

II Investmentfonds mit Sitz in der Union hielten 2020 Vermögenswerte in Höhe von 18,8 Billionen Euro, von denen sich knapp zwei Drittel im Besitz privater Haushalte befanden, woran sich die Notwendigkeit eines wirksamen Verbraucherschutzes zeigt. Mit dem von der EU eingerichteten Regelungsrahmen für Investmentfonds soll sichergestellt werden, dass im gesamten Binnenmarkt ähnliche Vorschriften angewendet werden. Trotz der Bemühungen um Weiterentwicklung des Binnenmarkts ist die Investmentfondsbranche nach wie vor auf wenige Mitgliedstaaten konzentriert. Der Rechtsrahmen besteht hauptsächlich aus Richtlinien, die von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt werden müssen, was zu erheblichen regulatorischen Unterschieden führt. Die ESMA, eine EU-Behörde, ist damit beauftragt, eine wirksame und kohärente Aufsicht in der gesamten EU sicherzustellen und zusammen mit dem ESRB die Risiken für die Finanzstabilität zu überwachen.

III Die Prüfung des Hofes umfasst den Zeitraum von 2016 bis Juli 2021 und hatte den Aufbau eines Binnenmarkts für Investmentfonds durch die EU zum Gegenstand. Der Hof bewertete, ob der Regelungsrahmen wirksam ist, ob die Tätigkeit der EU die aufsichtliche Konvergenz in den Mitgliedstaaten gefördert hat und ob die EU die Risiken für Anleger, Märkte und die Finanzstabilität wirksam gemindert hat. Im Zuge dieser Prüfung wurden Schwachstellen beim legislativen Ansatz der Kommission und den Maßnahmen der ESMA bezüglich Investmentfonds ermittelt sowie Empfehlungen für Verbesserungen abgegeben. Die Prüfung trägt daher dazu bei, die Wirksamkeit und Wirtschaftlichkeit der Finanzaufsicht und des Anlegerschutzes zu verbessern.

IV Der Hof gelangt zu dem Schluss, dass die Maßnahmen der EU die Schaffung eines Binnenmarkts für Investmentfonds ermöglicht haben, und zwar insbesondere durch die Einführung des Pass-Systems, dass aber echte grenzüberschreitende Tätigkeiten und Vorteile für Anleger nach wie vor begrenzt sind. Darüber hinaus wurden bei der

Kohärenz und Wirksamkeit der Fondsaufsicht und des Anlegerschutzes Mängel festgestellt. Geringfügige Überarbeitungen des Rechtsrahmens werden nicht ausreichen, um einen echten Binnenmarkt zu verwirklichen.

V Die ESMA hat sich bemüht, die aufsichtliche Konvergenz zu stärken, was zu einer leicht verbesserten Qualität der Aufsicht und weniger Abweichungen geführt hat. Die ESMA kann diese Fortschritte jedoch nicht messen und hat nur begrenzte Kenntnisse darüber, ob in den Mitgliedstaaten ein gleichwertiges Maß an Aufsicht ausgeübt wird. Dennoch wurden im Zuge der Tätigkeiten der ESMA Schwachstellen in der nationalen Aufsicht und abweichende Vorgehensweisen ermittelt. Um eine kohärente Aufsicht zu erreichen, ist die Behörde auf das Entgegenkommen der nationalen Aufsichtsbehörden und die Bereitschaft ihres eigenen Rates der Aufseher angewiesen. Nach den Feststellungen des Hofes wurde von beiden Seiten ein weiches Instrumentarium zur Erhöhung der Konvergenz bevorzugt, dessen Wirksamkeit noch nicht nachgewiesen ist und das häufig nicht zu einer wirksamen und kohärenten Aufsicht führte.

VI Die Maßnahmen der EU führten zu einem besseren Anlegerschutz. Beispielsweise wurde mehr Transparenz für Anleger geschaffen, insbesondere im Hinblick auf Anlagerisiken, Wertentwicklung und Kosten. Die Anleger sind jedoch nach wie vor nicht ausreichend vor unangemessenen Kosten oder einseitiger Beratung durch Finanzintermediäre geschützt. Daher sehen sich Anleger höheren Kosten gegenüber, und es können ihnen weniger geeignete Produkte verkauft werden, als es wünschenswert wäre.

VII Die ESMA und der ESRB überwachen Systemrisiken und erstatten darüber Bericht. Bislang wurde keine Bestandsaufnahme der in den Mitgliedstaaten angewandten Verfahren zur Überwachung von Systemrisiken durchgeführt. Die ESMA hat nicht wie vorgeschrieben aufsichtliche Stresstests durchgeführt, sie hat aber Stresssimulationen auf der Grundlage von Marktdaten vorgenommen. Die wirksame Überwachung von Systemrisiken und Risiken für Anleger hängt von der Verfügbarkeit geeigneter Daten ab. Es gibt jedoch keine harmonisierten Berichtspflichten für OGAW, und die Berichterstattung über AIF erfolgt nicht ausreichend detailliert. Bislang haben die ESMA und der ESRB die Möglichkeit der Nutzung vorhandener, von den Zentralbanken erhobener Daten nicht umfassend geprüft und sich stattdessen auf weniger verlässliche Daten kommerzieller Anbieter gestützt.

VIII Der Hof empfiehlt der Kommission,

- o die Eignung des bestehenden Rahmens für die Erreichung der gewünschten Ziele zu bewerten;

- in Erwägung zu ziehen, Änderungen an der Leitungsstruktur der ESMA vorzuschlagen;
- die Datenerhebung zu vereinfachen und die Berichtsregelungen zu aktualisieren.

IX Der Hof empfiehlt der ESMA,

- die Wirksamkeit ihrer Konvergenztätigkeit zu steigern;
- in Zusammenarbeit mit dem ESRB die Ermittlung von Systemrisiken zu verbessern.

X Die Kommission und die ESMA sollten

- Anleger besser vor unangemessenen Kosten und irreführenden Informationen schützen.

Einleitung

Der Investmentfondsmarkt in Europa

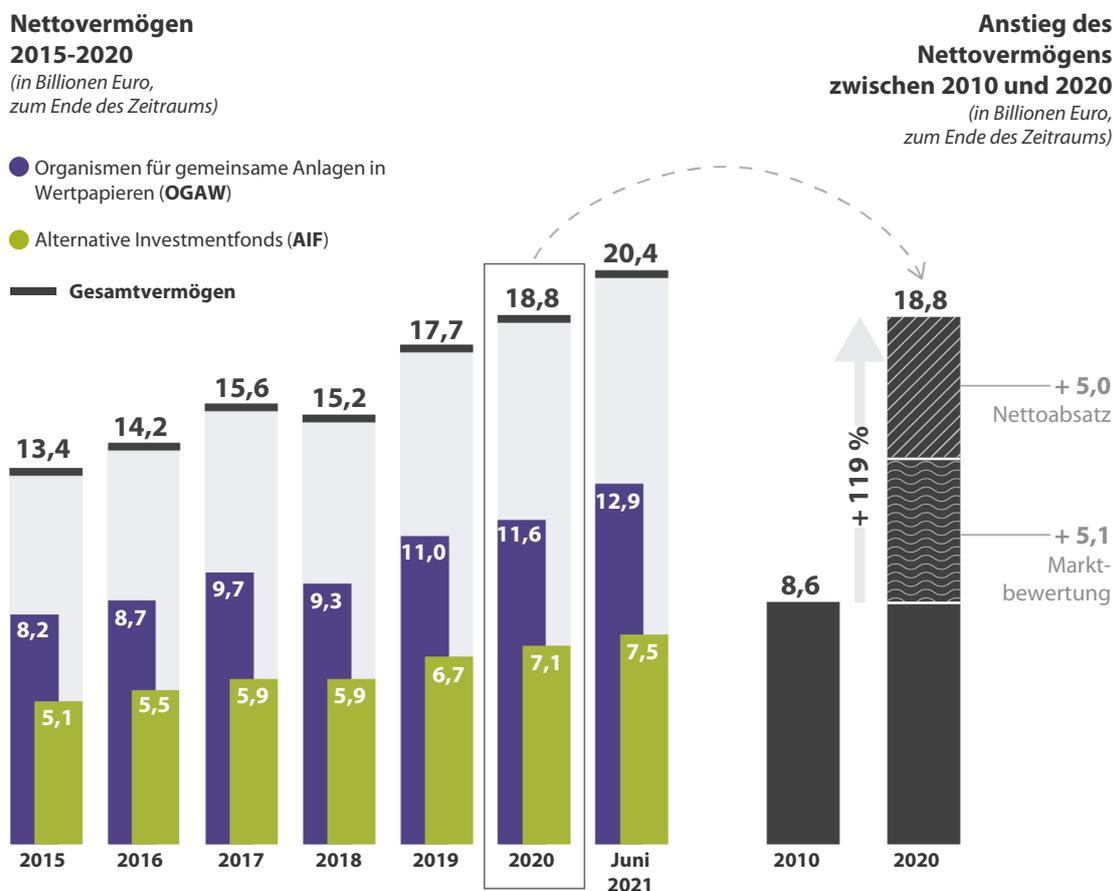
01 Investmentfonds bündeln das Kapital von Anlegern und investieren es über ein Portfolio von Vermögenswerten wie Aktien, Anleihen und Immobilien gemäß einer definierten Anlagepolitik und dem Grundsatz der Risikostreuung. Sie spielen eine wichtige Rolle in der Kapitalmarktunion, der Initiative der EU, die dafür sorgen soll, dass Investitionen in die gesamte Union fließen, wodurch das Wachstum beschleunigt wird, Arbeitsplätze geschaffen werden und die Autonomie der EU verbessert wird. Ziel ist es, einen wettbewerbsfähigen Binnenmarkt zu schaffen und Anlegern eine breite Auswahl an kostengünstigeren, aber zuverlässigen Anlageprodukten zu bieten.

02 Ende 2020 belief sich der Nettoinventarwert der 64 000 Investmentfonds mit Sitz in der Union auf 18,8 Billionen Euro, sodass die EU mit Blick auf die verwalteten Vermögenswerte der zweitgrößte Markt für Investmentfonds in der Welt nach den Vereinigten Staaten ist. Mehr als 60 % dieses Betrags (11,6 Billionen Euro) war in Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) angelegt, die hauptsächlich auf Kleinanleger ausgerichtet sind. Zu den alternativen Investmentfonds (AIF), auf die etwa 7,1 Billionen Euro des Nettoinventarwerts entfallen, zählen alle Fonds mit Ausnahme von OGAW (d. h. Immobilieninvestmentfonds, Private-Equity-Fonds, bestimmte Geldmarktfonds, Hedgefonds und sonstige Fonds). Diese Art von Fonds richtet sich in erster Linie an professionelle Anleger.

03 Bei europäischen Investmentfonds war in den vergangenen Jahren ein kontinuierliches Wachstum zu verzeichnen. Zwischen 2011 und 2020 wurde eine Zunahme ihres Nettoinventarwerts um 119 % verzeichnet (d. h. mehr als 10 Billionen Euro), und jedes Jahr waren Nettozuflüsse festzustellen, da der Wert der Neukäufe durchweg höher als der Wert der Rücknahmen war. Etwa die Hälfte dieses Wachstums lässt sich durch den Nettoabsatz von Investmentfonds und die andere Hälfte durch Marktbewertungen erklären (siehe [Abbildung 1](#)). Seit die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie)¹ 2011 angenommen wurde, ist der Nettoinventarwert der alternativen Investmentfonds in der EU schneller gewachsen als der der OGAW, wobei sich ihr Marktanteil von 27 % der EU-Fonds Ende 2010 auf 38 % zehn Jahre später erhöht hat.

¹ [Richtlinie 2011/61/EU](#) vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds.

Abbildung 1 – Nettovermögen der europäischen Investmentfonds nach Fondsart (2015-2020) und Anstieg des Nettovermögens (2009-2020)

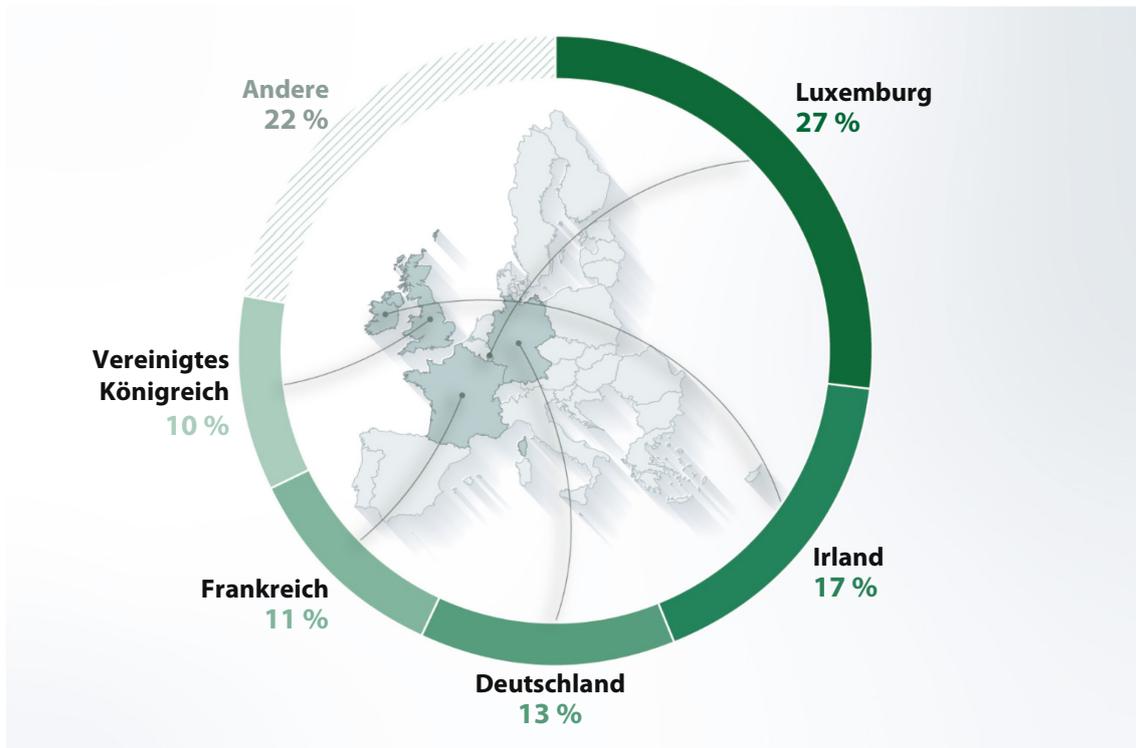


Quelle: EFAMA, Fact Book 2020, S. 8.

04 Obwohl das Volumen der in der EU domizilierten Fonds zugenommen hat, sind sie nach wie vor deutlich kleiner als ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten. Darüber hinaus sind nach wie vor die meisten der weltweit größten Vermögensverwalter in den Vereinigten Staaten niedergelassen. Nur zwei der 20 weltweit größten Vermögensverwalter haben ihren Sitz in der Union.

05 Die überwiegende Mehrheit der europäischen Investmentfonds hat ihren Sitz in nur wenigen Ländern. 2020 wurden knapp 80 % der gesamten verwalteten Nettovermögenswerte in Luxemburg (4,7 Billionen Euro), Irland (3,08 Billionen Euro), Deutschland (2,39 Billionen Euro), Frankreich (1,97 Billionen Euro) und im Vereinigten Königreich (1,75 Billionen Euro) verwaltet (siehe [Abbildung 2](#)). Was OGAW angeht, so ist mehr als die Hälfte des gesamten Nettovermögens in Fonds angelegt, die in Luxemburg oder Irland domiziliert sind. 70 % aller verwalteten Vermögenswerte in der EU wurden von Fonds gehalten, die in nur einem Mitgliedstaat für den Vertrieb zugelassen oder registriert waren. 37 % der OGAW und 3 % der AIF waren für den Vertrieb in mehr als drei Mitgliedstaaten registriert.

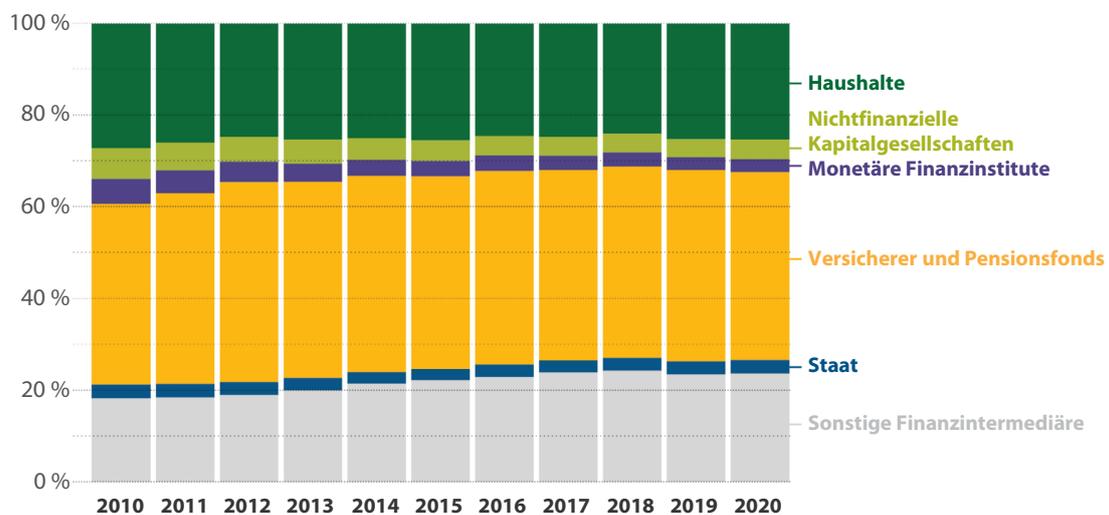
Abbildung 2 – Aufschlüsselung des Nettovermögens nach Fondsdomizil im Jahr 2019 in der EU



Quelle: Europäischer Rechnungshof auf der Grundlage von Daten der EFAMA.

06 Institutionelle Anleger halten knapp zwei Drittel des Nettoinventarwerts der Investmentfonds. Private Haushalte halten etwa ein Viertel der Vermögenswerte aller Fonds direkt (siehe [Abbildung 3](#)), doch auch ihre indirekte Beteiligung an Investmentfonds über Verträge mit Lebensversicherungen und Pensionsfonds ist erheblich.

Abbildung 3 – Besitz von Investmentfonds nach Sektor



Quelle: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Trotz der Zinssätze nahe null halten die europäischen Haushalte nach wie vor einen großen Teil (37 % mit Stand Ende 2020) ihrer finanziellen Vermögenswerte in Einlagen, was mehr als das Doppelte wie in den Vereinigten Staaten ist (16 %). Der Anteil der Investmentfonds hat sich von 8,3 % im Jahr 2011 auf 12,1 % im Jahr 2017 erhöht.

Regelungsrahmen

08 Die wichtigsten Rechtsvorschriften sind die Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie)² sowie die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie). Diese Richtlinien unterscheiden sich in Geltungsbereich und Inhalt. Die OGAW-Richtlinie dient der Regulierung von Produkten, während bei der AIFM-Richtlinie die Anforderungen für Verwalter im Mittelpunkt stehen. Bei beiden handelt es sich um Richtlinien zur Mindestharmonisierung, die es nationalen Gesetzgebern ermöglichen, weitere und strengere Vorschriften als die im EU-Recht festgelegten Mindestnormen zu erlassen. In der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) sind Anforderungen an die Unternehmensführung und die Organisation für Wertpapierfirmen festgelegt, d. h. für Unternehmen, die Fonds an Kleinanleger verkaufen.

09 Die ursprüngliche OGAW-Richtlinie wurde mehrmals überarbeitet, und die Kommission hat am 25. November 2021 im Rahmen der Überarbeitung der AIFM-Richtlinie eine weitere Änderung vorgeschlagen. Mit den 2019 eingeführten Änderungen am Rahmen für OGAW und AIFM sollten verordnungsrechtliche Hindernisse für den grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds beseitigt werden (Paket zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds). Darüber hinaus deckt das EU-Recht spezifische Arten von Fonds ab, z. B. Geldmarktfonds (Verordnung über Geldmarktfonds).

10 Eines der zentralen Ziele der OGAW- und der AIFM-Richtlinie ist es, die grenzüberschreitenden Tätigkeiten von Fondsverwaltern und Investmentfonds zu

² [Richtlinie 2009/65/EG](#) vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Neufassung).

erleichtern. Mit den beiden Richtlinien wurde ein Verwaltungs- und ein Vertriebspass für Fonds und Fondsverwalter mit Sitz in der EU eingeführt:

- Der **Verwaltungspass** ermöglicht einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft oder einem Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM), die bzw. der in einem Mitgliedstaat zugelassen ist, ihre bzw. seine Geschäftstätigkeit in anderen EU-Mitgliedstaaten auszuüben, sei es im Rahmen der Dienstleistungsfreiheit oder durch die Gründung einer Zweigniederlassung. Zwar unterliegt eine solche grenzüberschreitende Tätigkeit einem Anzeigeverfahren zwischen den zuständigen nationalen Behörden in den betreffenden Mitgliedstaaten, doch muss sich der Fondsverwalter keinem weiteren Zulassungsverfahren unterziehen.
- Mit dem **Vertriebspass** können OGAW oder AIF, die von der zuständigen nationalen Behörde in einem Mitgliedstaat zugelassen sind, in anderen EU-Mitgliedstaaten grenzüberschreitend vertrieben werden, ohne dass eine Zulassung von den nationalen zuständigen Behörden der Aufnahmemitgliedstaaten erforderlich ist. Während der Vertriebspass für OGAW den Vertrieb von OGAW an Klein- und institutionelle Anleger ermöglicht, ist der Vertriebspass für AIF auf den Vertrieb an professionelle Anleger beschränkt. Wie beim Verwaltungspass wird die Zulassung durch ein Anzeigeverfahren zwischen den zuständigen nationalen Behörden in den verschiedenen EU-Mitgliedstaaten ersetzt.

Zuständigkeiten der EU und der Mitgliedstaaten

11 Das europäische System für die Fondsaufsicht umfasst eine Reihe von Akteuren auf EU- und nationaler Ebene. Während die Organe der EU für die zugrunde liegenden Legislativ- und Koordinierungstätigkeiten zuständig sind, ist jeder Mitgliedstaat für die Umsetzung des EU-Rechts und die Beaufsichtigung von Investmentfonds innerhalb seines Hoheitsgebiets verantwortlich:

- Die Europäische Kommission, insbesondere ihre Generaldirektion Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion (GD FISMA), ist für politische Initiativen hinsichtlich des Finanzsektors zuständig, einschließlich der Vorlage von Vorschlägen für Richtlinien und Verordnungen.
- Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) ist eine unabhängige EU-Behörde, die für den Anlegerschutz und die Förderung von stabilen und ordnungsgemäß funktionierenden Finanzmärkten zuständig ist. Zu den Aufgaben der ESMA gehören die aufsichtliche Konvergenz sowie die Ermittlung von Risiken für die Finanzstabilität und die Anleger; in dieser Hinsicht

ist die ESMA mit den anderen Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESA) vergleichbar, deren Strukturen und Herausforderungen ähnlich sind.

- Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) ist für die Finanzaufsicht auf Makroebene in der EU zuständig. Er arbeitet mit der ESMA und den übrigen Aufsichtsbehörden eng zusammen.
- Die Zuständigkeit für die Beaufsichtigung von Fonds und Fondsverwaltern liegt – im Einklang mit den einzelstaatlichen Gesetzen, die den im EU-Recht festgelegten Mindestnormen entsprechen müssen, bzw. im Einklang mit dem direkt anwendbaren EU-Recht – bei den zuständigen nationalen Behörden. Die zuständigen nationalen Behörden sind stimmberechtigte Mitglieder des Rates der Aufseher der ESMA und wirken an der Tätigkeit des ESRB mit.

Prüfungsumfang und Prüfungsansatz

12 Der Hof führte diese Prüfung durch, um dem hohen öffentlichen Interesse an Investmentfonds Rechnung zu tragen, die für die EU mit Blick auf die Entwicklung der Kapitalmarktunion von besonderer Bedeutung sind. Sie sind für Anleger und im Hinblick auf die Finanzstabilität mit Risiken behaftet. Die Prüfung umfasste den Zeitraum von 2016 bis Juli 2021.

13 Gegenstand der Prüfung war die Frage, ob die EU einen echten Binnenmarkt für Investmentfonds geschaffen hat, mit dem Anlegerschutz und Finanzstabilität gewährleistet werden. Des Weiteren wurden die folgenden Unterfragen geprüft:

- Wurde mit den Maßnahmen der EU ein geeigneter Regelungsrahmen geschaffen, der die Entwicklung eines echten Binnenmarkts für Investmentfonds ermöglicht?
- Haben die Maßnahmen der EU die aufsichtliche Konvergenz gefördert?
- Sorgen die Maßnahmen der EU für einen wirksamen Anlegerschutz?
- Werden im Zuge der Maßnahmen der EU Risiken für die Finanzstabilität wirksam bewertet und gemindert?
- Verfügen die EU-Behörden über zuverlässige Daten, um Risiken für die Finanzstabilität und die Anleger zu ermitteln?

14 Die Kriterien für die Prüfung des Hofes beruhen auf den von der Internationalen Organisation der Börsenaufsichtsbehörden (IOSCO) festgelegten internationalen Standards und dem EU-Recht (insbesondere OGAW- und AIM-Richtlinie, Verordnung über Geldmarktfonds und ESMA-Verordnung). In einigen Fällen nimmt der Hof einen Vergleich des EU-Markts mit dem Markt der Vereinigten Staaten vor, welcher der am weitesten entwickelte Kapitalmarkt ist.

15 Im Mittelpunkt der Prüfung standen die von den drei geprüften Stellen (Kommission, ESMA und ESRB) eingeleiteten Maßnahmen. Der Hof führte Befragungen von Mitarbeitern dieser drei Organe bzw. Einrichtungen durch und überprüfte einschlägige Unterlagen. Um weitere Erkenntnisse zu gewinnen, führte der Hof ferner Befragungen von Vertretern von fünf zuständigen nationalen Behörden, mehreren nationalen Investment-Vereinigungen und drei Verbraucherorganisationen durch. Darüber hinaus organisierte der Hof Treffen mit Vertretern der EBA und der EIOPA. Zur Ergänzung der so gewonnenen Informationen führte der Hof eine elektronische Befragung der zuständigen nationalen Behörden, Finanzministerien und

Investmentfondsverbände in allen 27 EU-Mitgliedstaaten durch, um die Meinungen dieser zentralen Interessenträger einzuholen. Die zuständigen nationalen Behörden waren nicht direkt Gegenstand der Prüfung, ihre Rolle als Mitglieder der ESMA wurde jedoch berücksichtigt.

Bemerkungen

Die Ziele der gesetzgebenden Organe der EU wurden nur in begrenztem Umfang erreicht

Die Ziele der gesetzgebenden Organe der EU im Hinblick auf einen Binnenmarkt für Investmentfonds waren sehr ehrgeizig

16 Die Kommission und die gesetzgebenden Organe der EU haben ehrgeizige Ziele im Hinblick auf einen Binnenmarkt für Investmentfonds festgelegt. 1985 wurde die erste OGAW-Richtlinie angenommen, um es Fonds und Fondsverwaltern mit Sitz in einem einzigen Mitgliedstaat zu ermöglichen, ihre Fonds ohne eine Beaufsichtigung durch die Behörden der anderen Mitgliedstaaten EU-weit zu vertreiben. Ziel der gesetzgebenden Organe war es,

- den Vertrieb von Fonds in anderen Mitgliedstaaten zu erleichtern;
- einen wirksameren und einheitlicheren Schutz für Anleger zu gewährleisten;
- die Wettbewerbsbedingungen anzugleichen.

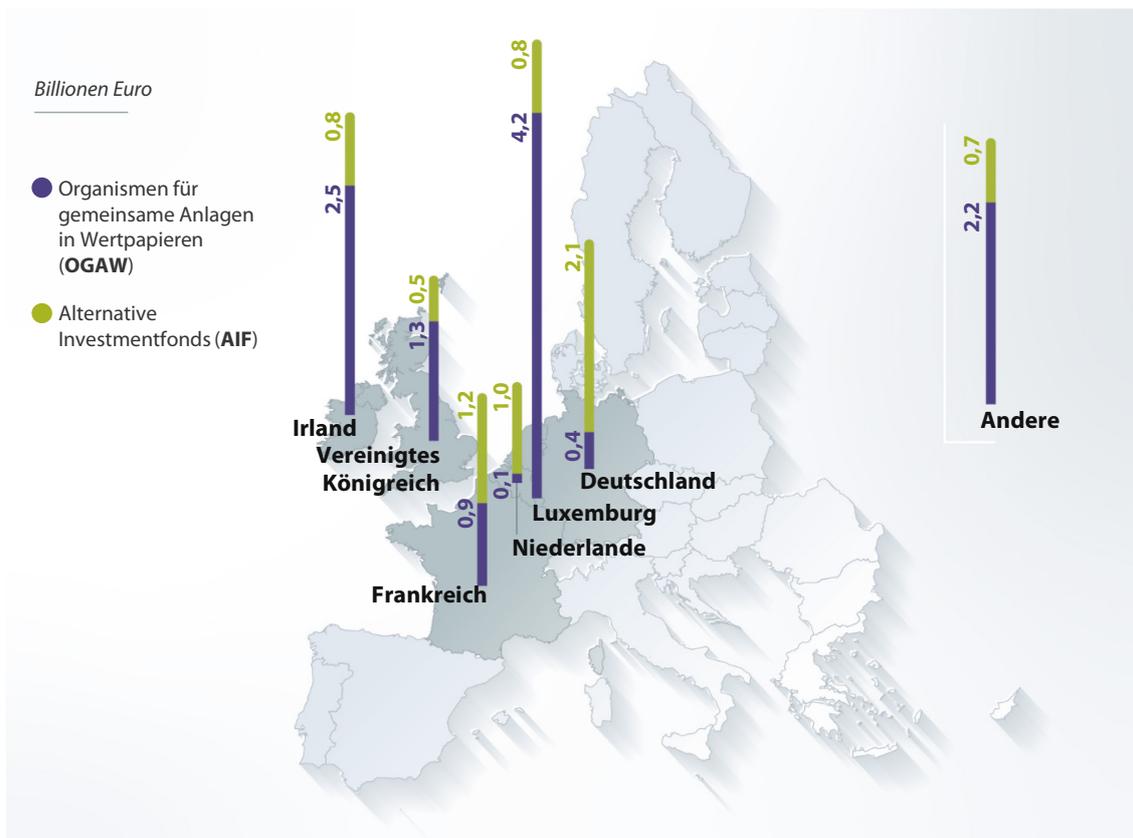
17 Es wurde angenommen, dass ein stärker integrierter Markt für Investmentfonds den Anlegern in der EU eine größere Auswahl bietet und zu neuen Geschäftsmöglichkeiten für die Fondsbranche führt. Die Bedeutung dieser allgemeinen Grundsätze und der Sicherstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen wurde bei der Annahme der AIFM-Richtlinie im Jahr 2013 bekräftigt³.

Das Pass-System hat nicht zu einem echten Binnenmarkt geführt

18 Das Pass-System hat zu einer Konzentration der Fondsdomizile beigetragen. Mit den Maßnahmen der EU wurde ein Vertriebspass und ein Verwaltungspass für Fonds eingeführt (siehe Ziffer **10**). Dennoch ist der europäische Fondsmarkt nach wie vor fragmentiert, und die meisten Fonds haben ihren Sitz in nur wenigen Ländern (siehe **Abbildung 4**).

³ [Richtlinie 2011/61/EU](#) vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, Erwägungsgründe.

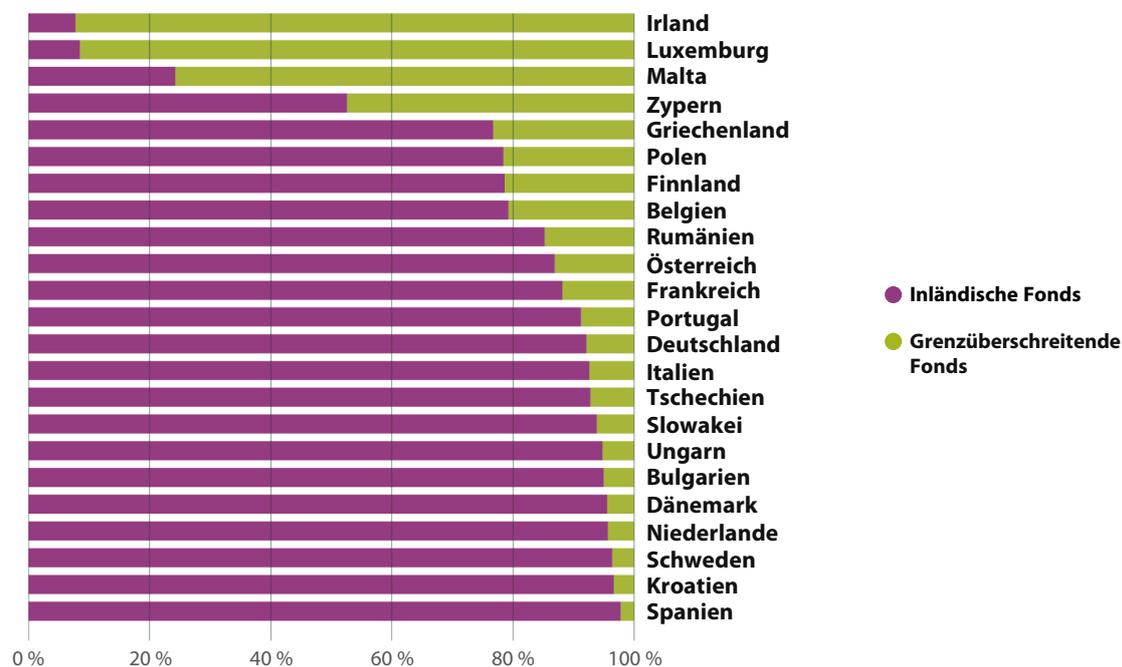
Abbildung 4 – Nettoinventarwert von OGAW und AIF nach Land des Fondsdomizils (in Billionen Euro)



Quelle: Europäischer Rechnungshof auf der Grundlage von Angaben der EFAMA.

19 In den meisten Mitgliedstaaten werden Fonds in erster Linie auf dem Heimatmarkt vertrieben. Dagegen werden Fonds mit Sitz in einigen wenigen Ländern vorwiegend im Ausland vertrieben (siehe [Abbildung 5](#)). Nach Angaben der Europäischen Investment-Vereinigung (EFAMA) entfallen 67 % des Fondsbesitzes in Europa auf lokale Fonds, während dieser Wert vor 10 Jahren noch 73 % betrug.

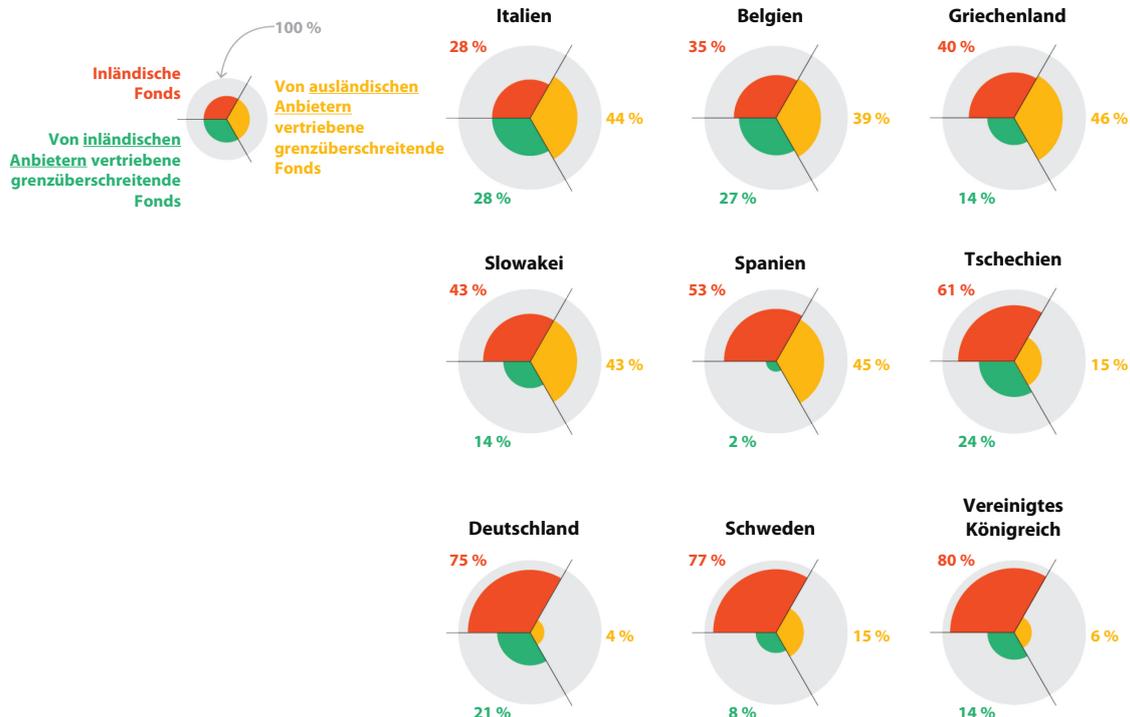
Abbildung 5 – Inländische Fonds im Vergleich zu grenzüberschreitenden Fonds



Quelle: EFAMA, Fact Book 2021, Abbildung 3.16, S. 50.

20 In mehreren EU-Mitgliedstaaten werden die meisten grenzüberschreitenden Fonds von nationalen – und nicht von ausländischen – Vermögensverwaltern vertrieben. In [Abbildung 6](#) findet sich eine Aufschlüsselung des Investmentfondsbesitzes, einschließlich grenzüberschreitender Fonds, die von inländischen Anbietern vertrieben werden.

Abbildung 6 – Fondsbesitz und "echte" grenzüberschreitende Fonds



Quelle: EFAMA, Fact Book 2021, S. 45.

21 Die Kommission bezeichnet dieses Phänomen als "Round-Trip"-Fonds, eine Kategorie von Fonds, die sie nicht als "echte" grenzüberschreitende Fonds betrachtet. Nach Angaben der ESMA werden Fonds häufig für den grenzüberschreitenden Vertrieb gemeldet, aber nicht unbedingt tatsächlich grenzüberschreitend vertrieben. Daher ist der tatsächliche grenzüberschreitende Vertrieb geringer, als die Zahlen nahelegen. In ihrer Folgenabschätzung zu den Vorschlägen für ein Paket zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds aus dem Jahr 2018 kam die Kommission zu dem Ergebnis, dass "Round-Trip"-Fonds weder eine tatsächliche Vertiefung des Binnenmarkts darstellen noch für eine größere Auswahl der Anleger sorgen, und wertete Fälle, in denen ein Fonds in mindestens einem Mitgliedstaat außerhalb des Heimatmarkts seines Verwalters und seines Sitzes vertrieben wird, als besseren Anhaltspunkt für eine grenzüberschreitende Tätigkeit⁴.

22 Gestützt auf die Folgenabschätzung der Kommission zum Paket zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds⁵ ermittelten die gesetzgebenden Organe unterschiedliche regulatorische und aufsichtliche Ansätze als

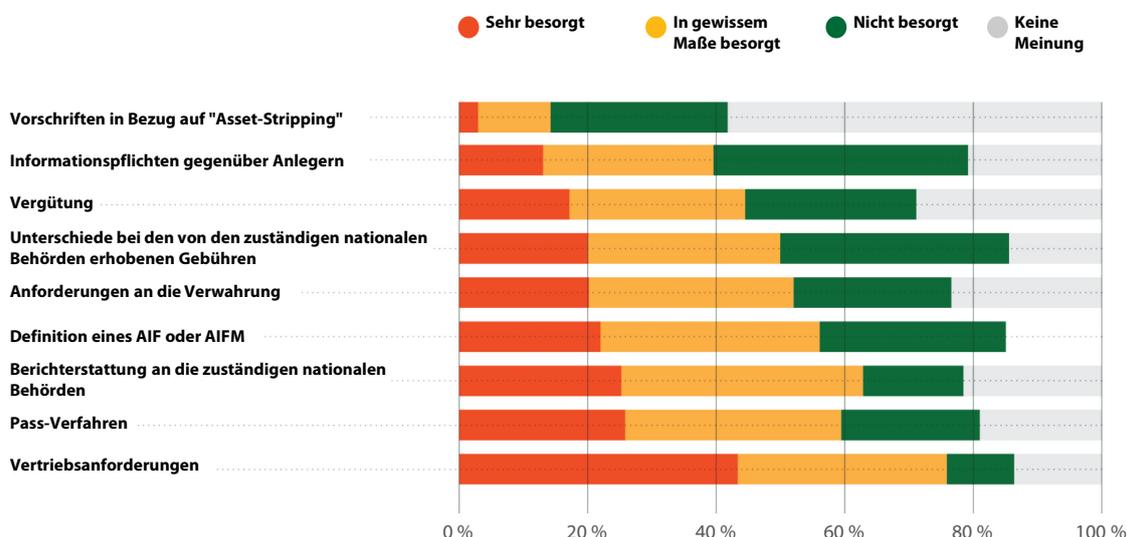
⁴ SWD/2018/054 final vom 12.3.2018, S. 12.

⁵ SWD/2018/054 final vom 12.3.2018, S. 7 und 14.

einen Grund für die Fragmentierung der EU-Fondsmärkte. Des Weiteren stellten sie fest, dass Hindernisse für den grenzüberschreitenden Vertrieb den Vertrieb von Fonds in anderen Mitgliedstaaten erschweren⁶. Daher standen bei dem Legislativpaket insbesondere Maßnahmen im Hinblick auf die voneinander abweichenden nationalen Anforderungen und Regulierungsverfahren bezüglich der Nutzung von EU-Pässen, einschließlich Vertriebsanforderungen, behördlicher Gebühren sowie Verwaltungs- und Anzeigepflichten, im Mittelpunkt.

23 Obwohl nach wie vor divergierende Ansätze bestehen, hat die Kommission nach Ansicht des Hofes nicht nachgewiesen, dass die daraus resultierenden Hindernisse für den Markteintritt tatsächlich der Hauptgrund für die Marktfragmentierung und die geringe Zahl an echten grenzüberschreitenden Fonds sind. Der Hof stellte fest, dass im Rahmen eines Berichts aus dem Jahr 2018 über die Anwendung der AIFM-Richtlinie knapp die Hälfte der befragten Teilnehmer angab, dass die AIFM-Richtlinie in der EU nicht einheitlich angewendet werde. Somit sind nicht die Rechtsvorschriften, sondern die Anwendung in den Mitgliedstaaten das Problem. Diese Unstimmigkeiten waren für die meisten der im Rahmen des Berichts befragten Teilnehmer jedoch kein größerer Grund zur Besorgnis (siehe [Abbildung 7](#)).

Abbildung 7 – Bedenken hinsichtlich der uneinheitlichen Anwendung der AIFM-Richtlinie



Quelle: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)⁷.

⁶ Verordnung (EU) 2019/1156 vom 20. Juni 2019 zur Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Organismen für gemeinsame Anlagen, Erwägungsgrund 1.

⁷ FISMA/2016/105(02)/C, 10. Dezember 2018.

24 Mit der von den gesetzgebenden Organen gewählten Form der Richtlinie werden Mindestnormen festgelegt. In den jeweiligen EU-Richtlinien ist explizit vorgesehen, dass Herkunftsmitgliedstaaten grundsätzlich Vorschriften erlassen können, die strenger sind als die in den Richtlinien festgelegten Vorschriften⁸. Im De-Larosière-Bericht wird betont, dass mit Richtlinien nicht das erforderliche Maß an Harmonisierung erzielt wird, und empfohlen, künftig Rechtsinstrumente zu vermeiden, die eine uneinheitliche Umsetzung und Anwendung ermöglichen⁹. Die Hälfte der zuständigen nationalen Behörden, die die Umfrage des Hofes beantworteten, gab an, dass in den Gesetzen ihrer Mitgliedstaaten tatsächlich strengere Vorschriften vorgesehen sind. Der Hof weist darauf hin, dass einheitliche Vorschriften in Form von Verordnungen möglicherweise geeigneter sind, für gleiche Wettbewerbsbedingungen in der EU zu sorgen.

25 Des Weiteren stellte der Hof fest, dass Richtlinien eine Abwärtsspirale ausgelöst haben. Die Praxis der Überregulierung (d. h. die Festlegung höherer Normen) und die Gespräche des Hofes mit Interessenträgern lassen darauf schließen, dass Länder, die nur die in den Richtlinien vorgeschriebenen Mindestanforderungen umsetzen, einen Wettbewerbsvorteil als Domizilländer gegenüber Ländern haben, die höhere Normen festlegen. In Verbindung mit einer günstigeren Steuerregelung und der Möglichkeit zur Gewinnverlagerung werden der Fondsbranche dadurch starke Anreize zur Wahl des günstigsten Gerichtsstands geboten, was zu Wettbewerbsverzerrungen führt.

Legislativvorschläge haben nur begrenzte Auswirkungen

26 Wie der Hof feststellte, räumte die Kommission in ihrer eigenen Analyse ein, dass ihre Legislativvorschläge nur begrenzte Auswirkungen haben. Die Kommission ermittelte wichtige Faktoren, wie die Besteuerung, die lokale Nachfrage und das Vertriebsnetz, die sich darauf auswirken, für welchen Ort sich Verwalter für den Vertrieb ihrer Investmentfonds entscheiden, auf die das EU-Recht aber keinen Einfluss hat.

27 Zudem stellte der Hof fest, dass das von der Kommission selbst ermittelte Hauptproblem nicht der Rechtsrahmen an sich, sondern der Umstand ist, dass Aufnahmemitgliedstaaten Hindernisse für den Markteintritt errichten. Die Kommission verfügt über Instrumente für Fälle, in denen Mitgliedstaaten Hindernisse für den

⁸ [OGAW-Richtlinie](#), Erwägungsgrund 15; [AIFM-Richtlinie](#), Erwägungsgrund 17.

⁹ [Hochrangige Gruppe zu Fragen der EU-Finanzaufsicht](#), 25. Februar 2009, Erwägungsgründe 100-109 und Empfehlung 10.

Markteintritt errichten oder die zuständigen nationalen Behörden möglicherweise Unionsrecht verletzen. Hier zugehört insbesondere ihre Befugnis als Hüterin der Verträge, Vertragsverletzungsverfahren einzuleiten oder die ESMA zu ersuchen, ein Verfahren wegen "Verletzung von Unionsrecht" auf den Weg zu bringen. Dennoch kam die Kommission zu dem Schluss, dass die verbleibenden Hindernisse am wirksamsten (durch Rechtsvorschriften) auf EU-Ebene beseitigt werden können¹⁰.

28 Folgenabschätzungen, wie etwa diejenige zum Paket zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds, umfassen häufig eine Ex-post-Evaluierung der von der Initiative betroffenen Vorschriften. Die Überprüfung der OGAW-Richtlinie, deren Abschluss ursprünglich für September 2017 erwartet wurde, hat sich jedoch verzögert.

29 Die Kommission hat nie eine umfassende Eignungsprüfung des vollständigen Rechtsrahmens für Investmentfonds durchgeführt. Eine solche Prüfung ist in naher Zukunft auch nicht geplant. Die einzige Eignungsprüfung, die teilweise Investmentfonds zum Gegenstand hatte, war die Eignungsprüfung der aufsichtlichen Anforderungen der EU, die die Kommission 2017-2019 durchführte¹¹.

30 Die Kommission legt mehrjährige Strategiepläne und jährliche Managementpläne fest und erstattet Bericht über das Erreichen ihrer Ziele. Der Hof ermittelte Mängel bei der Leistungsmessung durch die Kommission. Beispielsweise wurde als wichtigster Ergebnisindikator für OGAW im Strategieplan 2016-2020 der Anteil der grenzüberschreitenden OGAW-Fonds in Bezug auf die in der EU verkaufte Gesamtzahl herangezogen. Der Hof stellte fest, dass die Kommission später die Messlatte niedriger ansetzte und die Definition eines grenzüberschreitenden Fonds abänderte, und zwar von einem Fonds, der in mindestens fünf Mitgliedstaaten verkauft wird, zu einem Fonds, der in mindestens drei Mitgliedstaaten verkauft wird.

31 Der Strategieplan 2020-2024 enthält hauptsächlich spezifische horizontale Ziele und die entsprechenden Ergebnisindikatoren. Der Hof stellte fest, dass die meisten Etappenziele und Zielvorgaben, die im Strategieplan 2020-2024 für die Ergebnisindikatoren festgelegt wurden, nicht spezifisch sind. Die Indikatoren müssen relevant, akzeptiert, glaubwürdig, einfach zu überwachen und solide sein und auf dem Rahmen für die interne Kontrolle der Kommission basieren. Es werden Begriffe wie "Anstieg", "positiver Trend" und "Rückgang" verwendet, ohne dass spezifiziert wird,

¹⁰ SWD/2018/054 final vom 12.3.2018, S. 14.

¹¹ Europäische Kommission, [Fitness check of EU supervisory requirements](#), SWD (2019) 402 und 403.

wie hoch ein Anstieg oder Rückgang sein muss, um als zufriedenstellend betrachtet zu werden. Zudem sind die Zielvorgaben für einige Ergebnisindikatoren nicht ambitioniert. Beispielsweise war die Senkung der Kosten für Kleinanleger bereits zum Zeitpunkt der Festlegung der Zielvorgabe erfüllt.

Umsetzung erfolgte nicht immer fristgerecht

32 Die Kommission überprüft die Rechtzeitigkeit, Vollständigkeit und Konformität der Umsetzung von Richtlinien durch die Mitgliedstaaten. Eine verspätete und/oder nicht ordnungsgemäße Umsetzung kann verhindern, dass gleiche Wettbewerbsbedingungen geschaffen werden, und steht dem ordnungsgemäßen Funktionieren des Binnenmarkts im Wege, und die Kommission hat ein Vertragsverletzungsverfahren einzuleiten, um die Mitgliedstaaten nachdrücklich zum Tätigwerden aufzufordern, wenn diese die Annahme der erforderlichen Maßnahmen verzögern.

33 Hinsichtlich der OGAW-Richtlinie und der AIFM-Richtlinie meldeten nur 12 Mitgliedstaaten die Umsetzung innerhalb der Fristen. Darüber hinaus dauerte es weitere acht Jahre, bis die Kommission die Umsetzung der AIFM-Richtlinie für abgeschlossen erachtete.

Die ESMA hat ihre Anstrengungen zur Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz und zur Förderung einer wirksamen Beaufsichtigung intensiviert, die Fortschritte sind aber gering

34 Wie vorstehend beschrieben (siehe Ziffer **08**), nehmen die zuständigen nationalen Behörden die Beaufsichtigung von Investmentfonds und ihren Verwaltern sowie von Wertpapierfirmen und anderen Finanzintermediären auf der Grundlage harmonisierter nationaler Gesetze, nicht aber auf der Grundlage einheitlicher Normen vor. Somit können sich die rechtlichen Anforderungen und die Regulierungspraxis in den einzelnen Mitgliedstaaten unterscheiden.

35 Vor diesem Hintergrund haben die gesetzgebenden Organe der EU der ESMA die folgenden Aufgaben übertragen:

- Beitrag zur Sicherstellung der kohärenten, effizienten und wirksamen Anwendung der geltenden EU-Gesetze;

- o Förderung der Angleichung der Aufsichtspraktiken zur weiteren Stärkung der Kohärenz der Ergebnisse der Aufsicht unter den zuständigen nationalen Behörden, um eine gemeinsame Aufsichtskultur zu schaffen¹².

36 Aufsichtliche Konvergenz bedeutet nicht, dass ein Universalansatz angestrebt wird, sondern eine kohärente und wirksame Umsetzung und Anwendung derselben Vorschriften und ausreichend ähnliche Ansätze für vergleichbare Risiken. Das übergeordnete Ziel besteht darin, vergleichbare Ergebnisse bei Regulierung und Aufsicht zu erzielen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es ausreichend ist, ungeachtet der verwendeten aufsichtlichen Ansätze vergleichbare Ergebnisse zu erzielen.

37 Im De-Larosière-Bericht wird die Bedeutung der Konvergenz für die EU-Finanzmärkte hervorgehoben¹³. 2014 veröffentlichten der IWF, die Kommission und das Europäische Parlament Berichte über das Funktionieren des Europäischen Finanzaufsichtssystems. In diesen wurde der Beitrag der ESMA zur Einführung eines einheitlichen Regelwerks zwar anerkannt, aber es wurde vorgeschlagen, die aufsichtliche Konvergenz stärker in den Mittelpunkt zu stellen¹⁴.

38 Die Kommission betonte darüber hinaus, dass eine wirksamere und einheitlichere Aufsicht von wesentlicher Bedeutung ist, um Möglichkeiten für Aufsichtsarbitrage zu beseitigen, und die ESMA eine zentrale Rolle bei der Förderung der Integration der Kapitalmärkte spielt¹⁵. Dies wurde im Rahmen der Überarbeitungen der ESA-Verordnungen im Jahr 2019 bekräftigt. Die gesetzgebenden Organe der EU hoben hervor, dass "zur Vollendung der Kapitalmarktunion weitere Fortschritte bei der aufsichtlichen Konvergenz dringend nötig" seien¹⁶.

Die ESMA verfügt über Instrumente zur Förderung der aufsichtlichen Konvergenz

39 Der ESMA stehen zahlreiche Instrumente zur Förderung der Konvergenz zur Verfügung, die in drei Kategorien unterteilt werden können: vorbereitende Instrumente, Umsetzungsinstrumente sowie Bewertungs-/Abhilfeeinstrumente. In

¹² Artikel 1 der [ESMA-Verordnung](#).

¹³ [Hochrangige Gruppe zu Fragen der EU-Finanzaufsicht](#), 25. Februar 2009.

¹⁴ [ESMA Strategic Orientation 2016-2020](#), ESMA/2015/935, S. 3.

¹⁵ [COM\(2017\) 292 final](#) vom 8.6.2017, Kapitel 4.1.

¹⁶ Erwägungsgrund 7 der [Verordnung \(EU\) 2019/2175](#) vom 18. Dezember 2019.

Abbildung 8 findet sich eine Übersicht. Die ESMA hat weitere Instrumente geschaffen, wie Erörterungen von Aufsichtsfällen und gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen (CSA).

Abbildung 8 – Übersicht über die Instrumente der ESMA für die aufsichtliche Konvergenz



Quelle: Europäischer Rechnungshof auf der Grundlage der ESMA-Verordnung.

Die ESMA hat ihre Konvergenztätigkeit intensiviert

40 Die ESMA hat ihre Bemühungen im Bereich der aufsichtlichen Konvergenz intensiviert. In ihrer strategischen Ausrichtung 2016–2020 verpflichtete sich die ESMA, mehr Ressourcen für die Förderung der aufsichtlichen Konvergenz zu verwenden, konkretisierte ihre Ziele und legte eine Reihe von spezifischen Bereichen für ihre Konvergenztätigkeit fest. Die ESMA hat seither die Zahl ihrer Bediensteten, die im Bereich Konvergenz auf diesem Gebiet tätig sind, von 5 (5,7 VZÄ) auf 8 (8,7 VZÄ) im Jahr 2020 erhöht.

41 2020 richtete die ESMA einen Rahmen für einen stärker risikobasierten Ansatz für ihre Tätigkeiten zur aufsichtlichen Konvergenz ein. Die relevanten Risiken sind aus einer Heatmap zu ersehen; diese enthält jedoch nur wenige Informationen über die uneinheitliche Anwendung der Vorschriften und über abweichende Vorgehensweisen. Dennoch ist die Heatmap ein positiver Schritt. Bei der Bestimmung der Bereiche für eine risikobasierte Aufsicht in der EU erwies sie sich als wirksam, weniger jedoch bei der Ermittlung von Themen für weitere Konvergenztätigkeiten. Der Hof stellte überdies fest, dass die ESMA erfolgreich einen systematischeren und stärker faktenbasierten Ansatz für die Konvergenztätigkeit umgesetzt hat.

Es liegen nur wenige Belege für die Auswirkungen vor, und es gibt keinen Mechanismus zur Messung der Wirksamkeit

Wirksamkeit der Leitlinien ist nicht belegt

42 In der Vergangenheit zählten vorbereitende Instrumente wie Leitlinien zu den wichtigsten Konvergenzinstrumenten der ESMA. Leitlinien unterliegen dem Mechanismus "Mittragen oder Begründen", d. h. die zuständigen nationalen Behörden müssen der ESMA mitteilen, ob sie die Umsetzung der Leitlinien beabsichtigen oder davon absehen. Die ESMA veröffentlicht für jede Leitlinie Entsprechungstabellen, die regelmäßig aktualisiert werden¹⁷.

43 Der Hof stellte fest, dass die Einhaltung durch die zuständigen nationalen Behörden nicht immer sichergestellt ist. Gemäß der internen Orientierungshilfe der ESMA¹⁸ muss sie die Anwendung der Leitlinien überprüfen und bewerten. Die ESMA befragt zwar die zuständigen nationalen Behörden jährlich zur Einhaltung der Leitlinien, doch hat sie die tatsächliche Einhaltung durch die zuständigen nationalen Behörden erst ein einziges Mal im Rahmen einer Peer-Review überprüft. Dabei zeigte sich, dass die Leitlinien im Hinblick auf die Förderung der aufsichtlichen Konvergenz nicht wirksam waren und dass die zuständigen nationalen Behörden ihnen meist nur in begrenztem Maße so nachkamen, wie dies von ihnen gemeldet worden war (siehe *Kasten 1*).

¹⁷ ESMA Notifications of Compliance with Guidelines – Overview Table.

¹⁸ *Internal Guidance - Guidelines compliance notification process*, ESMA42-110-888, Ziffern 35 und 38.

Kasten 1

Feststellungen aus der Peer-Review zu den Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds (*exchange-traded funds, ETF*) und anderen OGAW-Themen

Bei der Peer-Review wurden die sechs wichtigsten Fondsdomizile in der EU berücksichtigt; dabei zeigte sich, dass keines dieser Domizile die Leitlinien vollständig umgesetzt hatte. Zwei zuständige nationale Behörden kamen den Leitlinien nur teilweise oder unvollständig nach. Die ESMA stuft manche Aufsichtspraktiken in diesen Ländern sogar als Verstoß gegen die Leitlinien ein und erachtete sie als mit dem Gebot gleicher Wettbewerbsbedingungen für OGAW im Binnenmarkt nicht vereinbar. Insgesamt stellte sie erhebliche Unterschiede bei der Anwendung der Leitlinien fest und ermittelte mehrere Bereiche, in denen das Ziel der aufsichtlichen Konvergenz nicht erreicht worden war.

Gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen haben den regelmäßigen Austausch zwischen den Aufsichtsbehörden gefördert und der ESMA die Koordinierung der Aufsichtstätigkeiten der zuständigen nationalen Behörden ermöglicht

44 Gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen sind ein von der ESMA entwickeltes Konvergenzinstrument, ebenso wie Netzwerke zur Koordinierung der Aufsicht und der Austausch mit den zuständigen nationalen Behörden auf der Grundlage von Beschwerden. Die ESMA schätzt diese Instrumente aufgrund ihres zukunftsorientierten Charakters und ihres Beitrags zur Ermittlung von Konvergenzproblemen. Die ESMA hat bereits mehrere gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen in Zusammenhang mit OGAW und der MiFID II auf den Weg gebracht.

45 Gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen und Koordinierungsnetzwerke sind Instrumente, die es den Aufsichtsbehörden ermöglichen, Erfahrungen auszutauschen und voneinander zu lernen, was zu der Schlussfolgerung führt, dass sie im Laufe der Zeit einen Beitrag zu einer gemeinsamen Aufsichtskultur leisten. Gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen unterstützen die ESMA auch dabei, Abweichungen bei den Aufsichtspraktiken und mögliche Schwachstellen bei der Aufsicht der zuständigen nationalen Behörden zu ermitteln sowie Leitlinien zur praktischen Anwendung des EU-Rechts bereitzustellen, z. B. wenn einzelne zuständige nationale Behörden noch nicht über eine solide Methodik verfügen.

46 Im Zuge von gemeinsamen Aufsichtsmaßnahmen kann die ESMA spezifische Risiken in den Mittelpunkt der Aufsicht stellen sowie Aufsichtstätigkeiten fördern und koordinieren. Dies kann zu einer hohen Arbeitsbelastung führen – eine Befürchtung,

die von mehreren zuständigen nationalen Behörden in der Befragung des Hofes geäußert wurde.

Bewertungs- und Abhilfeinstrumente wurden trotz ihrer möglicherweise größeren Wirkung nur sehr selten eingesetzt

47 Peer-Reviews sind ein potenziell leistungsfähiges Instrument, kommen aber im Bereich der Investmentfonds nur selten zum Einsatz. Die ESMA plant, diese in naher Zukunft häufiger einzusetzen, hat aber auch auf begrenzte Ressourcen und die Notwendigkeit hingewiesen, ein Gleichgewicht zwischen allen Sektoren in ihrem Zuständigkeitsbereich zu wahren. Ein Peer-Review unterscheidet sich insofern von anderen Konvergenzinstrumenten, als dass die ESMA eine formelle Bewertung nicht nur auf Ebene der erreichten Konvergenz mit Blick auf Aufsichtspraktiken und Durchsetzung, sondern auch hinsichtlich der Aufsichtsfunktion durchführen und veröffentlichen muss. In diesem Rahmen kann die ESMA Leitlinien und Empfehlungen herausgeben, um etwaig ermittelten Schwachstellen Rechnung zu tragen. Seit ihrer Gründung im Jahr 2011 hat die ESMA nur zwei Peer-Review-Verfahren betreffend Investmentfonds durchgeführt: eines bezüglich der Leitlinien zu Geldmarktfonds im Jahr 2013 sowie ein weiteres bezüglich der Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds (*exchange-traded funds*, ETF) und anderen OGAW-Themen im Jahr 2018¹⁹.

48 Der ESMA stehen darüber hinaus zwei Abhilfeinstrumente zur Verfügung: Vermittlung und Verfahren wegen "Verletzung von Unionsrecht", mit denen sie mutmaßliche Verstöße gegen das Unionsrecht untersuchen und beheben oder Meinungsverschiedenheiten zwischen zuständigen nationalen Behörden in grenzüberschreitenden Fällen beilegen kann. In einem Fall leistete die ESMA zwei zuständigen nationalen Behörden dabei Unterstützung, eine Meinungsverschiedenheit beizulegen. In einigen weiteren Fällen wurden informell Untersuchungen wegen "Verletzung von Unionsrecht" eingeleitet. Ein einziges Mal kam es zu einem formellen Verfahren wegen "Verletzung von Unionsrecht", das dazu führte, dass die betroffene zuständige nationale Behörde ihre Praktiken änderte.

Die ESMA sieht sich beim wirksamen Einsatz ihrer Instrumente mit Herausforderungen konfrontiert

49 Bei der effizienten und wirksamen Ausübung ihrer Befugnisse sieht sich die ESMA mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert. Die ESMA ist von der Bereitschaft der zuständigen nationalen Behörden zur Bereitstellung von Input, technischem

¹⁹ [ESMA/2013/476](#) vom 15. April 2013 und [ESMA42-111-4479](#) vom 30. Juli 2018.

Fachwissen und Personal abhängig, das sich an der Konvergenztätigkeit der ESMA beteiligt. Dies gilt auch für die EBA und die EIOPA, wie die Prüfungen dieser Behörden durch den Hof aufgezeigt haben²⁰. Die ESMA hat Schritte eingeleitet, um sicherzustellen, dass die Teilnehmer der zuständigen nationalen Behörden über die erforderlichen Fachkenntnisse verfügen. Die Beteiligung der zuständigen nationalen Behörden an den Tätigkeiten zur aufsichtlichen Konvergenz der ESMA ist aber – abgesehen von Peer-Reviews, Vermittlung und Verfahren wegen "Verletzung von Unionsrecht" – weitgehend freiwillig, was der Wirksamkeit der Tätigkeiten der ESMA bisweilen im Wege steht.

50 Der Hof stellte fest, dass die meisten zuständigen nationalen Behörden sich an den Tätigkeiten der ESMA beteiligen und zu diesen Tätigkeiten beitragen, einige zuständige nationale Behörden aber zurückhaltender sind. Was beispielsweise gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen betrifft, so legen kleinere zuständige nationale Behörden in der Regel häufiger Fälle vor, während einige größere zuständige nationale Behörden eine passivere Vorgehensweise bevorzugen. Einige zuständige nationale Behörden antworteten nicht auf die Aufrufe der ESMA zu einer aktiven Beteiligung und zur Vorlage von Fällen, z. B. beteiligten sich zuständige nationale Behörden, die ihre Sanktionsbefugnisse nie genutzt hatten, nicht an dem entsprechenden Workshop der ESMA im Jahr 2020.

51 Das Entscheidungsgremium der ESMA setzt sich aus Vertretern der zuständigen nationalen Behörden zusammen. Zwar müssen diese im ausschließlichen Interesse der EU als Ganzes handeln, doch ist dies nicht immer sichergestellt. Der Vorschlag der Kommission, dieses Problem der Führung der Behörde im Rahmen der Überprüfung der ESA-Verordnungen anzugehen, wurde abgelehnt. Der offensichtlichste Interessenkonflikt wurde geregelt: Die zuständigen nationalen Behörden dürfen nicht mehr an der Erörterung von und Abstimmung über Empfehlungen im Bereich "Verletzung von Unionsrecht" teilnehmen, die sie selbst betreffen. In den Vorschriften betreffend die Vermittlung durch die ESMA ist das Problem von Interessenkonflikten in ähnlicher Weise geregelt. Doch alle Konvergenztätigkeiten betreffen die zuständigen nationalen Behörden, da ihre Aufsichtspraktiken und -ergebnisse den Gegenstand dieser Tätigkeiten bilden. Dies trifft auch auf die Bemühungen der ESMA zur Stärkung der Effizienz und Wirksamkeit der Aufsicht zu.

52 Die ESMA ist vom Entgegenkommen der zuständigen nationalen Behörden abhängig. Als Beispiel seien die Zuständigkeiten der Behörden des Herkunfts- und des Aufnahmemitgliedstaats im grenzüberschreitenden Kontext genannt – ein

²⁰ Sonderbericht Nr. 29/2018 des Hofes und Sonderbericht Nr. 10/2019 des Hofes.

herausragender und wiederkehrender Punkt auf der Konvergenzagenda der ESMA (siehe [Kasten 2](#)). Die Bemühungen der ESMA um Förderung der reibungslosen Anwendung der EU-Pässe für Vertrieb und Verwaltung sind nur teilweise wirksam; so war die ESMA nicht in der Lage, Aufsichtspraktiken zu beseitigen, die zu Hindernissen für den Markteintritt führen.

Kasten 2

Die Zuständigkeiten des Herkunftsmitgliedstaats sind nach wie vor Gegenstand von Diskussionen

Die geltenden Vorschriften und die jeweiligen Aufgaben wurden 2017 von der ESMA und 2019 vom Gemeinsamen Ausschuss der ESA geklärt. In verschiedenen Arbeitsgruppen und in einem Workshop fanden 2020 zusätzliche Diskussionen statt. Dennoch wird das Pass-System, nach dem ausschließlich die Behörden des Herkunftsmitgliedstaats für die Beaufsichtigung der Fondsverwalter und Fonds zuständig sind, nicht vollständig eingehalten; gleichzeitig ist die Funktion der Behörden des Aufnahmemitgliedstaats darauf beschränkt, die Einhaltung lokaler Wohlverhaltensregeln sicherzustellen.

53 Des Weiteren stellte der Hof fest, dass sämtliche Konvergenzprobleme, auf die die ESMA in ihrem Schreiben an die Kommission zur Überprüfung der AIFM-Richtlinie²¹ hingewiesen hatte, bei der Konvergenztätigkeit umfassend berücksichtigt worden waren. Dies macht deutlich, dass die Bemühungen der ESMA nur in begrenztem Umfang wirksam sind.

54 Als weiteres Beispiel ist die Befugnisübertragung zu nennen. Sowohl nach der OGAW- als auch nach der AIFM-Richtlinie dürfen Verwaltungsgesellschaften Funktionen an Dritte übertragen. Nach Angaben der ESMA bestehen jedoch nach wie vor Unterschiede bei den aufsichtlichen Ansätzen und Ergebnissen, was den Umfang der zulässigen Übertragung sowie die Funktionen betrifft, die übertragen werden dürfen (siehe [Kasten 3](#)).

²¹ Schreiben der ESMA zur Überprüfung der AIFM-Richtlinie, ESMA34-32-550, vom 18. August 2020.

Kasten 3

Umfang der Befugnisübertragung

Die ESMA betonte, dass in manchen Mitgliedstaaten die Portfolioverwaltung weitgehend oder sogar vollständig an Dritte – innerhalb oder außerhalb der Gruppe des Verwalters alternativer Investmentfonds oder der Verwaltungsgesellschaft des OGAW – übertragen wird, die ihren Sitz möglicherweise außerhalb der EU haben. Nach Angaben der ESMA ist in diesen Fällen das meiste operative Personal, das die Portfolioverwaltung/das Risikomanagement, Verwaltungsaufgaben oder andere Funktionen wahrnimmt, auf der Grundlage einer Übertragung von Befugnissen für die entsprechenden Fonds tätig und deshalb nicht direkt bei dem zugelassenen Verwalter alternativer Investmentfonds oder der Verwaltungsgesellschaft des OGAW beschäftigt, und die Bevollmächtigten erhalten hohe Verwaltungsgebühren. Für die ESMA stellt sich bei diesen (Markt-)Praktiken in manchen Mitgliedstaaten die Frage, ob die betreffenden AIF und OGAW von den zugelassenen Verwaltern alternativer Investmentfonds oder den Verwaltungsgesellschaften der OGAW noch wirksam verwaltet werden können.

Quelle: Schreiben der ESMA zur Überprüfung der AIFM-Richtlinie, ESMA34-32-550, vom 18. August 2020.

55 Der Hof stellte des Weiteren fest, dass die ESMA bei ihren Bemühungen zur Steigerung der Transparenz mit Widerständen der zuständigen nationalen Behörden konfrontiert ist. Obligatorische Veröffentlichungen wie der Jahresbericht über Sanktionen oder der statistische Jahresbericht über die Wertentwicklung und Kosten von Anlageprodukten für Kleinanleger in der EU liefern wertvolle Informationen, einschließlich Einblicke in die Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten, was Marktgegebenheiten und die Eingriffsintensität der Aufsicht betrifft. Allerdings gibt es erheblichen Widerstand seitens der zuständigen nationalen Behörden, wenn es um die Veröffentlichung der Ergebnisse gemeinsamer Aufsichtsmaßnahmen geht. Die Abschlussberichte über die gemeinsamen Aufsichtsmaßnahmen wurden nie veröffentlicht.

Die zuständigen nationalen Behörden bevorzugen weniger eingriffsintensive vorbereitende Instrumente, die weniger wirksam sind

56 In der Vergangenheit nutzte die ESMA hauptsächlich Leitlinien, Stellungnahmen sowie Fragen und Antworten. Der Hof fand Belege dafür, dass diese vorbereitenden Instrumente nicht sehr wirksam sind, wenn es darum geht, die aufsichtliche Konvergenz zu fördern. In letzter Zeit konzentrierte sich die ESMA stärker auf

Umsetzungsinstrumente wie Koordinierungsnetzwerke und gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen.

57 Nahezu die Hälfte der zuständigen nationalen Behörden betrachtete eingriffsintensivere Instrumente, wie Verfahren wegen "Verletzung von Unionsrecht" und Vermittlung, als nicht hilfreich und bevorzugte ganz klar vorbereitende Instrumente. Erstere wurden von der ESMA nie eingesetzt. In Einklang mit ihren Befugnissen könnte die ESMA jedoch Aufsichtsmaßnahmen und -ergebnisse in einzelnen Fällen direkt beeinflussen oder sich Fällen einer Nichtanwendung oder falschen Anwendung des EU-Rechts widmen.

Die ESMA verfügt über keinen Mechanismus zur Messung der Wirksamkeit

58 In den jährlichen Arbeitsprogrammen der ESMA sind zwar Ziele vorgegeben, doch werden in erster Linie geplante Tätigkeiten beschrieben und weniger spezifische Outputs oder überprüfbare Ziele festgelegt. Mit Blick auf die Instrumente ist eine Präferenz für eine Stärkung des Austausches zwischen Fachkräften im Bereich Aufsicht über Aufsichtspraktiken im Zuge der Erörterung konkreter tatsächlicher Fälle oder der neu eingeführten gemeinsamen Aufsichtsmaßnahmen zu erkennen. Dies ist ein hilfreiches Konzept, um ein besseres Verständnis der Aufsichtspraktiken zu erlangen, das im Laufe der Zeit zur Entwicklung einer gemeinsamen Aufsichtskultur beitragen könnte.

59 Die Tatsache, dass die für die Aufsicht Verantwortlichen der verschiedenen zuständigen nationalen Behörden miteinander reden, Erfahrungen austauschen und möglicherweise voneinander lernen, ist an sich ein wichtiger Erfolg. Der Hof stellte fest, dass die ESMA Erfolge bei der Förderung gemeinsamer Konzepte und einer Verbesserung der Qualität der Aufsicht verzeichnen konnte, wenn sie spezifische Aufsichtstätigkeiten zur Begegnung einzelner Risiken in der gesamten EU, z. B. im Wege von gemeinsamen Aufsichtsmaßnahmen, einleitete, koordinierte und unterstützte. Der ESMA liegen jedoch wenige Belege vor, dass ihre Tätigkeiten in erheblichem Maße zur Verringerung bestehender Abweichungen beigetragen haben.

60 Der Hof erkennt an, dass es eine komplexe Aufgabe ist, die Auswirkungen der Konvergenztätigkeit der ESMA zu messen. Anhand der derzeitigen leistungsorientierten Erfolgsmessung der ESMA (einschließlich neuer ergebnisorientierter zentraler Leistungsindikatoren, die 2019 eingeführt wurden) lässt sich nicht messen, in welchem Maße die Behörde zur Verringerung bestehender Abweichungen bei den Aufsichtspraktiken und -ergebnissen beigetragen hat. Die ESMA ist nicht in der Lage, den Umfang der Abweichungen zu bewerten, außer in einigen

Bereichen, in denen unter ihrer Federführung Peer-Reviews oder Erörterungen von Aufsichtsfällen und gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen stattgefunden haben. Zudem hat die ESMA keinen vollständigen Überblick darüber, wie die zuständigen nationalen Behörden das EU-Recht in der Praxis anwenden. Die Kenntnisse der Behörde beruhen größtenteils darauf, was ihr die zuständigen nationalen Behörden mitteilen. Die ESMA verfügt weder über Einblicke aus erster Hand in die Aufsichtstätigkeiten der zuständigen nationalen Behörden noch hat sie Zugang zu tatsächlichen Belegen, z. B. in Form von Akten zu aufsichtlichen Tätigkeiten.

Im Zuge der Tätigkeiten der ESMA wurden Schwachstellen bei der Beaufsichtigung sowie mögliche Wettbewerbsverzerrungen festgestellt

61 Eine strenge und konsequente Durchsetzung der Wertpapiergesetze ist nach den IOSCO-Grundsätzen²², den globalen Normen für die Wertpapierregulierung, entscheidend, um das Vertrauen der Anleger zu stärken. Die OGAW-Richtlinie und die AIFM-Richtlinie enthalten eine umfassende Reihe von regulativen Befugnissen für den Umgang mit Verstößen gegen regulatorische Anforderungen durch Fonds und Fondsverwalter. Diese reichen von verwaltungsrechtlichen Sanktionen bis zu Unterlassungsanordnungen und sogar zur Aufhebung von Zulassungen und ermöglichen eine wirksame Rechtsdurchsetzung.

62 Die Tätigkeit der ESMA zeigt auf, dass bei der Qualität der Aufsicht Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten bestehen. Die ESMA hat sich wirksam dafür eingesetzt, dass die zuständigen nationalen Behörden sich zunehmend auf die Überwachung konzentrieren, und sie hat sichergestellt, dass im Hinblick auf die Informationserfassung (einschließlich der Ermittlung von Verstößen gegen regulatorische Anforderungen durch die Branche) gemeinsame Ansätze bestehen. Die Tätigkeit der ESMA zu verkappten Indexfonds sowie Kosten und Gebühren und die gemeinsame Aufsichtsmaßnahme zur Steuerung des Liquiditätsrisikos sind gute Beispiele hierfür.

63 Zudem stellte der Hof fest, dass die ESMA deutlich weniger Einfluss auf Aufsichtspraktiken und -ergebnisse betreffend die Weiterverfolgung von Fällen durch die zuständigen nationalen Behörden hatte, wenn im Zuge ihrer Tätigkeiten Verstöße gegen regulatorische Anforderungen aufgedeckt wurden. Die von der ESMA im Rahmen ihrer Konvergenztätigkeit gewonnenen Erkenntnisse zeigen einen allgemeinen

²² [Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation](#), Mai 2017, Section C. Principles relating to enforcement, 1. Preamble, S. 63.

Mangel an Durchsetzungstätigkeiten aller zuständigen nationalen Behörden in der EU, wenn auch in unterschiedlichem Umfang.

64 Der Hof stellte fest, dass die zuständigen nationalen Behörden bei der Anwendung formeller Aufsichtsbefugnisse trotz der Bemühungen der ESMA um Förderung ihrer Anwendung im Allgemeinen zurückhaltend sind. Ferner stellte er bei seiner Analyse der internen Dokumente der ESMA fest, dass Fondsverwalter, die gegen regulatorische Anforderungen verstoßen, lediglich riskieren, dass sie von der zuständigen nationalen Behörde eine Aufforderung erhalten, diese einzuhalten sowie rechtswidrig eingezogene Gebühren zu erstatten, und ihnen im schlimmsten Fall eine kleine Geldbuße auferlegt wird.

65 Beispielsweise ist in den Jahresberichten der ESMA zum Einsatz von Sanktionen gegen OGAW dargelegt, dass die Sanktionsbefugnisse von den zuständigen nationalen Behörden nicht in gleichem Maße wahrgenommen werden und dass mit Ausnahme bestimmter zuständiger nationaler Behörden die Zahl und der Betrag der auf nationaler Ebene verhängten Sanktionen relativ niedrig sind²³. 2020 wurden von 13 zuständigen nationalen Behörden keine Sanktionen verhängt. Die vorstehend erwähnten Tätigkeiten der ESMA lassen ähnliche Schwachstellen bei der Durchsetzung erkennen.

66 Der Hof stellte im Zuge seiner Prüfung der internen Berichte der ESMA fest, dass es Fälle gab, in denen die Durchsetzung durch die zuständigen nationalen Behörden unzureichend war und diese somit ihren Pflichten nicht nachkamen. Er stellte ferner fest, dass die ESMA trotz ihrer Bemühungen bei der Förderung einer wirksamen Durchsetzung des Unionsrechts nicht erfolgreich war. In manchen Fällen erläuterten die zuständigen nationalen Behörden, dass die rechtlichen Anforderungen in ihren Ländern nicht ausreichend klar seien, was auf Probleme entweder bei der Umsetzung oder der Anwendung der Richtlinien in den entsprechenden Mitgliedstaaten hinweist. Nach Ansicht des Hofes hätte die ESMA in Ausübung ihrer Überwachungsfunktion in manchen Fällen möglicherweise ein Verfahren wegen "Verletzung von Unionsrecht" einleiten können.

67 Eines der Ziele, die mit der Förderung der aufsichtlichen Konvergenz erreicht werden sollen, ist es, Wettbewerbsverzerrungen und Aufsichtsarbitrage aufgrund unterschiedlicher Aufsichtspraktiken zu verhindern und sicherzustellen, dass sich Finanztätigkeiten nicht in Länder mit einer laxen Aufsicht verlagern. Die ESMA hat

²³ [Presseerklärung der ESMA](#).

abweichende Praktiken in Bereichen wie Befugnisübertragungen ermittelt, die zu Verzerrungen führen können.

68 Dies war eine Befürchtung, die für die Tätigkeiten der ESMA in Zusammenhang mit dem Brexit maßgeblich war. In diesem Zusammenhang stellte der Hof fest, dass die ESMA in der Lage war, gemeinsame Aufsichtsstandards für die Zulassung (auch im Bereich der Befugnisübertragung) von Fonds und Fondsverwaltern festzusetzen, die keinen Zugang mehr zum Binnenmarkt hatten. Die ESMA hat ein Netzwerk zur Koordinierung der Aufsicht eingerichtet, von dem 250 Einzelfälle in unterschiedlichen sektoralen Bereichen – darunter die Anlageverwaltung – erörtert wurden. Der Hof stellte fest, dass die ESMA durch ihr umfangreiches Engagement vor dem Erlass von Aufsichtsbeschlüssen einen Beitrag dazu leistet, das Eintreten solcher Wettbewerbsverzerrungen zu verhindern.

Die Kommission und die ESMA haben Schritte eingeleitet, um Anleger besser zu schützen, doch die Kosten bleiben hoch

69 Anlageprodukte sind komplex, und es kann sich schwierig gestalten, sie zu vergleichen oder die mit ihnen verbundenen Risiken vollständig zu erfassen, insbesondere für nichtprofessionelle Anleger (Kleinanleger). Kleinanleger sollten daher angemessen über potenzielle Risiken informiert sein. Der Rechtsrahmen der Union zielt darauf ab, das Risiko missbräuchlicher Verkäufe von Finanzprodukten, die den Bedürfnissen oder Erwartungen eines Kleinanlegers nicht entsprechen, zu verringern²⁴.

EU-Rechtsvorschriften umfassen zahlreiche Maßnahmen zum Schutz von Anlegern

70 Die EU-Rechtsvorschriften zum Schutz von Anlegern sind über zahlreiche unterschiedliche Verordnungen, Richtlinien, delegierte Rechtsakte der Kommission und Leitlinien der ESMA verteilt. Manche dieser Maßnahmen sind in der OGAW- und der AIFM-Richtlinie, andere in der MiFID/MiFIR und der PRIIP-Verordnung enthalten.

71 Für Kleinanleger bietet der EU-Rahmen ein relativ hohes Maß an Schutz, er schränkt jedoch gleichzeitig die Möglichkeiten der Anleger ein, in Nicht-EU-Fonds zu investieren, die häufig mit geringeren Kosten verbunden sind.

²⁴ Ziffer 48 der [Entschließung des Europäischen Parlaments vom 8. Oktober 2020](#).

72 Sämtliche vom Hof befragten zuständigen nationalen Behörden und Investment-Vereinigungen stimmten zu oder stimmten nachdrücklich zu, dass der EU-Rechtsrahmen hinsichtlich der Förderung hoher Standards beim Anlegerschutz wirkungsvoll ist. Eine nicht unerhebliche Minderheit der zuständigen nationalen Behörden, darunter auch einige von Mitgliedstaaten, in denen die meisten OGAW ihren Sitz haben, vertrat die Meinung, dass Kleinanleger in OGAW nach wie vor nicht ausreichend geschützt sind vor den Risiken

- unzureichender oder falscher Angaben über die steuerlichen Folgen (39 %);
- übermäßiger Kosten und Gebühren (34 %);
- falscher Bewertungen von Vermögenswerten (26 %);
- unzureichender oder falscher Angaben über die Portfoliostrukturierung (18 %).

Trotz verschiedener Maßnahmen der EU ist die Transparenz nach wie vor ein Problem

Anleger haben jetzt Zugang zu mehr Informationen über OGAW

73 Nach der OGAW-Richtlinie müssen OGAW drei Dokumente veröffentlichen: einen Prospekt, einen Jahresbericht und einen Halbjahresbericht²⁵. In ihrer 2019 durchgeführten Eignungsprüfung betreffend aufsichtliche Meldungen²⁶ stellte die Kommission fest, dass in der OGAW-Richtlinie zwar Mindestanforderungen an den Inhalt dieser Dokumente vorgeschrieben sind, jedoch vieles nach wie vor im Ermessen der zuständigen nationalen Behörden liegt. Deshalb kann sich die Berichterstattung zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten unterscheiden.

74 Ziel des 2011 eingeführten Dokuments mit wesentlichen Informationen für den Anleger (KIID) ist es, Kleinanlegern bessere Angaben und Inhalte bereitzustellen, die leicht zu verstehen sind, sowie einen Vergleich zwischen Produkten zu erleichtern. Nach der Verordnung zum Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger²⁷ müssen die wesentlichen Merkmale des OGAW abgedeckt werden, über die

²⁵ Artikel 68-74 der [Richtlinie 2009/65/EG](#).

²⁶ [SWD\(2019\) 402 final](#).

²⁷ [Verordnung \(EU\) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger](#).

ein Anleger informiert sein sollte, sowie (potenziellen) Anlegern genaue, klare und unmissverständliche vorvertragliche Informationen bereitgestellt werden.

75 Die Genauigkeit und Zuverlässigkeit der im Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger gemachten Angaben sind umstritten. Die Central Bank of Ireland²⁸ ermittelte Fälle, in denen der Wertentwicklung in der Vergangenheit gewidmete Abschnitt des Dokuments mit wesentlichen Informationen für den Anleger keine Angaben zu einschlägigen Referenzwerten enthielt. 2019 veröffentlichte die ESMA Fragen und Antworten zur Angabe von Referenzwerten, in denen diese Sachverhalte geklärt wurden.

76 Wie einige Befragte im Zuge der Umfrage des Hofes ausführten, sind die Angaben zu den Kosten im aktuellen für OGAW geltenden Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger unvollständig und können Anleger in die Irre führen, indem diese zu der Annahme verleitet werden, dass die Kosten niedriger sind, als sie tatsächlich ausfallen. Insbesondere sind in der Gesamtkostenquote keine Transaktionskosten enthalten.

77 Mit der PRIIP-Verordnung²⁹, die 2018 in Kraft trat, wurde ein einheitliches Basisinformationsblatt (KID) eingeführt, das für ein breites Spektrum an Kleinanlegerprodukten anwendbar ist. Allerdings sind OGAW und AIF befristet von dieser Anforderung ausgenommen. Nach langwierigen Konsultationen mit Interessenträgern erzielte der Gemeinsame Ausschuss der ESA im Januar 2021 einen Kompromiss über die Einbeziehung der Wertentwicklung in der Vergangenheit in das Basisinformationsblatt, und die Kommission nahm im September 2021 eine delegierte Verordnung an.

Der ESMA gelang es, bei Kosten und Gebühren für mehr Transparenz zu sorgen, es bestehen jedoch nach wie vor Datenprobleme

78 Seit 2019 veröffentlicht die ESMA einen Jahresbericht über die Wertentwicklung und die Kosten von Anlageprodukten für Kleinanleger in der EU. Dieser soll Anleger auf die erheblichen Auswirkungen der Kosten auf die endgültigen Renditen ihrer Anlagen hinweisen. Der Bericht der ESMA bietet einen guten Überblick über Wertentwicklung

²⁸ Central Bank of Ireland, [Thematic review of closet indexing](#) (Branchenschreiben vom 18. Juli 2019).

²⁹ [Verordnung \(EU\) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates](#) vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).

und Kosten der verschiedenen Fondsarten, er weist jedoch auch eine Reihe von Schwachstellen auf:

- Es werden die Kosten nach Anlageklasse (Aktien/Anleihen/gemischt/alternativ), nach Verwaltungsart (aktiv oder passiv) und Sitz des Fonds, nicht aber nach Vertriebsland ausgewiesen, sodass sich die Bewertung, ob sich durch den Binnenmarkt die Kostenunterschiede zwischen nationalen Märkten verringert haben, schwierig gestaltet.
- Es gibt entweder eine begrenzte Aufschlüsselung (z. B. Verwaltungsgebühren) oder überhaupt keine Aufschlüsselung (z. B. Vertrieb, Anreiz) der Kosten nach Art. Dies hängt mit dem Mangel an verfügbaren granularen Daten und dem Vertrauen in die von den zuständigen nationalen Behörden durchgeführten Befragungen zusammen und beschränkt die Darstellung der Gründe, aus denen die Kosten für manche Fondsdomizile höher sind als für andere.
- Der Bericht beruht auf Daten, die mehr als ein Jahr alt sind; dies trifft auch auf den Jahresbericht der ESMA zu AIF zu.

79 In den methodischen Anhängen weist die ESMA darauf hin, dass eine Bewertung der Wertentwicklung und der Kosten von Anlageprodukten im Zuständigkeitsbereich der ESMA strukturell durch den Mangel an einschlägigen Regulierungsdaten erschwert werde:

- Daten zu OGAW-Fonds sind auf EU-Ebene nicht zugänglich, und die verfügbaren kommerziellen Daten weisen eine begrenzte Granularität und Genauigkeit auf.
- Die Regulierungsdaten nach der AIFM-Richtlinie schließen keine granularen Angaben zu den Fondskosten ein.

Die ESMA und die Kommission haben noch keine Vergleichsinstrumente für Kleinanleger geschaffen

80 Zwar liegt der Schwerpunkt auf der Bereitstellung ausreichender Informationen über einzelne Fonds für Anleger, doch bleibt es schwierig, einen Überblick über alle angebotenen Fonds zu erlangen und Produkte zu vergleichen. Das Europäische Parlament³⁰ fordert, dass "Initiativen vorgelegt werden, die speziell auf Kleinanleger

³⁰ Entschließung des Europäischen Parlaments vom 8. Oktober 2020 zu der Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion: Verbesserung des Zugangs zu Finanzmitteln am Kapitalmarkt, insbesondere durch KMU, und Verbesserung der Beteiligungsmöglichkeiten für Kleinanleger (2020/2036(INI)).

ausgerichtet sind und auch die Förderung der Entwicklung unabhängiger webbasierter EU-Vergleichsinstrumente umfassen, um Kleinanleger dabei zu unterstützen, die Produkte zu ermitteln, die in Bezug auf Risiko, Rendite und Wert am besten zu ihren besonderen Bedürfnissen und Präferenzen passen".

Greenwashing stellt ein zunehmendes Risiko dar

81 Eine zunehmende Zahl an OGAW werden als ESG-Fonds vertrieben, wodurch das Risiko von "Greenwashing" wächst. Die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor gilt für Investmentfonds; ihr Ziel ist eine Steigerung der Transparenz und die Bekämpfung von Greenwashing. Da die meisten Offenlegungspflichten erst seit 10. März 2021 anwendbar sind, ist es noch zu früh, um ihre Auswirkungen zu bewerten. Ausgehend von ihrer [Antwort](#) im Rahmen der Konsultation der Kommission zur Neuen Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen hat die ESMA vor Kurzem zu einer gesetzgeberischen Maßnahme bezüglich ESG-Ratings und -Bewertungsinstrumenten aufgerufen³¹.

82 Der Markt für ESG-Ratings und sonstige Bewertungsinstrumente unterliegt derzeit keiner Regulierung und Aufsicht. In Verbindung mit den zunehmenden regulatorischen Anforderungen zur Berücksichtigung von ESG-Informationen bestehen erhöhte Risiken für Greenwashing, Fehlallokationen von Kapital und missbräuchliche Verkäufe von Finanzprodukten.

Die ESMA, die Kommission und die zuständigen nationalen Behörden haben dazu beigetragen, eine allmähliche Verringerung der Kosten von OGAW einzuleiten

Die Kosten sind weiterhin hoch

83 Nachdem die Kosten von OGAW sich über viele Jahre auf einem hohen Niveau gehalten haben, sind sie seit 2017 leicht gesunken. Sie sind jedoch nach wie vor deutlich höher als für einen durchschnittlichen Fonds mit Sitz in den Vereinigten Staaten. Dies wird in der Regel der kleineren Größe von Fonds in der EU (siehe Ziffer [04](#)) und dem kleineren Marktanteil von passiven Fonds und ETF (8,3 %)

³¹ Schreiben des Vorsitzenden der ESMA, Steven Maijoor, an Kommissarin Mairead McGuinness vom 28. Januar 2021, ESMA30-379-423.

zugeschrieben. Unter anderem erheben Fonds mit Sitz in Luxemburg und Irland überdurchschnittlich hohe Gebühren³².

84 Aktiv verwaltete Aktienfonds entwickelten sich brutto etwas besser als passiv verwaltete Fonds, netto war ihre Wertentwicklung aufgrund der höheren Kosten jedoch schwächer. Die ESMA stellte fest, dass die Kosten größerer Fonds aufgrund der Größenvorteile bei der Verwaltung der Fonds niedriger waren. Für Aktienfonds betrugen die Kosten durchschnittlich 1,4 % bei größeren Fonds und 1,8 % bei kleineren Fonds.

Die Praktik verkappter Indexfonds ist seltener geworden, wird aber nach wie vor angewandt

85 Eine von der ESMA 2019 eingeleitete Erhebung zeigte, dass nach wie vor Unterschiede bei der Auslegung des Begriffs "unangemessene Kosten" in der EU und bei der Vorgehensweise der Aufsichtsbehörden hinsichtlich kostenbezogener Regelungen bestehen. Angaben der ESMA zufolge³³ schafft dieser Mangel an Konvergenz nicht nur Raum für Aufsichtsarbitrage und Risiken, die den Wettbewerb auf dem EU-Markt beeinträchtigen, sondern kann – abhängig vom Sitz eines Fonds – auch zu einem unterschiedlichen Grad an Anlegerschutz führen.

86 Verkappte Indexfonds sind eine Praktik, bei der Vermögensverwalter ihre Fonds angeblich aktiv verwalten, und zwar mit dem Ziel, den Referenzindex zu überflügeln. Tatsächlich halten sie sich aber sehr eng an den Referenzindex, wofür weniger Einsatz des Anlageverwalters erforderlich ist. Sie erheben üblicherweise höhere Verwaltungsgebühren als passiv verwaltete Fonds³⁴. Die von der ESMA vor fünf Jahren durchgeführte Analyse zeigte, dass zwischen 5 % und 15 % der EU-Aktienfonds, die angeblich aktiv verwaltet werden, tatsächlich möglicherweise Indizes nachbilden (siehe auch **Kasten 4**). Nach aktuelleren Daten aus dem Jahr 2020 ist dieser Anteil auf zwischen 2 % und 6 % gesunken.

³² Performance and Costs of EU Retail Investment Products ESMA Annual Statistical Report 2021.

³³ ESMA, *Supervisory briefing on the supervision of costs*, 2020.

³⁴ ESMA Statement, *Supervisory work on potential closet index tracking*, 2. Februar 2016, ESMA/2016/165. Siehe auch TRV No 1/2021.

Kasten 4

Verkappte Indexfonds

In den Jahren 2018-2019 führte die Central Bank of Ireland eine thematische Überprüfung zu verkappten Indexfonds durch³⁵, die alle in Irland zugelassenen OGAW-Fonds, die als aktiv verwaltet eingestuft waren, umfasste. Im Zuge der Überprüfung wurden unter anderem die folgenden wichtigen Feststellungen getroffen:

- Anlegern werden im Prospekt und Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger nicht immer ausreichende oder richtige Informationen über die Anlagestrategie des Fonds zur Verfügung gestellt.
- Es sind Fälle unzureichender Governance und unzureichender Kontrollen zu verzeichnen.
- In manchen Fällen ist die vom Fonds anvisierte Outperformance gegenüber einem Index geringer als die erhobenen Gebühren, was impliziert, dass die Gebühr eine etwaig erreichte über dem Index liegende Wertentwicklung aufhebt.
- In manchen Fällen war in dem der Wertentwicklung in der Vergangenheit gewidmeten Abschnitt des Dokuments mit wesentlichen Informationen für den Anleger kein Vergleichsparameter angegeben, was bedeutet, dass die Anleger in diese Fonds nicht feststellen konnten, ob der Fonds eine gute Wertentwicklung gegenüber seinem Referenzindex erzielte.

87 2021 leitete die ESMA eine gemeinsame Aufsichtsmaßnahme zu Kosten in die Wege, in deren Rahmen untersucht werden soll, ob die Fondsverwalter 1) den kostenbezogenen Offenlegungsbestimmungen bei der Ausübung ihrer Geschäftstätigkeiten mit gebührender Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit und im besten Interesse des von ihnen verwalteten Fonds nachkommen, 2) ehrlich und fair handeln und 3) den Anlegern keine unangemessenen Kosten auferlegen³⁶. Die gemeinsame Aufsichtsmaßnahme umfasst sowohl OGAW als auch AIF, die an Kleinanleger vertrieben werden, und dient der Überprüfung, ob die Verwalter eine Preisgestaltung anwenden, die ihnen eine klare Ermittlung und Bezifferung aller dem

³⁵ Central Bank of Ireland, "Thematic review of closet indexing" (Branchenschreiben vom 18. Juli 2019).

³⁶ ESMA 34-45-970 Methodik der Gemeinsamen Aufsichtsmaßnahme zu Kosten und Gebühren.

Fonds angelasteten Kosten ermöglichen, und ob diese Preispolitik in der Praxis korrekt angewendet wird. Die Ergebnisse werden voraussichtlich Anfang 2022 vorliegen.

Die EU hat nicht genügend Maßnahmen gegen Anreize ergriffen

88 Ob potenzielle Anleger in Fonds gut geschützt und in der Lage sind, die Anlage zu wählen, die am besten zu ihren Bedürfnissen passt, hängt nicht nur von den an Fonds und Fondsverwalter gestellten Anforderungen, sondern auch von der Beratung durch ihre Finanzintermediäre ab.

89 Bis zur Hälfte der Kosten entfallen auf Anreize, die nach wie vor in den meisten Mitgliedstaaten zulässig sind. In den Rechtsvorschriften³⁷ ist lediglich festgelegt, dass Anreize nicht zu einem Interessenkonflikt führen dürfen und zu veröffentlichen sind. Sie sollten so gestaltet sein, dass die Qualität der entsprechenden Dienstleistung für den Kunden verbessert wird, und dürfen die Erfüllung der Pflicht der Wertpapierfirma, im bestmöglichen Interesse der Kunden ehrlich, redlich und professionell zu handeln, nicht beeinträchtigen. Manche Mitgliedstaaten wie die Niederlande haben ein Verbot von Anreizen eingeführt, auf die etwa die Hälfte aller laufenden Kosten zahlreicher OGAW entfällt.

90 Die Kommission wies darauf hin, dass das Vertriebsmodell in Kontinentaleuropa größtenteils nach wie vor auf dem auf einer Provision beruhenden Vergütungsmodell basiert und Banken und Versicherungsgesellschaften die wichtigsten Vermittler für Endkunden sind³⁸. Die Studie zeigt darüber hinaus, dass in den Ländern, in denen ein Verbot von Anreizen eingeführt wurde, die laufenden Gebühren für Anleihe-, Aktien und Mischfonds deutlich niedriger sind. Da die Provision den wichtigsten Faktor darstellt, werden passive Fonds (einschließlich ETF), für die selten eine Provision gezahlt wird, von Banken, die nicht bereit sind, Produkte mit niedrigen Gebühren zu vertreiben, üblicherweise kaum beachtet³⁹.

91 In ihrer technischen Beratung für die Kommission vom März 2020⁴⁰ nahm die ESMA keinen klaren Standpunkt zum vollständigen Verbot von Anreizen für alle MiFID-

³⁷ Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente.

³⁸ Europäische Kommission, *Distribution systems of retail investment products across the EU, Abschlussbericht*, 2018, S. 26.

³⁹ Apostolos Thomadakis, *The European ETF Market: What can be done better?*, ECMI Commentary, Nr. 52, 24. April 2018.

⁴⁰ ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II, 31. März 2020, ESMA35-43-2126.

Wertpapierdienstleistungen ein. Die vom Hof befragten Verbraucherorganisationen befürworten ein solches Verbot. Die Kommission prüft derzeit diesen Sachverhalt im Rahmen ihrer EU-Strategie für Kleinanleger.

92 2017 führte ein privater Auftragnehmer Testkäufe im Namen der Kommission durch und stellte fest, dass in allen Mitgliedstaaten von nicht unabhängigen Beratern in Banken und Versicherungsgesellschaften nahezu ausschließlich interne Produkte (ein spezielles Produkt oder eine kleine Auswahl von Produkten) vorgeschlagen wurden⁴¹. Die meisten Robo-Berater hingegen empfehlen in der Regel ETF. Bei Testkäufen durch die französische zuständige nationale Behörde zeigte sich, dass Produkte wie ETF (oder andere mit niedrigen Kosten verbundene Investmentfonds) Kleinanlegern nicht vorgeschlagen werden, obwohl sie offensichtlich ihren Anlagebedürfnissen entsprechen⁴².

Bei der Ermittlung von Systemrisiken sind weitere Fortschritte erforderlich

93 Systemrisiken sind Risiken für eine Störung des Finanzsystems, die mit dem Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für den Binnenmarkt und die Wirtschaft insgesamt einhergeht. Die ESMA muss in Abstimmung mit dem ESRB⁴³ ein gemeinsames Konzept und Kriterien für die Ermittlung und Messung von Systemrisiken, die von zentralen Finanzmarktteilnehmern ausgehen, sowie ein geeignetes Verfahren zur Durchführung von Stresstests, mit dem Systemrisiken bewertet werden können, erarbeiten. Finanzmarktteilnehmer, von denen ein Systemrisiko ausgeht, sind Gegenstand einer verstärkten Aufsicht.

Die Bewertung und die Weiterverfolgung von Systemrisiken befinden sich noch im Anfangsstadium

94 Weder die ESMA noch der ESRB haben eine Bestandsaufnahme der in den Mitgliedstaaten bestehenden Verfahren für die Überwachung von Systemrisiken

⁴¹ Europäische Kommission, [Distribution systems of retail investment products across the EU, Abschlussbericht](#), 2018, S. 22.

⁴² AMF: [Risk and Trend Mapping No 17](#), 2016 Risk Outlook.

⁴³ Dem 2009 gegründeten ESRB wurde die Zuständigkeit für die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene übertragen; seine Aufgabe ist es, einen Beitrag zur Abwendung bzw. Eindämmung von Systemrisiken für die Finanzstabilität zu leisten.

vorgenommen. Die zuständigen nationalen Behörden sind jedoch in den Leitungsorganen sowohl der ESMA als auch des ESRB sowie in den technischen Arbeitsgruppen vertreten.

95 Der Rat für Finanzstabilität (FSB)⁴⁴ ermittelte die folgenden Kategorien von Systemrisiken:

- Liquiditätsinkongruenzen zwischen dem Vermögen eines Investmentfonds und Rücknahmefristen;
- Hebelfinanzierungen bei Investmentfonds;
- operationelles Risiko;
- Risiken aus Wertpapierverleihgeschäften⁴⁵.

96 Der Hof stellte fest, dass die erste Kategorie in den Leitlinien der ESMA berücksichtigt wird und im Rahmen der Stresssimulation (siehe Ziffern **104-106**) mit der Überwachung begonnen wurde. Die zweite Kategorie fällt unter die Leitlinien für AIF, während das Risiko der Hebelfinanzierungen bei OGAW nur im Rechtsrahmen berücksichtigt wird. Die ESMA hat zudem einen Entwurf für ein Handbuch zur Risikoanalyse für zuständige nationale Behörden betreffend AIF erarbeitet. Darüber hinaus veröffentlichte der ESRB zwei Empfehlungen, die sich mit Elementen der beiden ersten Risikokategorien befassen⁴⁶, und kam zu dem Schluss, dass diese von der ESMA insgesamt vollständig erfüllt werden. Den entsprechenden Empfehlungen des ESRB von 2017 (Umsetzungsfrist: 31.12.2020) zu Änderungen an den Rechtsvorschriften (z. B. Liquiditätsmanagementinstrumente, Liquiditätsinkongruenzen und OGAW-Meldungen) wurde von der Kommission noch nicht Rechnung getragen. Die Kommission teilte dem Hof mit, dass sie die Änderungen an den Rechtsvorschriften im Rahmen der laufenden Überprüfung der AIFM-Richtlinie vorschlagen werde.

⁴⁴ Der FSB ist ein internationales Organ, welches die Entwicklung des internationalen Finanzsystems beobachtet und diesbezügliche Empfehlungen unterbreitet.

⁴⁵ FSB (12. Januar 2017): [Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities](#).

⁴⁶ [ESRB/2017/6](#) und [ESRB 2020/4](#).

97 Im Rechtsrahmen finden sich allgemeine Vorschriften zum Risikomanagement und zur Notfallplanung⁴⁷. Das operationelle Risiko (einschließlich der Kontinuität des Geschäftsbetriebs, der Übertragung von Kundenvermögen unter Stressbedingungen und Reputationsrisiken) wird von den aktuellen Leitlinien der ESMA jedoch nicht abgedeckt.

98 2017 unterbreitete der FSB die Empfehlung, dass die Aufsichtsbehörden von Agenten/Gläubigern geleistete Entschädigungen überwachen, um Risiken oder Aufsichtsarbitrage zu ermitteln, die sich nachteilig auf die Finanzstabilität auswirken können⁴⁸. Solche Dienstleistungen sind im Rechtsrahmen für AIFM und OGAW nicht aufgeführt.

99 Die Tätigkeiten der ESMA zur Risikobewertung von Investmentfonds spiegeln sich hauptsächlich in vier Schlüsselberichten wider:

- Risk Dashboard (zwei Veröffentlichungen pro Jahr);
- Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV-Bericht);
- statistischer Jahresbericht zu Wertentwicklung und Kosten von EU-Anlageprodukten für Kleinanleger;
- statistischer Jahresbericht zu alternativen Investmentfonds in der EU.

100 Zwar wird für das Risk Dashboard der ESMA eine umfassende Reihe von Indikatoren zugrunde gelegt und bietet es eine kurze und prägnante Analyse, doch stellte der Hof fest, dass es keine systematische detaillierte Darstellung länderbezogener Risiken enthält, die wiederum für makroprudenzielle Zwecke herangezogen werden könnte.

101 Der Hof stellte ferner fest, dass der Risikomonitor für Finanzintermediation durch Nichtbanken (NBFIs) des ESRB eine gute Analyse des Investmentfondssektors bietet, indem unternehmens-, tätigkeits- und produktbezogene Konzepte für eine

⁴⁷ Beispielsweise Artikel 57 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission (Verordnung der Stufe 2 zur Ergänzung der AIFM-Richtlinie) und Artikel 4 Absatz 3 der Richtlinie 2010/43/EU der Kommission (Richtlinie der Stufe 2 zur Durchführung der OGAW-Richtlinie).

⁴⁸ FSB (12. Januar 2017): [Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities](#), Empfehlung 14.

genaue Aufschlüsselung nach Fondsart verwendet werden. Während Fondsarten und Vermögenswerte nach Ländern aufgeschlüsselt werden, ist dies für Risiken nicht der Fall.

102 Der Hof stellte fest, dass ein umfassenderer Überblick und die Zuverlässigkeit der Analyse durch die folgenden Einschränkungen beeinträchtigt werden:

- Nichtverfügbarkeit/Nichtverwendbarkeit einiger AIF-Daten (siehe Ziffern [121](#) und [123](#));
- Verzögerungen bei der Nutzung von Daten zu Geldmarktfonds/Schwierigkeiten bei der Nutzung einiger Daten im Zusammenhang mit der AIFM-Richtlinie (siehe Ziffer [111](#) sowie Ziffern [121-122](#)).

Es gibt keine aufsichtlichen Stresstests, und die Weiterverfolgung der Simulationen ist unzureichend, auch wenn sie auf den Weg gebracht wurde

103 Im Rahmen von aufsichtlichen Stresstests sollten Fonds ermittelt werden, von denen Systemrisiken ausgehen, sowie Muster für Systemrisiken erkannt werden, um deren Minderung sicherzustellen⁴⁹. Die ESMA ist befugt, in Zusammenarbeit mit dem ESRB unionsweite Stresstests zur Bewertung der Widerstandsfähigkeit von Finanzmarktteilnehmern bei ungünstigen Marktentwicklungen in die Wege zu leiten und zu koordinieren.

104 Investmentfonds wurden von der ESMA noch keinem aufsichtlichen Stresstest unterzogen; 2019 führte die ESMA jedoch eine Stresssimulation durch, um die Widerstandsfähigkeit der EU-Fondsbranche zu bewerten und mögliche Schwachstellen zu ermitteln. In die Simulation wurden 6 600 festverzinsliche OGAW-Fonds mit einem Nettoinventarwert von insgesamt 2 490 Milliarden Euro einbezogen⁵⁰. Auf die Fonds wurde ein Rücknahmeschock angewandt, und die Auswirkungen auf den Markt wurden simuliert. Dabei wurden kommerzielle Daten herangezogen, da die Daten der zuständigen nationalen Behörden nach Ansicht der ESMA zu heterogen waren.

105 Der Rahmen der Stresssimulation bildet einen geeigneten Ausgangspunkt. Die derzeitigen Instrumente, die technische Infrastruktur und die Datenqualität haben Schwachstellen. Es fand keine systematische Weiterverfolgung der Ergebnisse der

⁴⁹ Artikel 22 Absatz 2 und Artikel 23 der [ESMA-Verordnung](#).

⁵⁰ [ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds 2019](#).

Stresssimulation statt; die Ergebnisse wurden auf freiwilliger Basis an 11 zuständige nationale Behörden weitergeleitet, aber nur fünf von ihnen entschieden sich für eine anschließende Erörterung mit der ESMA. Eine zuständige nationale Behörde eines Mitgliedstaats mit einer bedeutenden Fondsbranche lehnte weiterführende Erörterungen mit der ESMA ab. Ferner übermittelte die ESMA im Rahmen der statistischen Jahresberichte den zuständigen nationalen Behörden Aufstellungen zu Fonds, bei denen sich Risiken abzeichneten, es fanden jedoch keine speziellen Folgemaßnahmen oder eine gemeinsame Erkenntnisauswertung zu den bereitgestellten Informationen statt.

106 Im Mai 2020 unterbreitete der ESRB die Empfehlung, dass sich die ESMA mit den Liquiditätsrisiken von Investmentfonds befassen sollte⁵¹. Dem kam die ESMA in ihrem Bericht von November 2020 nach, wobei in diesem Zusammenhang der Rahmen der Stresssimulation herangezogen wurde. Alle Ergebnisse wurden den zuständigen nationalen Behörden im Dezember 2020 mitgeteilt, einschließlich der genauen Angaben zu Fonds, die als potenziell risikobehaftet betrachtet werden. Die Dienststellen der ESMA vereinbarten sechs Monate später mit den Mitgliedern des Ständigen Ausschusses der ESMA für Anlageverwaltung (IMSC), über die von den zuständigen nationalen Behörden ergriffenen Folgemaßnahmen, einschließlich der Liste der potenziell risikobehafteten Fonds, Bericht zu erstatten. Die zuständigen nationalen Behörden hatten der ESMA bis Oktober 2021 eine umfassende Antwort zu übermitteln. Trotz dieser Verzögerung stellt dies eine wichtige Verbesserung dar. Über die Namen einzelner Fonds, die als potenziell risikobehaftet betrachtet wurden, fand kein Austausch mit dem ESRB statt.

107 Konzeptionelle Arbeiten für Top-down-Stresstests⁵² sowie ein umfassendes Modell, mit dem die Verflechtungen zwischen dem Bankwesen, der Fondsbranche und dem Versicherungssektor erfasst werden, um ein umfassendes Bild der Systemrisiken zu erstellen, haben bislang nicht dazu geführt, dass die ESMA einen systematischen Projektplan erstellt hätte. Bei diesen Arbeiten könnten auch Hedgefonds und nicht in der EU beaufsichtigte Fonds⁵³, von denen aber eine Gefahr für das Finanzsystem ausgeht, einbezogen werden.

⁵¹ Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds (ESRB/2020/4).

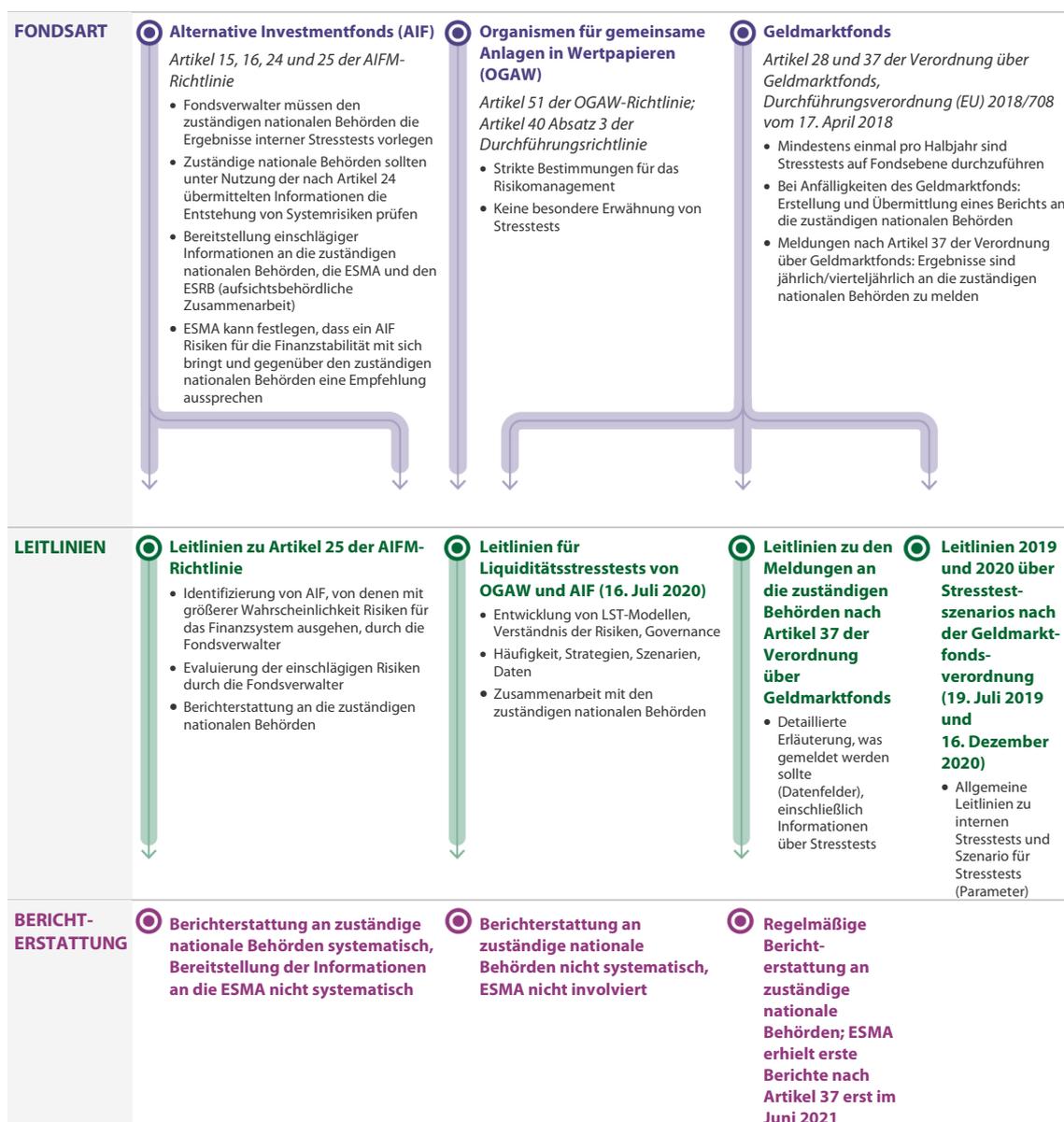
⁵² Beispielsweise Gourdel, Maqui und Sydow (2019): *Investment funds under stress*, ECB Working Paper 2323.

⁵³ Nicht in der EU beaufsichtigte Fonds können eine wichtige Anlageklasse für Anleger, einschließlich Finanzinstituten, darstellen.

Die Leitlinien zu internen Stresstests sind zweckmäßig, doch die Ergebnisse von Stresstests werden nicht wirksam genutzt

108 Ziel eines Liquiditätsstresstests für Investmentfonds ist es, deren Widerstandsfähigkeit bei einem Rücknahmeschock auf individueller Ebene oder Branchenebene zu bewerten. Stresstests können entweder durch die Fonds selbst (interne Stresstests) oder die Aufsichtsbehörde (aufsichtliche Stresstests) durchgeführt werden. Hinsichtlich interner Stresstests unterscheidet sich der Rechtsrahmen für AIF, OGAW und Geldmarktfonds. **Abbildung 9** sind die Verknüpfungen zwischen Fondsarten, Rechtsvorschriften und den entsprechenden Leitlinien zu entnehmen.

Abbildung 9 – Stresstestverfahren für AIF, Geldmarktfonds und OGAW



Quelle: Europäischer Rechnungshof.

109 Der Hof stellte fest, dass die ESMA zweckdienliche Leitlinien bezüglich interner Stresstests für OGAW und AIF erarbeitet hat. Allerdings liegt es ausschließlich im Ermessen der zuständigen nationalen Behörden, in welchem Umfang sie – wenn überhaupt – die Ergebnisse interner Stresstests einer Prüfung unterziehen, und der ESMA liegen diesbezüglich keine Informationen vor. Zudem führen OGAW zwar interne Stresstests durch, sie müssen ihren zuständigen nationalen Behörden aber nur im Fall von wesentlichen Risiken Bericht erstatten; die zuständigen nationalen Behörden haben in diesem Fall die ESMA davon zu unterrichten. Allerdings war dies bislang nicht der Fall. Obwohl die ESMA Zugang zu den Ergebnissen von Stresstests bezüglich AIF hat, liegt die zugrunde liegende Methodik im Ermessen der Fondsverwalter, und die ESMA hat die Ergebnisse nicht verglichen oder verwendet.

110 Für Geldmarktfonds ist in der Verordnung über Geldmarktfonds festgelegt, dass die ESMA Leitlinien mit gemeinsamen Referenzparametern für die Stresstestszenarien zu veröffentlichen hat. In diesem Zusammenhang definierte die ESMA einen starken Rücknahmeschock (eine Rücknahmequote von 30-40 %), übernahm aber die Kalibrierung der Parameter des ESRB (z. B. Zinssätze und Wechselkurse), statt selbst die Kritikalität für diese Parameter festzulegen. Die ESMA forderte keine Ex-ante-Sensitivitätsanalysen für die Parameter, um ein besseres Verständnis der Risikofaktoren zu erlangen. Allerdings führt die ESMA nach Erhalt der Ergebnisse Ex-post-Analysen der Parameterauswirkungen durch.

111 In Anbetracht des Rechtsrahmens wurden – außer bei Geldmarktfonds – die Daten über Stresstests von OGAW nicht systematisch aggregiert, analysiert oder gemeldet. Diese Daten könnten verwendet werden, um aufsichtliche Stresstests zu entwickeln oder Rückvergleiche der Ergebnisse von Stresssimulationen vorzunehmen. Für Geldmarktfonds gingen die gemeldeten Daten sehr spät ein, und die ESMA begann erst gegen Ende des Jahres mit der Analyse der Mitte 2021 eingegangenen Daten für das erste Quartal 2020.

Lücken und Überschneidungen bei der Datenerfassung erschweren die Ermittlung von Risiken für die Finanzstabilität und die Anleger

112 Eine wirksame Überwachung von Systemrisiken und Risiken für Anleger hängt von der Verfügbarkeit geeigneter Daten ab. Die Daten müssen in einer ausreichenden Detailtiefe vorliegen, von guter Qualität und länderübergreifend vergleichbar sein, sodass eine sinnvolle Risikoanalyse vorgenommen werden kann. Damit sie effizient ist,

darf eine Datenerhebung nicht zu einem unnötigen Aufwand für die Branche führen und sollte den Datenanforderungen aller Behörden entsprechen, die für die Erfüllung ihrer Aufträge die Informationen benötigen.

113 Nach der OGAW-Richtlinie, der AIF-Richtlinie und der Verordnung über Geldmarktfonds müssen Fonds oder Fondsverwalter jeweils Daten an die zuständigen nationalen Behörden melden. Die Art sowie die Form und die Detailtiefe der zu meldenden Daten unterscheiden sich jedoch je nach Art des Investmentfonds, und die zuständigen nationalen Behörden müssen diese Daten nicht in allen Fällen der ESMA oder dem ESRB bereitstellen. Die Anforderungen spiegeln die Höhe des von dem jeweiligen Fonds ausgehenden Risikos wider; es spielt aber auch eine Rolle, wann die jeweiligen Rechtsvorschriften erlassen wurden. Die Berichtspflichten für Geldmarktfonds sind umfangreicher als die in der AIFM-Richtlinie oder der OGAW-Richtlinie festgelegten Pflichten. Es basiert auf granularen Daten unter Verwendung internationaler Kennungen.

Das Fehlen harmonisierter Berichtspflichten für OGAW beeinträchtigt die Möglichkeiten der ESMA, die Fähigkeit zur Krisenbewältigung von Fonds zu bewerten und Stresstests durchzuführen

114 In der AIFM-Richtlinie sind Meldepflichten festgelegt, die Verwalter alternativer Investmentfonds gegenüber den zuständigen nationalen Behörden ihres Herkunftsmitgliedstaats erfüllen müssen. Dazu zählt die Anforderung, genaue Angaben über die von einem bestimmten Verwalter alternativer Investmentfonds verwalteten Fonds bereitzustellen, was die Anlagestrategien sowie die wichtigsten Märkte, Nettoinventarwerte und das Liquiditätsprofil des Portfolios einschließt⁵⁴. Die zuständigen nationalen Behörden müssen diese Daten regelmäßig der ESMA weiterleiten (siehe [Anhang](#))⁵⁵.

115 In Bezug auf OGAW besteht hingegen derzeit kein harmonisierter Berichterstattungsrahmen auf EU-Ebene. Zwar ist in der OGAW-Richtlinie der Mindestinhalt für einige zentrale Dokumente festgelegt, die jeder OGAW veröffentlichen muss, weitere Einzelheiten über die Berichterstattung liegen jedoch nach wie vor im Ermessen der zuständigen nationalen Behörden. Daher sind große Unterschiede bei den Meldeverfahren zwischen den zuständigen nationalen Behörden

⁵⁴ [AIFM-Richtlinie](#), Artikel 24.

⁵⁵ [AIFM-Richtlinie](#), Artikel 25 Absatz 2.

mit Blick auf die Meldehäufigkeit, die abgedeckten OGAW und die gemeldeten Daten festzustellen⁵⁶. Die erstellten Daten können nicht verglichen werden.

116 Das Fehlen detaillierter Berichtspflichten in Bezug auf OGAW machte es der ESMA schwer, die Analysen vorzunehmen, die für die Bewertung der Fähigkeit zur Krisenbewältigung von Investmentfonds mit einem erheblichen Engagement in Unternehmensschuldtiteln und Immobilien im Rahmen der COVID-19-Krise erforderlich sind⁵⁷. Ferner beeinträchtigt es die Fähigkeit der ESMA, Stresssimulationen bzw. aufsichtliche Stresstests durchzuführen.

117 Zudem ist in der OGAW-Richtlinie nicht explizit vorgeschrieben, dass die zuständigen nationalen Behörden für aufsichtliche Zwecke erhobene Daten der ESMA zur Verfügung stellen müssen; die ESMA kann aber Informationen zur Erfüllung ihrer Pflichten anfordern⁵⁸. Wenn die zuständige nationale Behörde der Aufforderung nicht angemessen nachkommen kann, steht es der ESMA frei, sich an andere nationale Behörden, darunter nationale Zentralbanken und statistische Ämter, oder direkt an die Marktteilnehmer zu wenden. Nach Angaben der ESMA ist für solche Datenanforderungen jedoch die Genehmigung des Rates der Aufseher erforderlich, und sie werden daher nur in Ausnahmefällen vorgenommen.

118 Die Ergebnisse der Befragung von 10 zuständigen nationalen Behörden durch die ESMA im Jahr 2021 zeigen, dass die meisten zuständigen nationalen Behörden zwar Daten über OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften erheben, sich die Berichtspflichten aber erheblich unterscheiden. Aufgrund des Fehlens eines direkten Zugangs und der mangelnden Kohärenz bei der Berichterstattung hat die ESMA bisher darauf verzichtet, die Übermittlung dieser Daten anzufordern.

119 Die ESMA und der ESRB stützen sich auf andere, vorwiegend kommerzielle Datenquellen für die Berichterstattung und Analysen bezüglich OGAW (siehe [Anhang](#)). Nach Angaben der ESMA und der vom Hof befragten Interessenträger übermitteln Fonds zwar häufig Daten an kommerzielle Anbieter, doch bringt die Zugrundelegung kommerzieller Daten Herausforderungen in Zusammenhang mit der Vollständigkeit und Datenqualität mit sich.

⁵⁶ ESRB/2017/6.

⁵⁷ ESRB/2020/4.

⁵⁸ Verordnung (EU) Nr. 1095/2010, Artikel 35.

120 Der ESRB unterbreitete 2017 die Empfehlung, dass die gesetzgebenden Organe der EU harmonisierte Berichtspflichten für OGAW auf den Weg bringen sollten⁵⁹. Diese Empfehlung wurde jedoch nicht aufgegriffen. Die meisten der vom Hof befragten zuständigen nationalen Behörden und Investment-Verbände stimmten zu oder stimmten voll und ganz zu, dass der Regelungsrahmen für Investmentfonds von verbesserten Berichtspflichten profitieren würde. Nach ihren Vorschlägen könnten sich künftige Berichtspflichten für OGAW an den Berichtspflichten in der AIFM-Richtlinie orientieren, wobei die Unterschiede zwischen den beiden Arten von Investmentfonds zu berücksichtigen sind.

Einige wesentliche Berichtspflichten sind nach der AIFM-Richtlinie nicht vorgeschrieben

121 Obwohl in der AIFM-Richtlinie harmonisierte Berichtspflichten vorgesehen ist, wird deren Nutzen dadurch beeinträchtigt, dass Fondsverwalter nicht verpflichtet sind, über bestimmte Schlüsseldaten zu berichten. Zwar müssen Verwalter alternativer Investmentfonds nach der AIFM-Richtlinie und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission ihre Rechtsträgerkennung (LEI) angeben, um sich und die von ihnen verwalteten Fonds auszuweisen, doch ist die Angabe der LEI in weiteren Detaillierungsgraden (z. B. Primebroker von AIF) freigestellt. Nach den Leitlinien müssen Verwalter alternativer Investmentfonds die internationale Wertpapierkennnummer (ISIN) und andere internationale Kennungen, die der AIF möglicherweise hat, angeben, allerdings nur, sofern diese verfügbar sind.

122 Die derzeitige Regelung hat zu einem sehr niedrigen Prozentsatz von Verwaltern alternativer Investmentfonds und AIF geführt, die tatsächlich gemeinsame Kennungen wie LEI oder ISIN angeben. Bei Fonds mit derivativen Positionen wird die LEI hingegen überdurchschnittlich oft angegeben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass im Gegensatz zur AIFM-Richtlinie in der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) für Gegenparteien unmittelbar die Pflicht zur Angabe globaler Rechtsträgerkennungen und der ISIN vorgesehen ist. Sofern die LEI und ISIN häufiger angegeben würden, könnten die ESMA und der ESRB verschiedene Daten zu Verwaltern alternativer Investmentfonds und AIF wirksamer miteinander verknüpfen und Systemrisiken ermitteln⁶⁰.

⁵⁹ ESRB/2017/6, Empfehlung D.

⁶⁰ ESRB, *The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk*, Occasional Paper Series No 18 (September 2021).

Nationale Zentralbanken erheben Daten für die statistische Berichterstattung, die aber für die ESMA bzw. den ESRB nicht verfügbar sind

123 Die ESMA verfügt derzeit über keine Portfoliodaten für OGAW und AIF. Es wären jedoch Daten auf dieser Ebene notwendig, um sinnvolle Risikoanalysen und aufsichtliche Stresstests auf der Grundlage von Aufsichtsdaten statt kommerzieller Daten durchzuführen.

124 Die nationalen Zentralbanken (NZB) müssen bereits granulare Daten zu Investmentfonds – einschließlich AIF und OGAW, aber nicht zu Geldmarktfonds – in einheitlicher Weise für die statistische Berichterstattung der EZB erheben⁶¹. Die Daten umfassen genaue Angaben auf ISIN-Ebene. Allerdings stellen die NZB diese Daten der EZB nur in aggregierter Form zur Verfügung, da durch die 1998 vom Rat eingeführte Vertraulichkeitsregelung die Nutzung der von den NZB erhobenen vertraulichen Daten auf die "Wahrnehmung der Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)" beschränkt ist⁶². Einige der von der EZB erfassten aggregierten Daten werden der ESMA und dem ESRB bereits zugänglich gemacht, doch sind diese nicht ausreichend granular, um eine angemessene Überwachung von Systemrisiken zu ermöglichen.

125 Die ESMA und der ESRB haben die Möglichkeiten für den Zugang zu den und die Nutzung der von den NZB erhobenen detaillierteren Daten auf Portfolioebene nicht vollständig ausgeschöpft (siehe Ziffer **117**) und verweisen in diesem Zusammenhang auf rechtliche und operative Herausforderungen. Der Hof stellte fest, dass die NZB in bestimmten Fällen auch die zuständigen Behörden für die Beaufsichtigung von Investmentfonds sind.

⁶¹ Verordnung EZB/2013/38.

⁶² Verordnung (EG) Nr. 2533/98, Artikel 8 Absatz 5.

Schlussfolgerungen und Empfehlungen

126 Zusammenfassend gelangt der Hof zu dem Schluss, dass es mithilfe der Maßnahmen der EU zwar möglich war, einen Binnenmarkt für Investmentfonds zu schaffen, die gewünschten Wirkungen aber noch nicht erzielt wurden, da echte grenzüberschreitende Tätigkeiten und Vorteile für Anleger nach wie vor begrenzt sind. Darüber hinaus sind die Kohärenz und Wirksamkeit der Fondsaufsicht und des Anlegerschutzes unzureichend.

127 Die Kommission und die gesetzgebenden Organe der EU haben ehrgeizige Ziele für einen Binnenmarkt für Investmentfonds festgelegt, nämlich einen effizienten Vertrieb von Fonds in anderen Mitgliedstaaten zu ermöglichen, einen wirkungsvollen und vergleichbaren Anlegerschutz sicherzustellen und für gleiche Wettbewerbsbedingungen zu sorgen (siehe Ziffern [16-17](#)). Der Hof gelangt zu dem Schluss, dass die Kommission und die gesetzgebenden Organe durch das Pass-System zwar grenzüberschreitende Tätigkeiten ermöglicht haben, jedoch nur begrenzt erfolgreich waren, was die Erhöhung der Zahl der echten grenzüberschreitenden Fonds (d. h. der in mehreren Mitgliedstaaten vertriebenen Fonds) angeht, obgleich dies ein zentrales Ziel darstellte. Ihre Zahl ist nur geringfügig gestiegen (siehe Ziffern [18-21](#)).

128 Der Hof stellte fest, dass die erwarteten Vorteile für Anleger, wie niedrigere Gebühren durch Wettbewerb und Innovation oder der Zugang zu mehr Produkten, nicht eingetreten sind. Die Kosten sind nach wie vor hoch und unterscheiden sich zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten erheblich (siehe Ziffer [83](#)). Des Weiteren bestehen nach wie vor keine gleichen Wettbewerbsbedingungen, da sich die Aufsichtspraktiken und -ergebnisse je nach Mitgliedstaat erheblich voneinander unterscheiden und weiterhin Hindernisse für den Markteintritt bestehen (siehe Ziffern [22-23](#)). Der Hof weist darauf hin, dass bestimmte Marktgegebenheiten und strategische Entscheidungen, wie Besteuerung, lokale Nachfrage und die Entscheidung von Vermögensverwaltern, wo sie ihre Investmentfonds vertreiben, nicht durch das EU-Recht geregelt werden können.

129 Zwar war die ursprüngliche Einrichtung des EU-Rechtsrahmens ein Schritt nach vorne, doch haben die späteren wiederholten Überarbeitungen zu keinen anderen Ergebnissen geführt und sind möglicherweise nicht das geeignete Instrument, um den Binnenmarkt zu vertiefen. Die Kommission hat keine umfassende Eignungsprüfung des gesamten Rechtsrahmens für Investmentfonds durchgeführt, um zu bewerten, in welchem Umfang die verschiedenen Ziele erreicht wurden. Der Hof gelangt zu dem Schluss, dass die Kommission nicht immer die Zweckmäßigkeit oder Wirksamkeit ihrer

gesetzgeberischen Initiativen für eine Verbesserung der geltenden Vorschriften nachweisen konnte. Bei Ex-ante-Folgenabschätzungen wurden die potenziellen Auswirkungen neuer Rechtsvorschriften möglicherweise überschätzt, und die Ex-post-Evaluierungen müssen gründlicher angelegt sein (siehe Ziffern [26-30](#)). Außerdem steht die Leistungsmessung der Kommission nicht mit ihren eigenen Kriterien in Einklang (siehe Ziffer [31](#)).

Empfehlung 1 – Bewertung der Eignung des bestehenden Rahmens für die Erreichung der angestrebten Ziele

Die Kommission sollte

- a) eine umfassende Eignungsprüfung zu den Rechtsvorschriften über Investmentfonds durchführen und abhängig von ihrem Ergebnis Maßnahmen ergreifen, um die Ziele des Binnenmarkts wirksamer zu erreichen;
- b) ihre Leistungsmessung durch die Festlegung geeigneter Indikatoren verbessern.

Zeitraumen: bis 2024

130 Die ESMA hat ihre Bemühungen im Bereich der aufsichtlichen Konvergenz intensiviert. Beispielsweise hat sie einen Rahmen für die Ermittlung zentraler aufsichtlicher Risiken und die Konzentration auf diese Risiken geschaffen (siehe Ziffern [40-41](#)). Sie sieht sich jedoch Herausforderungen bei der wirksamen Anwendung ihrer Instrumente gegenüber, wie etwa ihre eigene Leitungsstruktur oder ihre Abhängigkeit von der Kooperation der zuständigen nationalen Behörden. Die zuständigen nationalen Behörden bevorzugen eindeutig weniger "eingriffsintensive" Konvergenzinstrumente (siehe Ziffern [56-57](#)).

131 Die ESMA hat hauptsächlich vorbereitende Instrumente wie Leitlinien und Fragen und Antworten eingesetzt. Der Hof stellte fest, dass die Wirksamkeit dieser Instrumente nicht belegt ist, da die ESMA nicht die Wirkung aller ihrer Konvergenzmaßnahmen bewertet (siehe Ziffern [42-43](#)). Die ESMA hat vor Kurzem neue Instrumente eingeführt und verwendet diese für prioritäre Bereiche. Sie stellte Instrumente wie gemeinsame Aufsichtsmaßnahmen, die für die teilnehmenden zuständigen nationalen Behörden einen Raum für Austausch und die Erörterung von Vorgehensweisen schaffen, stärker in den Mittelpunkt (siehe Ziffern [44-46](#)). Jedoch hat die ESMA ihre Überwachungsfunktion nur selten ausgeübt (siehe Ziffern [42-48](#)).

132 Daher hatten die Bemühungen der ESMA um Schaffung einer kohärenten und vergleichbaren Aufsicht nur eine begrenzte Wirkung. Der Hof ermittelte jedoch auch

Fälle, in denen durch die Tätigkeiten der ESMA die Qualität der nationalen Aufsicht verbessert wurde und unterschiedliche Vorgehensweisen angeglichen wurden. Die ESMA kann ihre Fortschritte noch nicht belegen, da sie die Erreichung ihrer Ziele nicht misst (siehe Ziffern [58-60](#)). Durch die Tätigkeiten der ESMA wurden auch einige Schwachstellen bei der Aufsicht auf nationaler Ebene aufgezeigt, insbesondere was die Durchsetzung betrifft (siehe Ziffern [61-68](#))

Empfehlung 2 – Verbesserung der Wirksamkeit der Konvergenztätigkeit der ESMA

Die Kommission sollte

- a) in Erwägung ziehen, Änderungen der Leitungsstruktur der ESMA vorzuschlagen, durch die es der ESMA möglich wäre, ihre Befugnisse wirksamer auszuüben; dazu gehört auch die verpflichtende Teilnahme der zuständigen nationalen Behörden an der Konvergenztätigkeit der ESMA und die Übertragung der operativen Leitung an die Dienststellen der ESMA.

Die ESMA sollte

- b) einen strukturierteren Ansatz für die Auswahl von Konvergenzinstrumenten einführen, die Weiterverfolgung stärken und bei Bedarf Abhilfeinstrumente, einschließlich des Verfahrens wegen "Verletzung von Unionsrecht", einsetzen;
- c) ihre Kapazitäten zur Überwachung von Fortschritten ausbauen, indem sie Aufsichtspraktiken erfasst, die Wirksamkeit von Instrumenten bewertet und ihre Leistungsmessung umgestaltet.

Zeitraum: bis 2024

133 Die Kommission und die ESMA haben die Transparenz von Investmentfonds sowie der mit ihnen verbundenen Risiken und Kosten verbessert. Die entscheidenden Instrumente waren die Einführung des Dokuments mit wesentlichen Informationen für den Anleger (KIID) und die Veröffentlichung eines jährlichen Berichts über Wertentwicklung und Kosten. Dennoch bestehen nach wie vor Schwachstellen bezüglich der den Anlegern bereitgestellten Informationen, und ein Vergleich von Fonds gestaltet sich für Anleger nach wie vor sehr schwierig (siehe Ziffern [73-80](#)).

134 Die Kosten für Anleger sind in den letzten Jahren nach und nach gesunken, doch noch immer sind Anleger nicht ausreichend davor geschützt, dass von Fondsverwaltern unangemessene Kosten erhoben werden (z. B. durch verkappte Indexfonds) oder Finanzintermediäre, die in den meisten Mitgliedstaaten nach wie vor

Anreize erhalten, eine einseitige Beratung erteilen (siehe Ziffern [83-92](#)). Des Weiteren unterliegen ESG-Ratings größtenteils keiner Regulierung und Aufsicht (siehe Ziffern [81-82](#)).

Empfehlung 3 – Schutz der Anleger vor unangemessenen Kosten und irreführenden Informationen

Die Kommission sollte

- a) Kleinanleger besser schützen, insbesondere durch strengere Vorschriften über Anreize.

Die ESMA sollte

- b) ihre Analysen der Wertentwicklung und Kosten von Kleinanlegerprodukten noch detaillierter gestalten, insbesondere durch eine Aufschlüsselung nach Vertriebsland und Kostenart;
- c) ein Instrument entwickeln, das es Anlegern ermöglicht, Informationen über alle angebotenen Fonds, die bestimmten Kriterien entsprechen, abzurufen und die Kosten und Wertentwicklung dieser Fonds zu vergleichen.

Zeitraumen: bis 2024

135 Die ESMA überwacht Systemrisiken im Wege einer regelmäßigen sowie ad hoc stattfindenden externen und internen Berichterstattung; die Risiken werden jedoch nicht nach Land aufgeschlüsselt. Es wurde keine formelle Bestandsaufnahme der in den Mitgliedstaaten bestehenden Verfahren für die Überwachung von Systemrisiken vorgenommen (siehe Ziffer [94](#) sowie Ziffern [99-102](#)). Der Rat für Finanzstabilität ermittelte, welche Risiken von Investmenttätigkeiten ausgehen. Die ESMA hat sich mit den beiden Hauptrisiken befasst: Hebelfinanzierungen und Liquidität. Der Hof stellte in diesem Zusammenhang fest, dass im Rechtsrahmen zwar allgemeine Bestimmungen vorgesehen sind, das operationelle Risiko von den aktuellen Leitlinien der ESMA aber nicht abgedeckt wird (siehe Ziffern [95-98](#)).

136 Die ESMA führte keine aufsichtlichen Stresstests durch, obwohl diese in ihrer Gründungsverordnung vorgesehen sind. Sie nahm nur Stresssimulationen auf der Grundlage von Marktdaten vor, und erst jetzt wird damit begonnen, Ergebnisse weiterzuverfolgen, wenn auch nur langsam. Konzeptionelle Arbeiten für aufsichtliche Stresstests wurden noch nicht aufgenommen. Der Hof stellte fest, dass die ESMA zweckdienliche Leitlinien für interne Stresstests erarbeitet hat. Außer in Bezug auf Geldmarktfonds werden die Daten über Stresstests nicht systematisch gemeldet. Die

gemeldeten Daten wurden bislang nicht für die Entwicklung von aufsichtlichen Stresstests oder Rückvergleiche der Ergebnisse von Stresssimulationen herangezogen (siehe Ziffern [103-111](#)).

Empfehlung 4 – Verbesserung der Ermittlung von Systemrisiken

Die ESMA sollte in Abstimmung mit dem ESRB festlegen, für welche Arten von Fonds aufsichtliche Stresstests erforderlich sind, untersuchen, wie die Ergebnisse durchgeführter Stresstests und -simulationen wirksamer verwendet werden können, und ein umfassendes Modell entwickeln, das eine Analyse der Verflechtungen ermöglicht.

Zeitraumen: bis 2025

137 Derzeit bestehen auf EU-Ebene keine harmonisierten Berichtspflichten für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Daher sind die von den zuständigen nationalen Behörden in den Mitgliedstaaten erhobenen Aufsichtsdaten nicht vergleichbar. Die Berichterstattung über alternative Investmentfonds ist auf EU-Ebene harmonisiert, doch nach dem Berichterstattungsrahmen sind ihre Verwalter nicht verpflichtet, gemeinsame Kennungen anzugeben und genaue Angaben auf Portfolioebene zu machen. Mängel bei Datenqualität, Verfügbarkeit und Verwendung wirken sich nachteilig auf die Überwachung der Risiken und die Leistung der entsprechenden Stresstests aus (siehe Ziffern [112-122](#) und Ziffer [102](#)).

138 Die nationalen Zentralbanken erheben für die Zwecke der statistischen Berichterstattung bereits granulare Informationen auf Portfolioebene zu Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und alternativen Investmentfonds. Sie übermitteln diese Daten jedoch nur auf aggregierter Basis an die EZB, die einen Teilsatz dieser Informationen der ESMA und dem ESRB bereitstellt. Zwar sind diese nach ihrer jeweiligen Gründungsverordnung befugt, Informationen auf Ad-hoc-Basis anzufordern, doch haben sie diese Befugnis zur Einholung der vorhandenen Daten nicht genutzt. Im Allgemeinen erfordern Anfragen solcher Art die Genehmigung ihres jeweiligen Rates, und möglicherweise sind sie für die regelmäßige Überwachung von Systemrisiken nicht geeignet (siehe Ziffer [117](#) und Ziffern [124-125](#)).

Empfehlung 5 – Vereinfachung der Datenerfassung und Aktualisierung der Berichtspflichten

Die Kommission sollte

- a) die ESMA und den ESRB beim Zugang zu den erforderlichen Informationen über Fonds, die den zuständigen nationalen Behörden und den Zentralbanken des Eurosystems vorliegen, unterstützen und einen Vorschlag für harmonisierte Berichtspflichten für OGAW vorlegen;
- b) bewerten, welche zusätzlichen Daten über Fonds erforderlich sind und wie diese eingeholt werden sollten, um Risiken besser zu überwachen und den Meldeaufwand für die Branche auf ein Mindestmaß zu begrenzen.

Zeitraumen: bis 2024

Dieser Bericht wurde von Kammer IV unter Vorsitz von Herrn Mihails KOZLOVS, Mitglied des Rechnungshofs, am 18. Januar 2022 in Luxemburg angenommen.

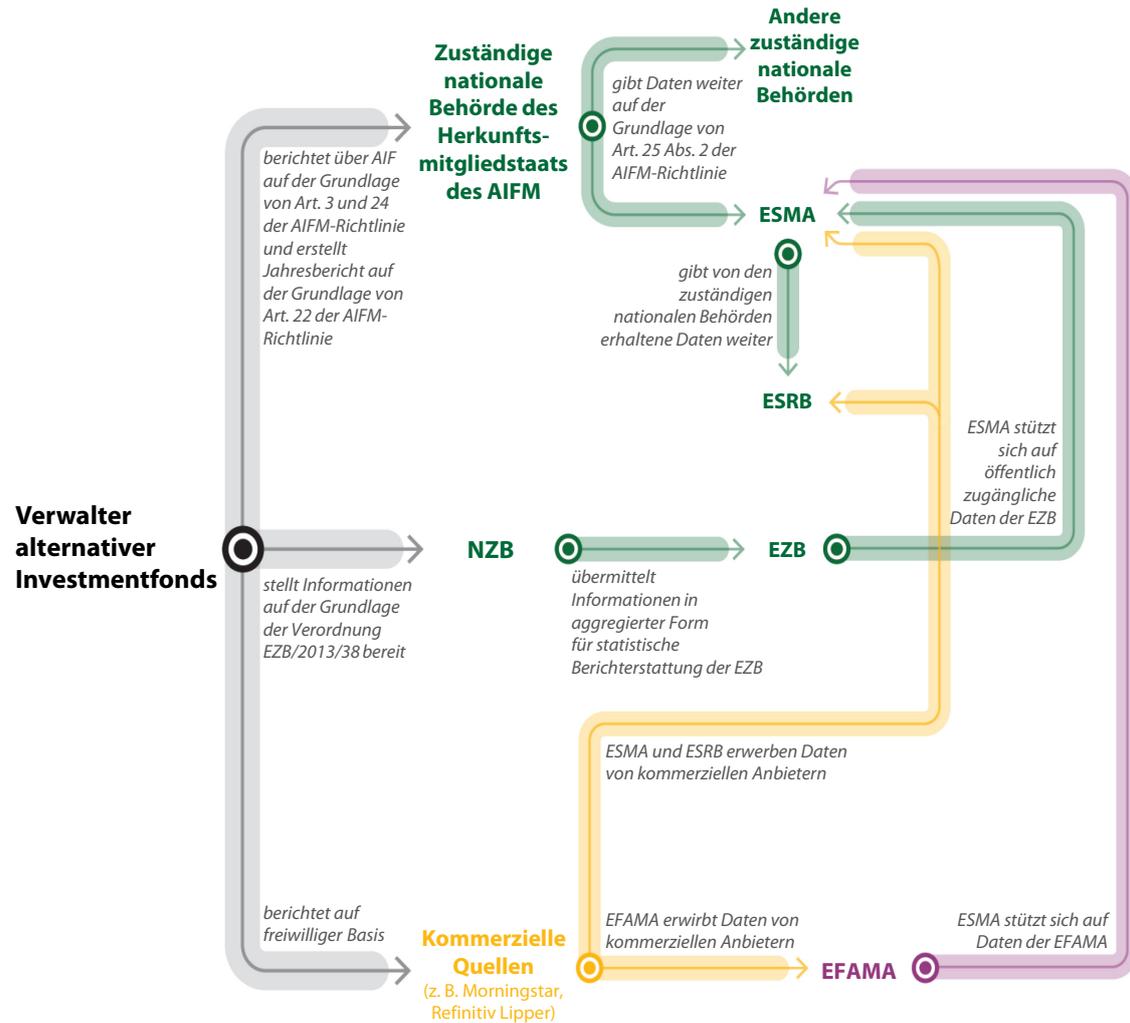
Für den Rechnungshof

Klaus-Heiner LEHNE
Präsident

Anhang

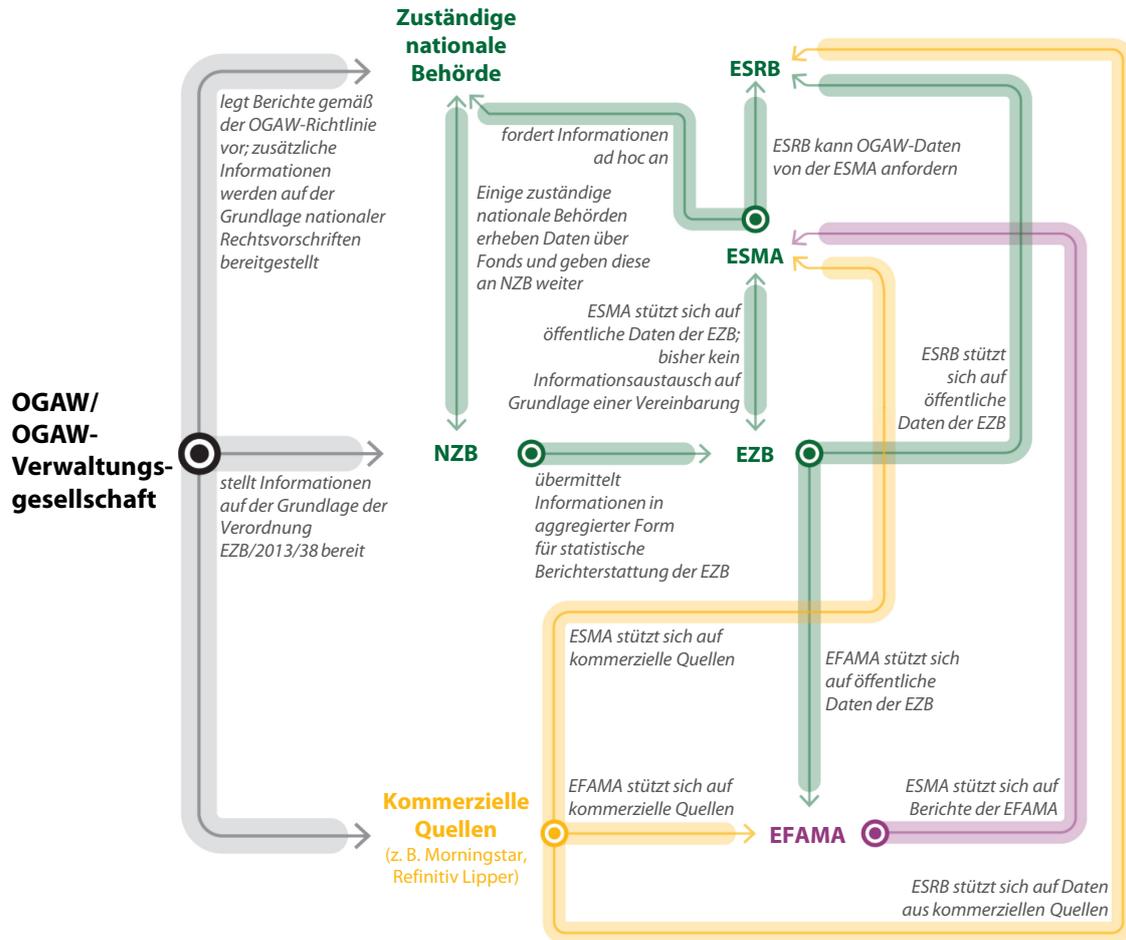
Anhang – Datenerhebung und Informationsaustausch zu AIF und OGAW

Datenerhebung und Informationsaustausch zu AIF



Quelle: Europäischer Rechnungshof.

Datenerhebung und Informationsaustausch zu OGAW



Quelle: Europäischer Rechnungshof.

Akronyme und Abkürzungen

AEUV: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union

AIF: alternativer Investmentfonds

AIFM: Verwalter alternativer Investmentfonds

AIFM-Richtlinie: Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds

AMF: *Autorité des Marchés Financiers* (französische Finanzmarktbehörde)

EBA: Europäische Bankenaufsichtsbehörde

EFAMA: *European Fund and Asset Management Association* (Europäische Investment-Vereinigung)

EIOPA: *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung)

EMIR: *European Market Infrastructure Regulation* (Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen)

ESA: *European Supervisory Authority* (Europäische Aufsichtsbehörde)

ESG: *Environmental, Social and Governance* (umwelt-, sozial- und governancebezogen)

ESMA: *European Securities and Markets Authority* (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)

ESRB: *European Systemic Risk Board* (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)

ETF: *exchange-traded fund* (börsengehandelter Fonds)

EZB: Europäische Zentralbank

FSB: *Financial Stability Board* (Rat für Finanzstabilität)

IOSCO: *International Organisation of Securities Commissions* (Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden)

ISIN: *International Securities Identification Number* (internationale Wertpapierkennnummer)

IWF: Internationaler Währungsfonds

KID: *Key Information Document* (Basisinformationsblatt) (im Rahmen von PRIIP)

KIID: *Key Investor Information Document* (Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger) (im Rahmen von OGAW)

LEI: *Legal Entity Identifier* (Rechtsträgerkennung)

MiFID (I/II): *Markets in Financial Instruments Directive* (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)

MiFIR: *Markets in Financial Instruments Regulation* (Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente)

NZB: nationale Zentralbank

OGAW: Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

PRIIP: *Packaged Retail Investment and Insurance-based Products* (verpacktes Anlageprodukt für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte)

TRV: *Trends, Risks and Vulnerabilities* (Trends, Risiken und Schwachstellen)

VZÄ: Vollzeitäquivalent

Glossar

Alternative Investmentfonds (AIF): alle Investmentfonds, die nicht unter die OGAW-Richtlinie der EU, sondern unter die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) fallen; hierzu gehören Hedgefonds, Risikokapitalfonds, Private-Equity-Fonds und Immobilienfonds.

Anreize: Zahlungen an Dritte für die Erbringung von Dienstleistungen.

Aufsichtliche Konvergenz: bezieht sich auf die Aufsichtspraktiken und -ergebnisse und beschreibt den Prozess der Förderung der einheitlichen und wirksamen Umsetzung und Anwendung harmonisierter, aber nicht einheitlicher Vorschriften durch die zuständigen nationalen Behörden in der EU. Konvergenz bedeutet nicht, dass ein Universalansatz angestrebt wird. Das übergeordnete Ziel besteht darin, vergleichbare Ergebnisse bei Regulierung und Aufsicht zu erzielen.

Aufsichtlicher Stresstest: von der Aufsichtsbehörde durchgeführter Stresstest.

Börsengehandelter Fonds (ETF): Wertpapier, das einen [Index](#), Sektor, Rohstoff oder anderen Vermögenswert nachbildet, das aber an einer Börse erworben und verkauft werden kann.

Echter grenzüberschreitender Fonds: Fonds, der in mindestens drei bzw. fünf Ländern vertrieben wird.

Eignungsprüfung: Evaluierung zur Ermittlung von Überschneidungen, Lücken, Unstimmigkeiten oder veralteten Maßnahmen im regulatorischen Rahmen eines Politikbereichs.

Einheitliches Regelwerk: Sammlung von Gesetzestexten, die für alle Finanzinstitute in der EU gelten.

Europäische Aufsichtsbehörden (ESA): Sammelbezeichnung für die drei für die Finanzaufsicht zuständigen Behörden: die Europäische Bankenaufsichtsbehörde, die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA): EU-Aufsichtsbehörde, die eine wirksame und einheitliche aufsichtsrechtliche Regulierung und Beaufsichtigung des gesamten europäischen Bankensektors gewährleisten soll. Zu ihren Aufgaben zählen die Veranlassung der Durchführung und die Koordinierung von Stresstests für den EU-Finanzsektor. Außerdem setzt sie maßgebliche Standards.

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA): EU-Aufsichtsbehörde, die zum Schutz der Stabilität des Finanzsystems der EU beiträgt, indem sie den Anlegerschutz verbessert und stabile und ordnungsgemäß funktionierende Finanzmärkte fördert. Zu ihren Aufgaben zählen die Förderung der aufsichtlichen Konvergenz unter den zuständigen nationalen Behörden der Mitgliedstaaten, die für die Wertpapier- und Kapitalmarktaufsicht verantwortlich sind.

Finanzintermediär: Einheit, die als Bindeglied zwischen dem Fondsmanager eines Finanzinstruments und den Endbegünstigten fungiert.

Folgenabschätzung: Analyse der voraussichtlichen oder tatsächlichen Auswirkungen einer politischen Initiative oder anderen Maßnahme (Ex-ante- bzw. Ex-post-Folgenabschätzung).

Fondsverwalter: Stelle oder Person, die für die Umsetzung einer Anlagestrategie und die Verwaltung eines Anlageportfolios bezüglich eines Finanzinstruments zuständig ist.

Geldmarktfonds: Fonds, der in kurzfristige Schuldtitel investiert.

Greenwashing: Erweckung eines falschen Eindrucks oder Bereitstellung irreführender Informationen, in denen die Produkte eines Unternehmens umweltverträglicher dargestellt werden, als sie sind.

Hedgefonds: AIF, der darauf abzielt, durch Nutzung flexiblerer Anlagestrategien eine positive Rendite zu erzielen, wobei häufig Hebelfinanzierungen (d. h. Fremdfinanzierungen zur Erhöhung der Risikopositionen und des Investitionsrisikos), Leerverkäufe und andere spekulative Investitionspraktiken zum Einsatz kommen, die von anderen Arten von Fonds nicht häufig angewandt werden.

IOSCO-Grundsätze: von der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden festgelegte Grundsätze. Sie beruhen auf drei Zielen der Wertpapierregulierung: Anlegerschutz, Sicherstellung, dass Märkte fair, effizient und transparent sind, sowie Verringerung von Systemrisiken.

Konformitätsüberprüfung: Überprüfung, ob die maßgeblichen Bestimmungen einer EU-Richtlinie korrekt in die nationalen Umsetzungsmaßnahmen übernommen wurden.

Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW): Anlageinstrument, das Kapital von Anlegern bündelt und in ein Portfolio von Finanzinstrumenten wie Aktien, Anleihen und andere Wertpapiere investiert. OGAW, die unter eine EU-Richtlinie fallen, können auf der Grundlage einer einzigen Zulassung in einem Mitgliedstaat öffentlich an Kleinanleger in der gesamten EU vertrieben werden.

Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID): EU-Rechtsrahmen zur Regulierung der Finanzmärkte und Verbesserung des Anlegerschutzes. Die MiFID II ersetzt die ursprüngliche Richtlinie aus dem Jahr 2008.

Rücknahme: Tausch von Fondsanteilen gegen Barmittel.

Stresstest: Simulation zur Beurteilung der Fähigkeit eines Finanzinstituts, verschiedenen Krisenszenarien standzuhalten.

Systemrisiko: Risiko einer Störung des Finanzsystems, die mit dem Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für den Binnenmarkt und die Wirtschaft insgesamt einhergeht.

Testkäufe: verdeckter Forschungsansatz, der von zuständigen nationalen Behörden oder Marktforschungsunternehmen verwendet werden kann, um die Qualität des Kundenservices zu messen und/oder Informationen über Finanzprodukte und -dienstleistungen sowie das Verhalten von Finanzintermediären gegenüber Kunden einzuholen.

Übertragungsvereinbarungen: Vereinbarungen, nach denen bestimmte Funktionen nicht vom zugelassenen Unternehmen selbst wahrgenommen werden, weshalb sie einer Überwachung unterliegen. Übertragungsvereinbarungen können eine effiziente Möglichkeit zur Durchführung bestimmter Aufgaben oder Tätigkeiten darstellen. Solche Vereinbarungen sind jedoch nicht ohne Risiken und müssen einer angemessenen Beaufsichtigung unterliegen.

Umsetzung des EU-Rechts: Verfahren, bei dem EU-Mitgliedstaaten EU-Richtlinien in ihr nationales Recht umsetzen, damit deren Ziele, Anforderungen und Fristen unmittelbar wirksam werden.

Vertragsverletzungsverfahren: Verfahren zur Einleitung rechtlicher Schritte gegen einen EU-Mitgliedstaat, der seinen Pflichten gemäß dem EU-Recht nicht nachkommt, durch die Kommission.

Vertriebspass: ermöglicht, dass OGAW oder AIF, die von der zuständigen nationalen Behörde in einem Mitgliedstaat zugelassen sind, in anderen EU-Mitgliedstaaten grenzüberschreitend vertrieben werden, ohne dass eine Zulassung durch die nationalen zuständigen Behörden des Aufnahmemitgliedstaats erforderlich ist. Während der Vertriebspass für OGAW den Vertrieb von OGAW an Klein- und institutionelle Anleger ermöglicht, gilt der Vertriebspass für AIF ausschließlich für den Vertrieb an professionelle Anleger. Wie beim Verwaltungspass wird die Zulassung durch ein Anzeigeverfahren zwischen den zuständigen nationalen Behörden in den verschiedenen EU-Mitgliedstaaten ersetzt.

Verwaltungspass: ermöglicht einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft oder einem Verwalter alternativer Investmentfonds mit Zulassung in einem Mitgliedstaat, ihre bzw. seine Geschäftstätigkeit in anderen EU-Mitgliedstaaten auszuüben, sei es im Rahmen der Dienstleistungsfreiheit oder durch die Gründung einer Zweigniederlassung. Zwar unterliegt eine solche grenzüberschreitende Tätigkeit einem Anzeigeverfahren zwischen den zuständigen nationalen Behörden in den betreffenden Mitgliedstaaten, doch muss sich der Fondsverwalter keinem weiteren Zulassungsverfahren unterziehen.

Zentraler Leistungsindikator: quantifizierbare Größe, die die Leistung anhand von zentralen Zielen anzeigt.

Zuständige nationale Behörde: eine nationale Stelle, die für die Bank- und/oder Wertpapiermarktaufsicht verantwortlich ist.

Antworten der Kommission und der ESMA

<https://www.eca.europa.eu/de/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

Zeitschiene

<https://www.eca.europa.eu/de/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

Prüfungsteam

Die Sonderberichte des Hofes enthalten die Ergebnisse seiner Prüfungen zu Politikbereichen und Programmen der Europäischen Union oder zu Fragen des Finanzmanagements in spezifischen Haushaltsbereichen. Bei der Auswahl und Gestaltung dieser Prüfungsaufgaben ist der Hof darauf bedacht, maximale Wirkung dadurch zu erzielen, dass er die Risiken für die Wirtschaftlichkeit oder Regelkonformität, die Höhe der betreffenden Einnahmen oder Ausgaben, künftige Entwicklungen sowie das politische und öffentliche Interesse abwägt.

Diese Wirtschaftlichkeitsprüfung wurde von Prüfungskammer IV "Marktregulierung und wettbewerbsfähige Wirtschaft" unter Vorsitz von Mihails Kozlovs, Mitglied des Hofes, durchgeführt. Die Prüfung stand unter der Leitung von Rimantas Šadžius, Mitglied des Hofes. Herr Šadžius wurde unterstützt von seinem Kabinettchef Mindaugas Pakštys und dem Attaché Matthias Blaas, der Direktorin Ioanna Metaxopoulou, dem Leitenden Manager Paul Stafford und dem Aufgabenleiter Eddy Struyvelt. Zum Prüfungsteam gehörten außerdem Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska und Nadiya Sultan. Mark Smith leistete sprachliche Unterstützung.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

URHEBERRECHTSHINWEIS

© Europäische Union, 2022.

Die Weiterverwendung von Dokumenten des Europäischen Rechnungshofs wird durch den [Beschluss Nr. 6-2019 des Europäischen Rechnungshofs](#) über die Politik des offenen Datenzugangs und die Weiterverwendung von Dokumenten geregelt.

Sofern nicht anders angegeben (z. B. in gesonderten Urheberrechtshinweisen), werden die Inhalte des Hofes, an denen die EU die Urheberrechte hat, im Rahmen der Lizenz [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#) zur Verfügung gestellt. Das bedeutet, dass eine Weiterverwendung gestattet ist, sofern die Quelle in angemessener Weise angegeben und auf Änderungen hingewiesen wird. Der Weiterverwender darf die ursprüngliche Bedeutung oder Botschaft der Dokumente nicht verzerrt darstellen. Der Hof haftet nicht für etwaige Folgen der Weiterverwendung.

Sie sind zur Einholung zusätzlicher Rechte verpflichtet, falls ein bestimmter Inhalt identifizierbare Privatpersonen zeigt, z. B. Fotos von Mitarbeitern des Hofes, oder Werke Dritter enthält. Wird eine Genehmigung eingeholt, so hebt diese die vorstehende allgemeine Genehmigung auf und ersetzt sie; auf etwaige Nutzungsbeschränkungen wird ausdrücklich hingewiesen.

Wollen Sie Inhalte verwenden oder wiedergeben, an denen die EU keine Urheberrechte hat, müssen Sie eine Genehmigung direkt bei den Urheberrechtsinhabern einholen.

Software oder Dokumente, die von gewerblichen Schutzrechten erfasst werden, wie Patente, Marken, eingetragene Muster, Logos und Namen, sind von der Weiterverwendungspolitik des Hofes ausgenommen und werden Ihnen nicht im Rahmen der Lizenz zur Verfügung gestellt.

Die Websites der Organe der Europäischen Union in der Domain "europa.eu" enthalten mitunter Links zu von Dritten betriebenen Websites. Da der Hof diesbezüglich keinerlei Kontrolle hat, sollten Sie deren Bestimmungen zum Datenschutz und zum Urheberrecht einsehen.

Verwendung des Logos des Europäischen Rechnungshofs

Das Logo des Europäischen Rechnungshofs darf nur mit vorheriger Genehmigung des Europäischen Rechnungshofs verwendet werden.

PDF	ISBN 978-92-847-7543-9	ISSN 1977-5644	doi:10.2865/630778	QJ-AB-22-029-DE-N
HTML	ISBN 978-92-847-7520-0	ISSN 1977-5644	doi:10.2865/614272	QJ-AB-22-029-DE-Q

Investmentfonds spielen eine zentrale Rolle in der europäischen Kapitalmarktunion; sie helfen Investoren dabei, ihr Kapital effizient anzulegen. Der Hof bewertete die Eignung des Rechtsrahmens, die Bemühungen der EU um Schaffung einer vergleichbaren und wirksamen Aufsicht in allen Mitgliedstaaten sowie die Tätigkeit der EU in den Bereichen Anlegerschutz und Finanzstabilität.

Er stellte fest, dass die Maßnahmen der EU zwar einen Binnenmarkt für Investmentfonds ermöglicht haben, die gewünschten Wirkungen aber noch ausblieben, da echte grenzüberschreitende Tätigkeiten und Vorteile für Anleger nach wie vor begrenzt sind. Auch die Kohärenz und Wirksamkeit der Fondsaufsicht und des Anlegerschutzes sind unzureichend. Der Hof empfiehlt eine Überarbeitung des Rechtsrahmens, eine wirksamere Konvergenztätigkeit, besseren Anlegerschutz und eine Straffung des Berichterstattungsrahmens.

Sonderbericht des Hofes gemäß Artikel 287 Absatz 4 Unterabsatz 2 AEUV.



EUROPÄISCHER
RECHNUNGSHOF



Amt für Veröffentlichungen
der Europäischen Union

EUROPÄISCHER RECHNUNGSHOF
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxemburg
LUXEMBURG

Tel. (+352) 4398-1

Kontaktformular: eca.europa.eu/de/Pages/ContactForm.aspx
Website: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors