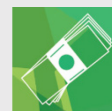


Speciaal verslag

Beleggingsfondsen:

maatregelen van de EU hebben nog geen echte interne markt gecreëerd waar beleggers baat bij hebben



EUROPESE
REKENKAMER

Inhoud

	Paragraaf
Samenvatting	I-X
Inleiding	01-11
De markt voor beleggingsfondsen in Europa	01-07
Regelgevingskader	08-10
Verantwoordelijkheden van de EU en de lidstaten	11
Reikwijdte en aanpak van de controle	12-15
Opmerkingen	16-125
De doelstellingen van de EU-wetgevers zijn slechts in beperkte mate bereikt	16-33
EU-wetgevers stellen ambitieuze doelstellingen vast voor een interne markt voor beleggingsfondsen	16-17
De paspoortregeling heeft niet geleid tot een echte interne markt	18-25
De effecten van wetgevingsinitiatieven zijn beperkt	26-31
De omzetting vond niet altijd op tijd plaats	32-33
De ESMA heeft haar inspanningen ter bevordering van de convergentie van het toezicht en van doeltreffend toezicht opgevoerd, maar de vooruitgang is beperkt	34-68
De ESMA beschikt over de instrumenten om de convergentie van het toezicht te bevorderen	39
De ESMA heeft haar convergentiewerkzaamheden opgevoerd	40-41
Er is weinig bewijs waaruit de gevolgen blijken, en geen mechanisme om de doeltreffendheid te meten	42-60
De werkzaamheden van de ESMA hebben tekortkomingen in het toezicht en mogelijke concurrentievervalsingen aan het licht gebracht	61-68
De Commissie en de ESMA hebben stappen ondernomen om beleggers beter te beschermen, maar de kosten blijven hoog	69-92
De EU-wetgeving bevat tal van maatregelen om beleggers te beschermen	70-72
Ondanks diverse EU-maatregelen blijft transparantie een probleem	73-82

De ESMA, de Commissie en de NBA's hebben bijgedragen tot de neerwaartse tendens van de kosten van icbe's 83-92

Vaststellen van systeemrisico's vereist verdere vooruitgang 93-111

De beoordeling en follow-up van systeemrisico's verkeren in een vroeg stadium 94-102

Er zijn geen stresstests voor toezichtdoeleinden en hoewel er een begin is gemaakt met de werkzaamheden, is de follow-up van de simulaties ontoereikend 103-107

De interne richtsnoeren voor stresstests zijn adequaat, maar de resultaten van de stresstests worden niet doeltreffend gebruikt 108-111

Lacunes en overlappingen in de gegevensverzameling belemmeren het vaststellen van risico's voor de financiële stabiliteit en de beleggers 112-125

Het ontbreken van een geharmoniseerde verslagleggingsregeling voor icbe's belemmert het vermogen van de ESMA om de crisisparaatheid van fondsen te beoordelen en stresstests uit te voeren 114-120

Sommige essentiële verslagleggingsverplichtingen zijn niet verplicht in de BAB-richtlijn 121-122

De nationale centrale banken verzamelen gegevens voor statistische verslaglegging, maar deze zijn niet beschikbaar voor de ESMA of het ESRB 123-125

Conclusies en aanbevelingen 126-138

Bijlage

Bijlage — Verzameling van gegevens en delen van informatie over abi's en icbe's

Acroniemen en afkortingen

Verklarende woordenlijst

Antwoorden van de Commissie en de ESMA

Tijdslijn

Controleteam

Samenvatting

I Beleggingsfondsen brengen kapitaal bijeen en beleggen het via een portefeuille van activa. Zij spelen een belangrijke rol in de kapitaalmarktenunie — door de groei te versnellen, banen te scheppen en de autonomie van de EU te verbeteren. EU-burgers bezitten rechtstreeks ongeveer een kwart van alle fondsen in de EU, maar worden ook in hoge mate indirect blootgesteld aan beleggingsfondsen via levensverzekeringen en pensioencontracten. Het doel van de EU is één concurrerende markt tot stand te brengen die de EU-burgers een ruimere keuze aan minder dure maar betrouwbare beleggingsproducten biedt en de financiële stabiliteit in de hele EU waarborgt.

II Beleggingsfondsen die gevestigd zijn in de EU hadden in 2020 activa ter waarde van 18,8 biljoen EUR, waarvan bijna twee derde in handen was van huishoudens, hetgeen de noodzaak van doeltreffende consumentenbescherming benadrukt. De EU heeft een regelgevingskader voor beleggingsfondsen vastgesteld om ervoor te zorgen dat in de gehele interne markt vergelijkbare regels gelden. Ondanks de inspanningen om de interne markt te ontwikkelen, blijft de beleggingsfondsensector geconcentreerd in een klein aantal lidstaten. Het rechtskader bestaat hoofdzakelijk uit richtlijnen op grond waarvan de lidstaten nationale voorschriften moeten uitvoeren, hetgeen tot aanzienlijke verschillen in de regelgeving leidt. De ESMA, een EU-agentschap, heeft als taak ervoor te zorgen dat overal in de EU doeltreffend en consistent toezicht wordt uitgeoefend en dat de risico's voor de financiële stabiliteit samen met het ESRB worden gemonitord.

III In het kader van onze controle, die de periode 2016-juli 2021 bestrijkt, is onderzocht hoe de EU een interne markt voor beleggingsfondsen heeft opgezet. Wij zijn nagegaan of het regelgevingskader doeltreffend is, of de werkzaamheden van de EU de convergentie van het toezicht tussen de lidstaten hebben bevorderd, en of de EU de risico's voor beleggers, markten en de financiële stabiliteit doeltreffend heeft beperkt. Door middel van deze controle zijn tekortkomingen in de wetgevingsaanpak van de Commissie en de maatregelen van de ESMA met betrekking tot beleggingsfondsen aan het licht gebracht en worden er aanbevelingen gedaan voor verbetering. Aldus wordt bijgedragen tot een doeltreffender en doelmatiger financieel toezicht en een betere bescherming van de beleggers.

IV Wij concluderen dat de maatregelen van de EU het mogelijk hebben gemaakt een interne markt voor beleggingsfondsen tot stand te brengen, met name door middel van de paspoortregeling, maar dat echte grensoverschrijdende activiteiten en voordelen voor beleggers beperkt blijven. Bovendien vertonen het toezicht op de

fondsen en de bescherming van beleggers tekortkomingen wat de consistentie en doeltreffendheid betreft. Geringe herzieningen van het rechtskader zullen niet volstaan om een echte interne markt tot stand te brengen.

V De ESMA heeft ernaar gestreefd de convergentie van het toezicht te bevorderen, hetgeen in een licht verbeterde kwaliteit van het toezicht en minder divergenties heeft geresulteerd. De ESMA kan deze vooruitgang echter niet meten en heeft slechts beperkte kennis over de gelijkwaardigheid van het niveau van toezicht dat wordt uitgeoefend in de lidstaten. Niettemin hebben de werkzaamheden van de ESMA tekortkomingen in het nationale toezicht en een aantal van elkaar afwijkende praktijken aan het licht gebracht. Om tot een consistent toezicht te komen, vertrouwt zij op de goodwill van de nationale toezichthouders en de bereidwilligheid van haar eigen raad van toezichthouders. Wij stelden vast dat beide de voorkeur gaven aan zachte convergentie-instrumenten waarvan de doeltreffendheid nog niet is aangetoond en die vaak niet hebben geleid tot een doeltreffend en consistent toezicht.

VI Door EU-maatregelen is de bescherming van beleggers verbeterd. Zo is hierdoor de transparantie voor beleggers vergroot, met name met betrekking tot de risico's, de prestaties en de kosten van beleggingen. Beleggers zijn echter nog steeds niet voldoende beschermd tegen buitensporige kosten of tegen partijdig advies van financiële tussenpersonen. Als gevolg daarvan worden beleggers geconfronteerd met hogere kosten en kunnen aan hen producten worden verkocht die minder geschikt zijn dan wenselijk is.

VII De ESMA en het ESRB monitoren systeemrisico's en brengen hierover verslag uit. Tot dusver zijn de bestaande praktijken in de lidstaten inzake de monitoring van systeemrisico's niet geïnventariseerd. De ESMA heeft geen stresstests voor toezichtdoeleinden uitgevoerd zoals vereist is, maar heeft stress gesimuleerd op basis van marktgegevens. De doeltreffende monitoring van systeemrisico's en risico's voor beleggers is afhankelijk van de beschikbaarheid van geschikte gegevens. Er is echter geen geharmoniseerde verslagleggingsregeling voor icbe's, en de verslaglegging over abi's (alternatieve beleggingsinstellingen) is niet gedetailleerd genoeg. Tot dusver is door de ESMA en het ESRB onvoldoende onderzocht of het mogelijk is gebruik te maken van bestaande, door centrale banken verzamelde gegevens, en hebben zij in plaats daarvan vertrouwd op minder betrouwbare gegevens van commerciële aanbieders.

VIII Wij bevelen de Commissie aan:

- te beoordelen of het bestaande kader geschikt is om de gewenste doelstellingen te verwezenlijken;
- te overwegen wijzigingen in de bestuursstructuur van de ESMA voor te stellen, en
- de gegevensverzameling te stroomlijnen en de verslagleggingsregelingen te actualiseren.

IX Wij bevelen de ESMA aan:

- de doeltreffendheid van haar convergentiewerkzaamheden te vergroten, en
- in samenwerking met het ESRB het vaststellen van systeemrisico's te verbeteren.

X De Commissie en de ESMA moeten:

- beleggers beter beschermen tegen buitensporige kosten en misleidende informatie.

Inleiding

De markt voor beleggingsfondsen in Europa

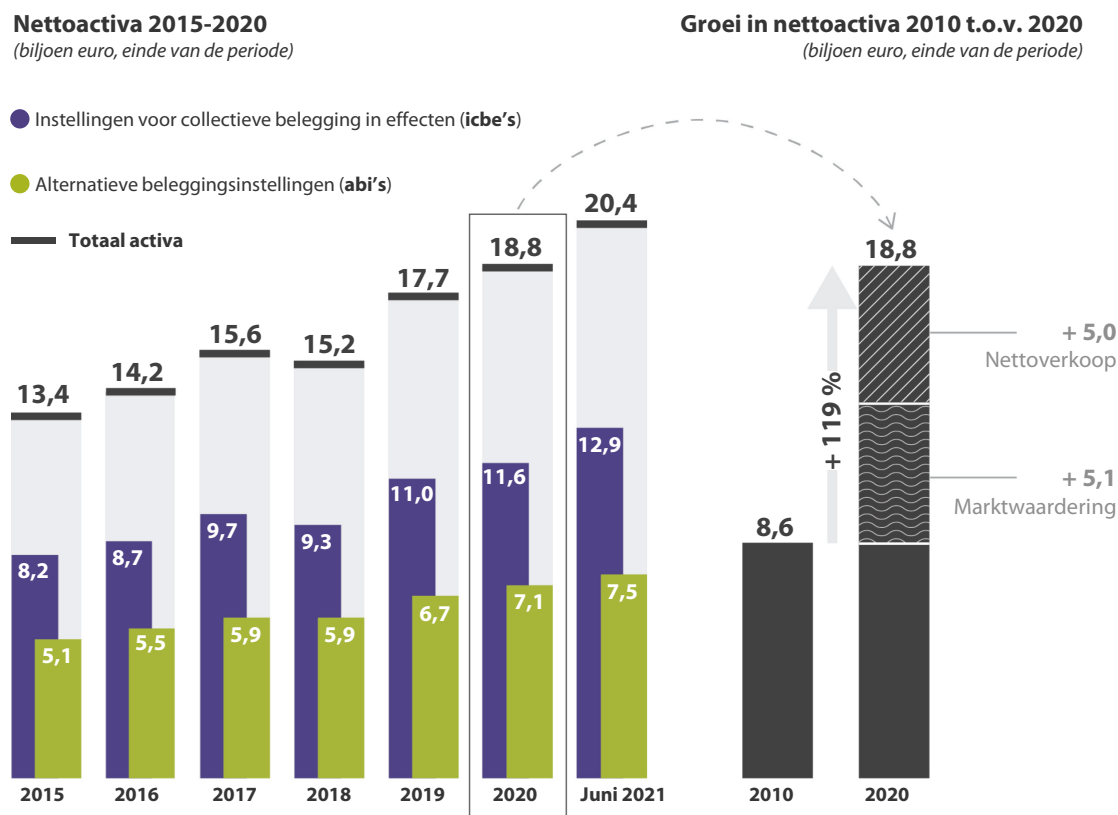
01 Beleggingsfondsen brengen het kapitaal van beleggers bijeen en beleggen het collectief via een portefeuille van activa zoals aandelen, obligaties en onroerend goed, overeenkomstig een welomschreven beleggingsbeleid en het beginsel van risicospreiding. Zij spelen een belangrijke rol in de kapitaalmarktenunie, het initiatief van de EU om investeringen door de hele EU te laten stromen en zo de groei te versnellen, banen te scheppen en de autonomie van de EU te vergroten. Het doel is één concurrerende markt tot stand te brengen en beleggers een ruimere keuze aan minder dure maar betrouwbare producten te bieden.

02 Eind 2020 bedroeg de intrinsieke waarde (net asset value, NAV) van de 64 000 in de EU gevestigde beleggingsfondsen 18,8 biljoen EUR, waarmee de EU, na de VS, qua beheerd vermogen de grootste markt voor beleggingsfondsen ter wereld is. Meer dan 60 % van dit bedrag (11,6 biljoen EUR) was belegd in instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), meestal gericht op niet-professionele beleggers. Alternatieve beleggingsinstellingen (abi's), die goed zijn voor een NAV van 7,1 biljoen EUR, omvatten alle andere fondsen die geen icbe zijn (d.w.z. vastgoedbeleggingsfondsen, private-equityfondsen, bepaalde geldmarktfondsen, hedgefondsen en andere fondsen). Dit type fonds is vooral gericht op professionele beleggers.

03 De Europese beleggingsfondsen zijn de afgelopen jaren gestaag gegroeid. Tussen 2011 en 2020 is hun NAV met 119 % gestegen (d.w.z. met meer dan 10 biljoen EUR), en elk jaar was er sprake van een netto-instroom doordat de waarde van nieuwe aankopen voortdurend hoger was dan de aflossingen. Ongeveer de helft van deze groei kan worden verklaard door nettoverkopen van beleggingsfondsen, en de andere helft door marktwaardering (zie [figuur 1](#)). Sinds de vaststelling van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (BAB-richtlijn)¹ in 2011 is de NAV van abi's in de EU sneller gegroeid dan die van icbe's en is het marktaandeel van deze fondsen gestegen van 27 % van de EU-fondsen eind 2010 tot 38 % tien jaar later.

¹ [Richtlijn 2011/61/EU](#) van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

Figuur 1 — Nettoactiva van Europese beleggingsfondsen per type fonds (2015-2020) en hun groei in nettoactiva (2009-2020)

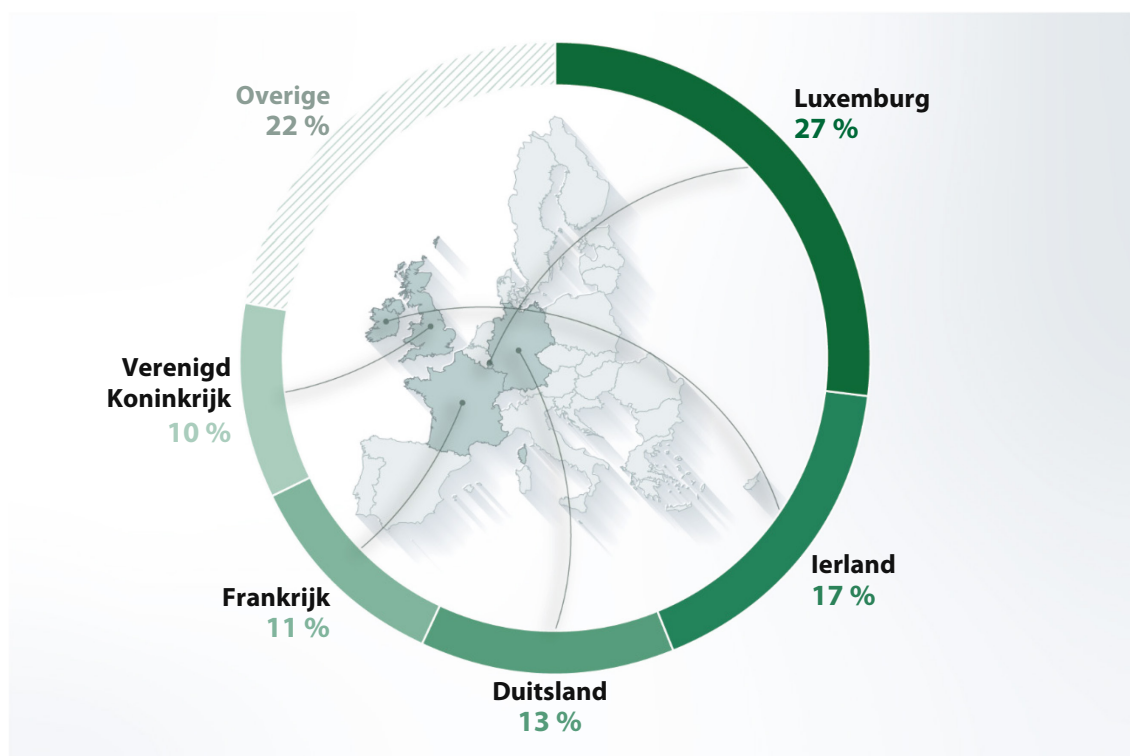


Bron: EFAMA Fact Book 2020, blz. 8.

04 Hoewel de omvang van in de EU gevestigde fondsen is toegenomen, zijn zij nog steeds veel kleiner dan hun Amerikaanse tegenhangers. Bovendien zijn de meeste van 's werelds grootste vermogensbeheerders nog steeds in de VS gevestigd. Slechts twee van de twintig grootste vermogensbeheerders ter wereld hebben hun hoofdkantoor in de EU.

05 De overgrote meerderheid van de Europese beleggingsfondsen is in slechts enkele landen gevestigd. In 2020 werd bijna 80 % van al het netto beheerd vermogen beheerd door fondsen in Luxemburg (4,70 biljoen EUR), Ierland (3,08 biljoen EUR), Duitsland (2,39 biljoen EUR), Frankrijk (1,97 biljoen EUR) en het Verenigd Koninkrijk (1,75 biljoen EUR) (zie [figuur 2](#)). In het geval van icbe's is meer dan de helft van de nettoactiva gedomicilieerd in Luxemburg of Ierland. Van al het in de EU beheerd vermogen was 70 % in handen van fondsen waaraan in slechts één lidstaat een vergunning was verleend of die in slechts één lidstaat voor distributie waren geregistreerd. Slechts 37 % van de icbe's en 3 % van de abi's waren in meer dan drie lidstaten geregistreerd voor distributie.

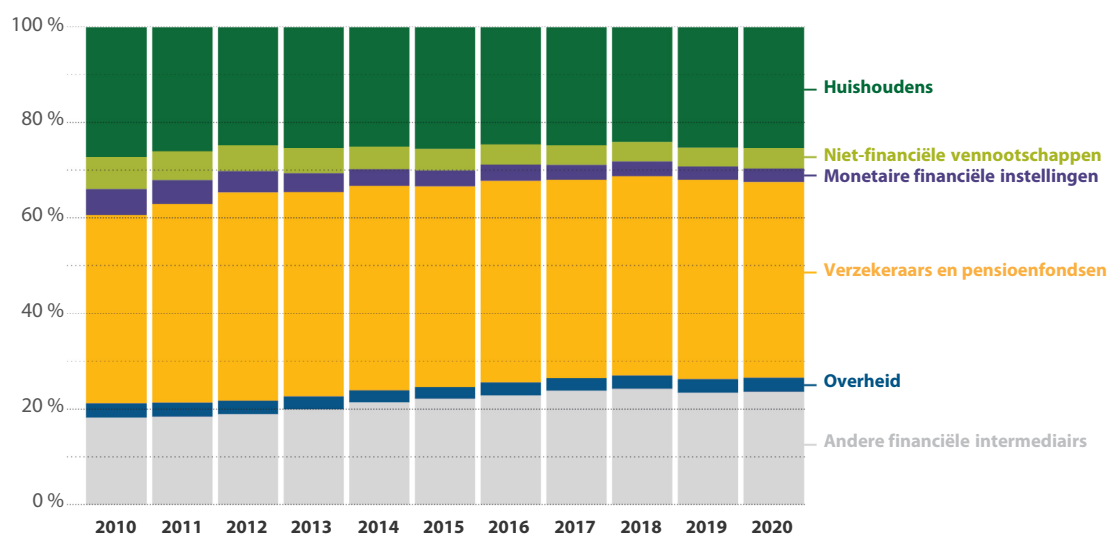
Figuur 2 — Uitsplitsing van nettoactiva naar domicilie in de EU in 2019



Bron: ERK, op basis van gegevens van EFAMA.

06 Institutionele beleggers bezitten bijna twee derde van de NAV van beleggingsfondsen. Huishoudens hebben direct ongeveer een kwart van alle fondsen in handen (zie [figuur 3](#)), maar worden ook in hoge mate indirect blootgesteld aan beleggingsfondsen via levensverzekeringen en pensioencontracten.

Figuur 3 — Eigendom van beleggingsfondsen per sector (procentueel aandeel)



Bron: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Ondanks een rentevoet van bijna nul blijven Europese huishoudens een groot deel (37 % aan het eind van 2020) van hun financiële activa in deposito's aanhouden, hetgeen meer dan twee keer zoveel is als in de VS (16 %). Het aandeel van de beleggingsfondsen is gestegen van 8,3 % in 2011 tot 12,1 % in 2017.

Regelgevingskader

08 De belangrijkste wetgeving bestaat uit de richtlijn betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten (de icbe-richtlijn)² en de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (de BAB-richtlijn). Deze richtlijnen verschillen qua toepassingsgebied en inhoud. De icbe-richtlijn is een productverordening, terwijl de BAB-richtlijn is gericht op vereisten voor beheerders. Beide richtlijnen zijn minimumharmonisatierichtlijnen die de nationale wetgevers de mogelijkheid bieden meer en strengere regels vast te stellen dan de minimumnormen die in de EU-wetgeving zijn vastgelegd. De richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II) bevat vereisten voor zakelijk gedrag en de organisatie van beleggingsondernemingen, d.w.z. instellingen die fondsen aan niet-professionele cliënten verkopen.

09 De oorspronkelijke icbe-richtlijn is verscheidene malen herzien en de Commissie heeft op 25 november 2021 nog een wijziging voorgesteld in het kader van de herziening van de BAB-richtlijn. In 2019 werden wijzigingen in het kader voor icbe's en abi-beheerders doorgevoerd met als doel regelgevende belemmeringen voor de grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen (het grensoverschrijdende pakket) weg te nemen. Daarnaast is EU-wetgeving van toepassing op specifieke soorten fondsen, zoals geldmarktfondsen (MMF-verordening).

² Richtlijn 2009/65/EG van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (herschikking).

10 Een van de hoofddoelstellingen van de icbe- en de BAB-richtlijn is de vergemakkelijking van de grensoverschrijdende activiteiten van fondsbeheerders en beleggingsfondsen. Daartoe zijn beheer- en handelingspaspoorten ingevoerd voor fondsen en fondsbeheerders die in de EU zijn gevestigd:

- Het **beheerpaspoort** stelt een icbe-beheermaatschappij of een abi-beheerder waaraan in een lidstaat vergunning is verleend in staat om activiteiten in andere EU-lidstaten uit te oefenen, hetzij door middel van het vrij verrichten van diensten, hetzij door het vestigen van een bijkantoor. Hoewel dergelijke grensoverschrijdende activiteiten zijn onderworpen aan een kennisgevingsprocedure tussen de nationale bevoegde autoriteiten (NBA's) in de betrokken lidstaten, hoeft de fondsbeheerder geen verdere vergunningsprocedure te doorlopen.
- Het **verhandelingspaspoort** maakt het mogelijk icbe's of abi's waaraan door de NBA van een EU-lidstaat een vergunning is verleend, grensoverschrijdend in andere EU-lidstaten te verhandelen zonder dat daarvoor een vergunning van de NBA van de ontvangende lidstaat nodig is. Terwijl het icbe-verhandelingspaspoort de verhandeling van icbe's aan niet-professionele en institutionele beleggers toestaat, is het abi-verhandelingspaspoort beperkt tot verhandeling aan uitsluitend professionele beleggers. Net als bij het beheerpaspoort wordt de vergunningverlening vervangen door een kennisgevingsprocedure tussen de NBA's in verschillende EU-lidstaten.

Verantwoordelijkheden van de EU en de lidstaten

11 Het Europese systeem voor het toezicht op fondsen bestaat uit een aantal Europese en nationale belanghebbenden. Terwijl de EU-organen verantwoordelijk zijn voor de onderliggende wetgevings- en coördinatiewerkzaamheden, is elke lidstaat verantwoordelijk voor de omzetting van de EU-wetgeving en het toezicht op de beleggingsfondsen op zijn grondgebied:

- De Europese Commissie, met name haar directoraat-generaal Financiële Stabiliteit, Financiële Diensten en Kapitaalmarktenunie (DG FISMA), is verantwoordelijk voor beleidsinitiatieven met betrekking tot de financiële sector, met inbegrip van het voorstellen van richtlijnen en verordeningen.

- o De Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) is een onafhankelijk EU-agentschap dat verantwoordelijk is voor de bescherming van beleggers en de bevordering van stabiele en ordentelijke financiële markten. De ESMA is onder meer verantwoordelijk voor de convergentie van het toezicht en voor het in kaart brengen van risico's voor de financiële stabiliteit en voor beleggers, vergelijkbaar met de andere Europese toezichthoudende autoriteiten (ETA's) waarmee zij bedrijfsstructuren en daarmee samenhangende uitdagingen gemeen heeft.
- o Het Europees Comité voor systeemrisico's (European Systemic Risk Board, ESRB) is verantwoordelijk voor het macroprudentiële toezicht op het financiële stelsel van de EU. Het werkt nauw samen met de ESMA en de andere toezichthoudende autoriteiten.
- o De verantwoordelijkheid voor het toezicht op fondsen en fondsbeheerders berust bij de nationale bevoegde autoriteiten op basis van nationale wetgeving die moet voldoen aan de minimumnormen van de EU-wetgeving of van rechtstreeks toepasselijke EU-wetgeving. De NBA's zijn stemgerechtigde leden van de raad van toezichthouders van de ESMA en nemen deel aan de werkzaamheden van het ESRB.

Reikwijdte en aanpak van de controle

12 Wij hebben deze controle verricht om in te spelen op de grote publieke belangstelling voor beleggingsfondsen, die voor de EU van bijzonder belang zijn voor de ontwikkeling van haar kapitaalmarktenunie. Zij zijn vatbaar voor risico's voor beleggers en voor de financiële stabiliteit. Onze controle bestrijkt de periode 2016-juli 2021.

13 Bij de controle is onderzocht of de EU een echte interne markt voor beleggingsfondsen heeft gecreëerd die bescherming van de beleggers en financiële stabiliteit waarborgt. Daarnaast hebben we de volgende subvragen behandeld:

- Hebben de maatregelen van de EU gezorgd voor een geschikt regelgevingskader om de totstandbrenging van een echte interne markt voor beleggingsfondsen mogelijk te maken?
- Hebben de EU-maatregelen de convergentie van het toezicht bevorderd?
- Bieden de EU-maatregelen de beleggers doeltreffende bescherming?
- Worden de risico's voor de financiële stabiliteit met EU-maatregelen doeltreffend beoordeeld en beperkt?
- Beschikken de EU-autoriteiten over betrouwbare gegevens om risico's voor de financiële stabiliteit en de beleggers in kaart te brengen?

14 Onze controlecriteria zijn ontleend aan de internationale normen van de Iosco en aan de EU-wetgeving (met name de ICB- en de BAB-richtlijn, de MMF-verordening en de ESMA-verordening). In sommige gevallen vergelijken wij de EU-markt met die van de Verenigde Staten, de meest ontwikkelde kapitaalmarkt.

15 De controle was toegespitst op de maatregelen die zijn ondernomen door de drie gecontroleerde organisaties: de Commissie, de ESMA en het ESRB. Wij hebben gesprekken gevoerd met hun personeel en relevante documentatie bestudeerd. Teneinde verdere inzichten te verkrijgen, hebben wij gesprekken gevoerd met vertegenwoordigers van vijf NBA's, verscheidene nationale verenigingen voor vermogensbeheer en drie consumentenorganisaties. Wij hebben ook vergaderd met de EBA en de Eiopa. Ter aanvulling van deze informatie hebben wij een elektronische enquête gehouden onder de NBA's, de ministeries van Financiën en de verenigingen van beleggingsfondsen in alle 27 lidstaten teneinde de standpunten van deze belangrijke belanghebbenden te vernemen. Wij hebben de NBA's niet rechtstreeks gecontroleerd, maar wel hun rol als leden van de ESMA.

Opmerkingen

De doelstellingen van de EU-wetgevers zijn slechts in beperkte mate bereikt

EU-wetgevers stellen ambitieuze doelstellingen vast voor een interne markt voor beleggingsfondsen

16 De Commissie en de medewetgevers van de EU hebben ambitieuze doelstellingen vastgesteld voor een interne markt voor beleggingsfondsen. In 1985 werd de eerste icbe-richtlijn aangenomen om de voorwaarden te scheppen waaronder fondsen en fondsbeheerders die in een lidstaat gevestigd zijn, hun fondsen in de gehele EU kunnen verhandelen zonder toezicht in andere lidstaten. De medewetgevers streefden ernaar:

- o het gemakkelijker te maken fondsen in andere lidstaten te verhandelen;
- o beleggers een meer doeltreffende en meer uniforme bescherming te bieden, en
- o de mededingingsvoorwaarden dichter bij elkaar te brengen.

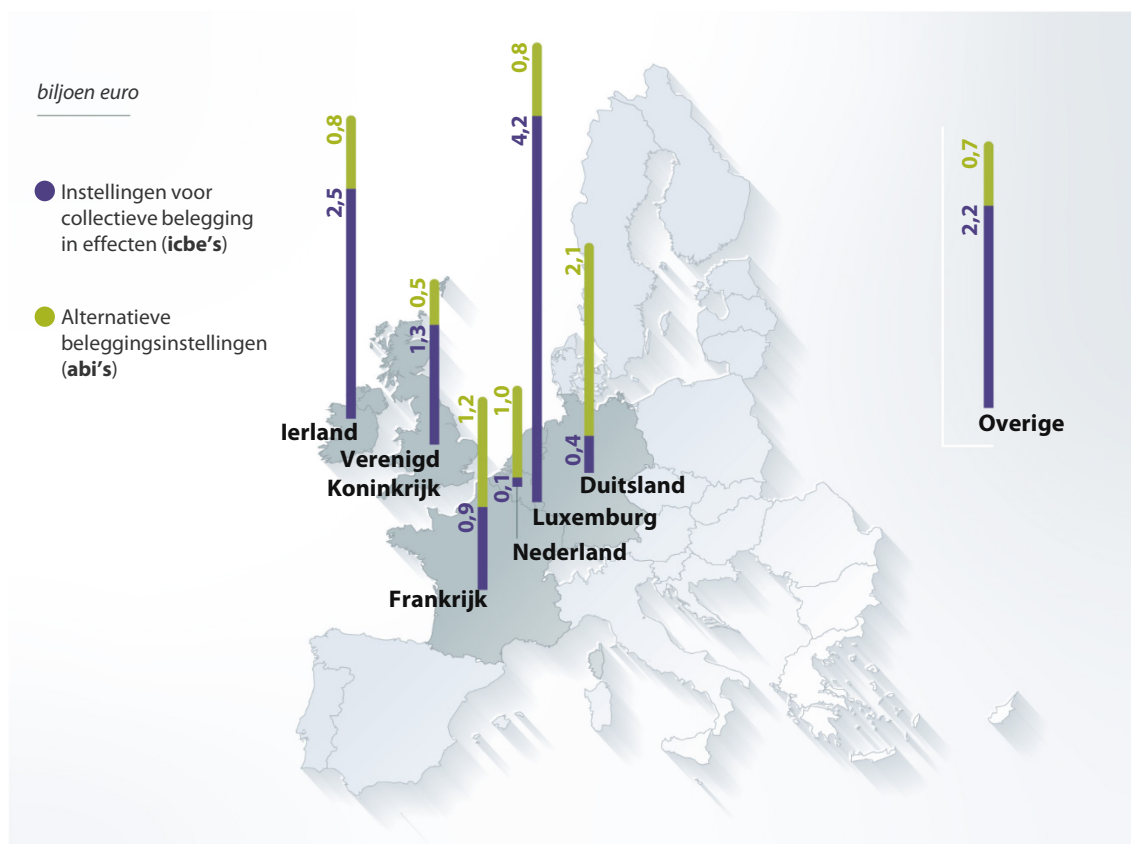
17 Verwacht werd dat een meer geïntegreerde markt voor beleggingsfondsen de beleggers in de EU meer keuze zou bieden en nieuwe zakelijke kansen voor de fondsensector zou scheppen. De relevantie van deze algemene beginselen en het belang van het waarborgen van een gelijk speelveld werden herhaald toen in 2013 de BAB-richtlijn werd vastgesteld³.

De paspoortregeling heeft niet geleid tot een echte interne markt

18 De paspoortregeling droeg bij tot een concentratie van vestigingsplaatsen van fondsen. Door middel van maatregelen van de EU zijn er verhandelings- en beheerpaspoorten voor fondsen in het leven geroepen (zie paragraaf 10). Niettemin blijft de Europese fondsenmarkt gefragmenteerd en is het merendeel van de fondsen in slechts enkele landen gevestigd (zie [figuur 4](#)).

³ Richtlijn 2011/61/EU van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, overwegingen.

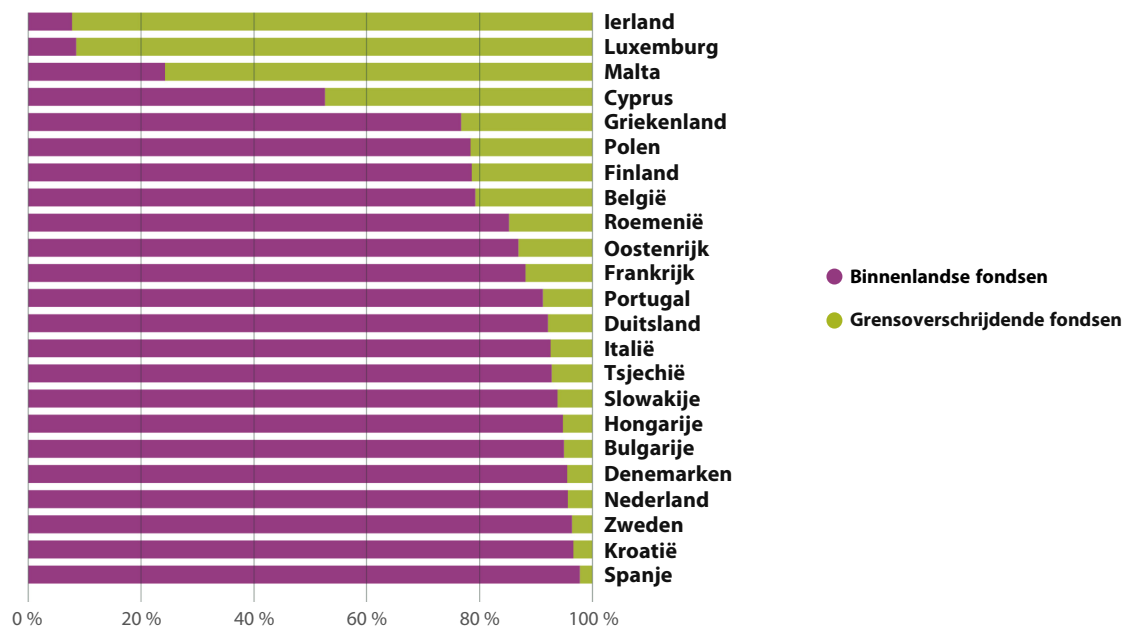
**Figuur 4 — De NAV van icbe's en abi's per land van vestiging
(in biljoen EUR)**



Bron: ERK, op basis van EFAMA-cijfers.

19 In de meeste lidstaten worden de fondsen hoofdzakelijk op de binnenlandse markt gedistribueerd. Omgekeerd worden fondsen die in enkele landen zijn gevestigd, overwegend in het buitenland verkocht (zie [figuur 5](#)). Volgens de European Fund and Asset Management Association (EFAMA) zijn lokale fondsen goed voor 67 % van het fondsbezit in Europa, tegen 73 % tien jaar geleden.

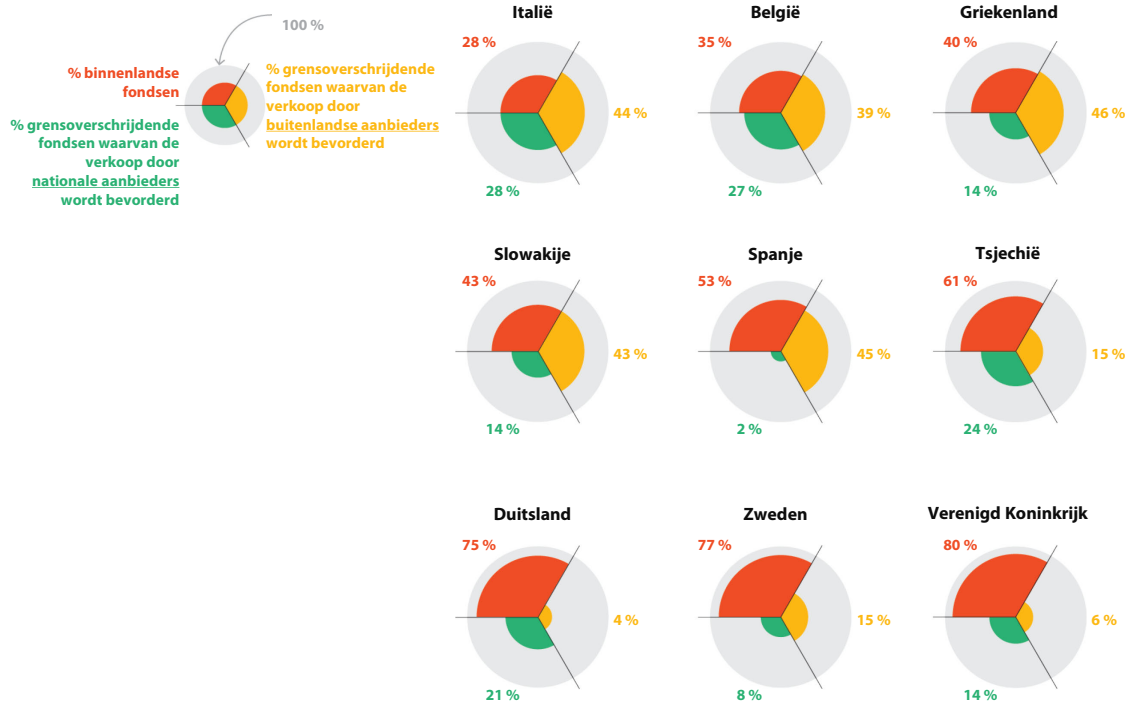
Figuur 5 — Binnenlandse fondsen vs. grensoverschrijdende fondsen



Bron: EFAMA Fact Book 2021, grafiek 3.16, blz. 50.

20 In verschillende EU-lidstaten worden de meeste grensoverschrijdende fondsen verkocht door nationale vermogensbeheerders, niet door buitenlandse vermogensbeheerders. Een uitsplitsing van de eigendom van beleggingsfondsen, met inbegrip van grensoverschrijdende fondsen waarvan de verkoop door nationale aanbieders wordt bevorderd, wordt weergegeven in [figuur 6](#).

Figuur 6 — Fondsbezit en “echte” grensoverschrijdende fondsen



Bron: EFAMA Fact Book 2021, blz. 45.

21 De Commissie noemt dit verschijnsel “roundtripfondsen”, een categorie fondsen die zij niet als “echte” grensoverschrijdende fondsen beschouwt. Volgens de ESMA worden fondsen vaak wel aangemeld voor grensoverschrijdende verhandeling, maar niet noodzakelijkerwijs verhandeld. De daadwerkelijke grensoverschrijdende verhandeling is dus beperkter dan de cijfers doen vermoeden. In haar effectbeoordeling bij de voorstellen voor het grensoverschrijdende pakket in 2018 concludeerde de Commissie dat roundtripfondsen geen echte verdieping van de interne markt en evenmin een grotere keuze voor beleggers betekenen, en beschouwde zij gevallen waarin een fonds in ten minste één lidstaat buiten de thuismarkt en vestigingsplaats van zijn beheerder op de markt wordt gebracht als een betere indicatie van grensoverschrijdende activiteit⁴.

22 Op basis van de effectbeoordeling van de Commissie bij het grensoverschrijdende pakket⁵ hebben de medewetgevers uiteenlopende benaderingen van regelgeving en toezicht aangewezen als een reden voor de versnippering van de EU-markten voor fondsen. Zij merkten ook op dat belemmeringen voor grensoverschrijdende

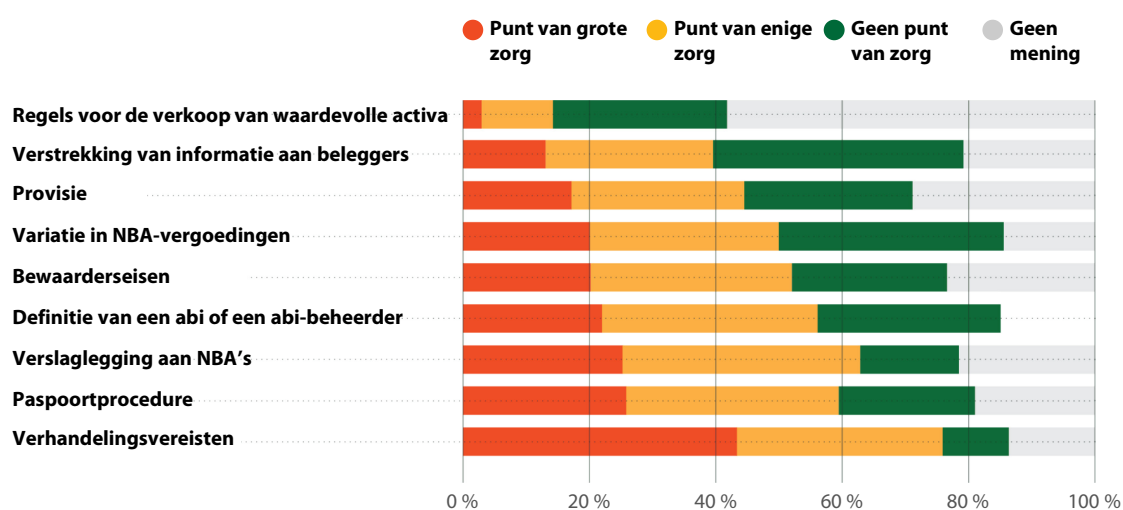
⁴ SWD/2018/054 final van 12.3.2018, blz. 12.

⁵ SWD/2018/54 final van 12.3.2018, blz. 7 en 14.

verhandeling verhinderden dat fondsen in andere lidstaten op de markt worden gebracht⁶. Het wetgevingspakket was dan ook toegespitst op het aanpakken van uiteenlopende nationale eisen en regelgevingspraktijken met betrekking tot het gebruik van EU-paspoorten, met inbegrip van verhandelingsvereisten, regelgevingsvergoedingen, en administratieve en kennisgevingsvereisten.

23 Hoewel er nog steeds uiteenlopende benaderingen bestaan, constateerden wij dat de Commissie niet heeft aangetoond dat de daaruit voortvloeiende belemmeringen voor de markttoegang inderdaad de hoofdoorzaak zijn van de versnippering van de markt en het geringe aantal echt grensoverschrijdende fondsen. Wij merken op dat in een verslag van 2018 over de werking van de BAB-richtlijn bijna de helft van de ondervraagde deelnemers verklaarde dat de BAB-richtlijn niet consequent wordt toegepast in de hele EU. Het probleem ligt dus niet bij de wetgeving, maar bij de toepassing ervan in de lidstaten. Voor de meeste deelnemers in het verslag was deze inconsistentie echter geen groot probleem (zie [figuur 7](#)).

Figuur 7 — Bezorgdheid over inconsistente toepassing van de BAB-richtlijn



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

24 Omdat zij door de medewetgevers als wetgevingsinstrument worden gebruikt, worden in richtlijnen minimumnormen vastgesteld. In de betreffende EU-richtlijnen is uitdrukkelijk bepaald dat een lidstaat van herkomst in het algemeen strengere regels

⁶ Verordening (EU) 2019/1156 van 20 juni 2019 betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging, overweging 1.

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

dan in deze richtlijn zijn vastgesteld, van toepassing kan verklaren⁸. In het verslag De Larosière wordt benadrukt dat richtlijnen niet tot de nodige harmonisatie leiden en wordt aanbevolen in de toekomst wetgeving te vermijden die een inconsistente omzetting en toepassing mogelijk maakt⁹. De helft van de NBA's die op onze enquête hebben gereageerd, gaf aan dat in de wetgeving in hun lidstaat inderdaad strengere regels worden opgelegd. Wij merken op dat uniforme regels in de vorm van verordeningen wellicht geschikter zijn voor het creëren van een gelijk speelveld in de gehele EU.

25 Voorts stellen wij vast dat de richtlijnen een “race to the bottom” hebben ontketend. De praktijk van “gold-plating” (d.w.z. het stellen van hogere normen) en onze discussies met belanghebbenden suggereren dat landen die de in de richtlijnen voorgeschreven minimumeisen gewoon omzetten, als vestigingsland een concurrentievoordeel hebben ten opzichte van landen die hogere normen hanteren. In combinatie met een gunstige belastingregeling en de mogelijkheid om winsten over te dragen, vormt dit voor de fondsensector een sterke stimulans om aan “forumshopping” te doen, hetgeen tot concurrentievervalsingen leidt.

De effecten van wetgevingsinitiatieven zijn beperkt

26 Wij hebben vastgesteld dat de Commissie in haar eigen analyse erkent dat de effecten van haar wetgevingsvoorstellen beperkt zijn. De Commissie heeft belangrijke factoren in kaart gebracht, zoals belastingen, lokale vraag en het distributienetwerk, die van invloed zijn op de keuze van vermogensbeheerders om hun beleggingsfondsen te distribueren, maar die niet door EU-wetgeving kunnen worden aangepakt.

27 Bovendien merken wij op dat een belangrijk probleem dat door de Commissie zelf is vastgesteld, niet het rechtskader als zodanig is, maar het feit dat de ontvangende landen belemmeringen voor de toegang tot de markt opwerpen. De Commissie beschikt over instrumenten om gevallen aan te pakken waarin lidstaten belemmeringen voor de markttoegang opwerpen of waarin NBA's mogelijk de EU-wetgeving schenden, namelijk haar bevoegdheid als hoedster van de Verdragen, om inbreukprocedures in te leiden of om de ESMA te verzoeken om procedures wegens inbreuk op het Unierecht in te leiden. Niettemin concludeerde de Commissie dat de

⁸ Overweging 15 van de [icbe-richtlijn](#); overweging 17 van de [BAB-richtlijn](#).

⁹ [Groep deskundigen op hoog niveau inzake financieel toezicht in de EU](#), 25 februari 2009, overwegingen 100-109 en aanbeveling 10.

resterende belemmeringen het meest doelmatig op EU-niveau kunnen worden aangepakt (door middel van wetgeving)¹⁰.

28 Effectbeoordelingen, zoals die van het grensoverschrijdende pakket, bevatten vaak een evaluatie achteraf van de bepalingen waarop het initiatief van invloed is. De herziening van de icbe-richtlijn, die aanvankelijk uiterlijk in september 2017 werd verwacht, is echter uitgesteld.

29 De Commissie heeft nooit een alomvattende geschiktheidscontrole van het volledige rechtskader voor beleggingsfondsen verricht. Een dergelijke controle is voor de nabije toekomst niet gepland. De enige geschiktheidscontrole die beleggingsfondsen gedeeltelijk bestreek, was een geschiktheidscontrole van de EU-toezichtsvereisten, die de Commissie in 2017-2019 heeft uitgevoerd¹¹.

30 De Commissie stelt meerjarige strategische plannen en jaarlijkse beheersplannen op, en brengt verslag uit over de verwezenlijking van haar doelstellingen. Wij constateerden tekortkomingen in de prestatiemeting door de Commissie. De belangrijkste resultaatindicator voor icbe's in het strategisch plan 2016-2020 was bijvoorbeeld het aandeel grensoverschrijdende icbe-fondsen ten opzichte van het totale aantal dat in de EU is verkocht. Wij merken op dat de Commissie later de drempel voor wat wordt beschouwd als een grensoverschrijdend fonds heeft verlaagd van fondsen die in ten minste vijf lidstaten worden verkocht naar fondsen die in ten minste drie lidstaten worden verkocht.

31 Het strategisch plan 2020-2024 bevat voornamelijk specifieke horizontale doelstellingen en bijbehorende resultaatindicatoren. Wij constateerden dat de meeste tussentijdse mijlpalen en streefdoelen voor de resultaatindicatoren in het strategisch plan 2020-2024 niet specifiek zijn. De indicatoren moeten relevant, aanvaard, geloofwaardig, gemakkelijk te monitoren en solide zijn, en gebaseerd op het interne controlekader van de Commissie. Termen als “stijging”, “positieve trend” en “daling” worden gebruikt, maar zonder te specificeren hoeveel van een stijging of daling als bevredigend wordt beschouwd. Bovendien zijn de streefdoelen voor sommige resultaatindicatoren onambitieuze. Zo was bij de vaststelling van het streefdoel al rekening gehouden met de daling van de kosten voor niet-professionele beleggers.

¹⁰ SWD/2018/54 final van 12.3.2018, blz. 14.

¹¹ Europese Commissie, [Fitness check of EU supervisory requirements](#), SWD (2019) 402 en 403.

De omzetting vond niet altijd op tijd plaats

32 De Commissie controleert de tijdigheid, de volledigheid en de conformiteit van de omzetting van de richtlijnen door de lidstaten. Te late en/of onjuiste omzetting kan de totstandbrenging van een gelijk speelveld verhinderen en de goede werking van de interne markt belemmeren, en de Commissie wordt geacht inbreukprocedures in te leiden om de lidstaten tot handelen aan te sporen wanneer zij te laat zijn met de vaststelling van de vereiste maatregelen.

33 Wat de icbe-richtlijn en de BAB-richtlijn betreft, hebben slechts twaalf lidstaten binnen de termijnen kennisgeving van omzetting gedaan. Bovendien duurde het vervolgens nog eens acht jaar voordat de Commissie de omzetting van de BAB-richtlijn als voltooid beschouwde.

De ESMA heeft haar inspanningen ter bevordering van de convergentie van het toezicht en van doeltreffend toezicht opgevoerd, maar de vooruitgang is beperkt

34 Zoals hierboven beschreven (zie paragraaf 08) houden de NBA's toezicht op beleggingsfondsen en de beheerders daarvan, alsmede op beleggingsondernemingen en andere financiële tussenpersonen, op basis van geharmoniseerde nationale wetten, maar niet op basis van uniforme normen. De wettelijke voorschriften en regelgevingspraktijken kunnen zodoende nog steeds per lidstaat verschillen.

35 Tegen deze achtergrond hebben de EU-wetgevers de ESMA de volgende taken toevertrouwd:

- o bijdragen tot een consequente, doelmatige en doeltreffende toepassing van de toepasselijke EU-wetgeving, en
- o bevorderen van de convergentie van toezichtpraktijken om de consistentie in de toezichtsresultaten bij NBA's verder te versterken met het oog op de totstandbrenging van een gemeenschappelijke toezichtcultuur¹².

36 Convergentie van het toezicht houdt geen uniforme aanpak in, maar veeleer een consequente en doeltreffende uitvoering en toepassing van dezelfde regels, en voldoende vergelijkbare benaderingen voor vergelijkbare risico's. Het algemene doel is te streven naar vergelijkbare resultaten op het gebied van regelgeving en toezicht. Dit

¹² Artikel 1 van de [ESMA-verordening](#).

betekent echter niet dat het volstaat dat vergelijkbare resultaten worden bereikt, ongeacht de gehanteerde toezichtsaanpak.

37 In het verslag De Larosière wordt gewezen op het belang van convergentie voor de financiële markten van de EU¹³. In 2014 hebben het IMF, de Commissie en het Parlement verslagen gepubliceerd over de werking van het Europees Systeem voor financieel toezicht. Daarin erkenden zij de bijdrage van de ESMA aan de totstandbrenging van een gemeenschappelijk “rulebook”, maar stelden zij voor meer aandacht te besteden aan de convergentie van het toezicht¹⁴.

38 De Commissie heeft ook benadrukt dat een effectiever en consistent toezicht van cruciaal belang is om de mogelijkheden voor regelgevingsarbitrage uit te schakelen en dat de ESMA een sleutelrol speelt bij de bevordering van de integratie van de kapitaalmarkten¹⁵. Deze verklaring werd herhaald in het kader van de herzieningen van de ETA-verordeningen van 2019. De EU-wetgevers benadrukten dat verdere vooruitgang bij de convergentie van het toezicht bijgevolg bijzonder urgent is om de kapitaalmarktenunie te voltooien¹⁶.

De ESMA beschikt over de instrumenten om de convergentie van het toezicht te bevorderen

39 Om convergentie te bevorderen, beschikt de ESMA over tal van instrumenten die in drie categorieën kunnen worden ondergebracht: voorbereidende instrumenten, uitvoeringsinstrumenten en beoordelings-/herstelinstrumenten. Een overzicht wordt gegeven in *figuur 8*. De ESMA heeft nog meer instrumenten gecreëerd, zoals casusbesprekingen en gemeenschappelijke toezichtacties (common supervisory actions, CSA’s).

¹³ Groep deskundigen op hoog niveau inzake financieel toezicht in de EU, 25 februari 2009.

¹⁴ ESMA Strategic Orientation 2016-2020, ESMA/2015/935, blz. 3.

¹⁵ COM(2017) 292 final van 8.6.2017, hoofdstuk 4.1.

¹⁶ Overweging 7 van Verordening (EU) 2019/2175 van 18 december 2019.

Figuur 8 — Overzicht van de instrumenten van de ESMA voor convergentie van het toezicht



Bron: ERK, op basis van de ESMA-verordening.

De ESMA heeft haar convergentiewerkzaamheden opgevoerd

40 De ESMA heeft haar inspanningen op het gebied van de convergentie van het toezicht opgevoerd. In haar strategische oriëntatie 2016-2020 had de ESMA toegezegd meer middelen uit te trekken voor de bevordering van de convergentie van het toezicht, had zij haar doelstellingen verduidelijkt en een aantal specifieke gebieden voor haar convergentiewerkzaamheden vastgesteld. De ESMA heeft sindsdien het aantal personeelsleden dat zich met convergentie op dit gebied bezighoudt, uitgebreid van vijf (5,7 vte) tot acht in 2020 (8,7 vte).

41 In 2020 heeft de ESMA een kader opgezet voor een meer risicogebaseerde aanpak van haar activiteiten ten behoeve van de convergentie van het toezicht. Een heatmap toont de relevante risico's, maar bevat weinig informatie over ongelijke toepassing van de regels en uiteenlopende praktijken. Niettemin is de heatmap een stap in de goede richting. De grafische weergave is doeltreffend geweest bij het vaststellen van de gebieden voor op risicogebaseerd toezicht in de EU, maar minder bij het vaststellen van onderwerpen voor verdere convergentiewerkzaamheden. Wij hebben ook geconstateerd dat de ESMA erin was geslaagd een meer systematische en empirisch onderbouwde aanpak van de convergentiewerkzaamheden in praktijk te brengen.

Er is weinig bewijs waaruit de gevolgen blijken, en geen mechanisme om de doeltreffendheid te meten

De doeltreffendheid van richtsnoeren is niet aangetoond

42 In het verleden waren voorbereidende instrumenten zoals richtsnoeren de belangrijkste convergentie-instrumenten van de ESMA. Op de richtsnoeren is

het “pas toe of leg uit”-mechanisme van toepassing, d.w.z. dat de NBA's de ESMA ervan in kennis moeten stellen of zij al dan niet voornemens zijn de richtsnoeren uit te voeren. De ESMA publiceert nalevingstabellen voor elk richtsnoer en deze worden regelmatig geactualiseerd¹⁷.

43 Wij hebben vastgesteld dat de naleving door de NBA's niet altijd gewaarborgd is. De ESMA moet volgens haar interne richtsnoeren¹⁸ de toepassing van de richtsnoeren verifiëren en beoordelen. Hoewel de ESMA de NBA's jaarlijks vraagt of zij de richtsnoeren naleven, heeft zij de daadwerkelijke naleving door de NBA's slechts eenmaal gecontroleerd door middel van een collegiale toetsing. Hieruit bleek dat de richtsnoeren niet doeltreffend waren geweest bij de bevordering van de convergentie van het toezicht en dat de NBA's in het algemeen slechts, zoals door hen gemeld, in beperkte mate aan de richtsnoeren hadden voldaan (zie **kader 1**).

Kader 1

Bevindingen van de collegiale toetsing van de richtsnoeren voor indexfondsen (exchange-traded funds, ETF's) en andere icbe's

De collegiale toetsing had betrekking op de zes grote vestigingsplaatsen in de EU van de fondsen en wees uit dat geen ervan de richtsnoeren volledig had uitgevoerd. Twee NBA's voldeden gedeeltelijk of onvoldoende aan de richtsnoeren. In de desbetreffende landen kwalificeerde de ESMA toezichtpraktijken zelfs als “in strijd met de richtsnoeren en niet consistent met een gelijk speelveld voor icbe's op de interne markt”. In het algemeen werden aanzienlijke verschillen in de toepassing van de richtsnoeren vastgesteld, alsook verschillende gebieden waarop de doelstelling van de convergentie van het toezicht niet was bereikt.

Gemeenschappelijke toezichtmaatregelen hebben regelmatige uitwisselingen tussen toezichthouders bevorderd en de ESMA in staat gesteld de toezichtactiviteiten van de NBA's te coördineren

44 Gemeenschappelijke toezichtmaatregelen (common supervisory actions, CSA's) zijn een convergentie-instrument dat door de ESMA is ontwikkeld, evenals coördinatie-netwerken voor het toezicht en uitwisselingen met NBA's op basis van klachten. De ESMA waardeert deze instrumenten vanwege hun toekomstgerichte

¹⁷ ESMA Notifications of Compliance with Guidelines — overzichtstabel.

¹⁸ Internal Guidance — Guidelines compliance notification process, ESMA42-110-888, paragrafen 35 en 38.

karakter en omdat zij helpen bij het opsporen van convergentieproblemen. De ESMA heeft al verschillende CSA's gestart in verband met icbe's en MiFID II.

45 CSA's en coördinatienetwerken zijn instrumenten die toezichthouders in staat stellen ervaringen uit te wisselen en van elkaar te leren, hetgeen tot de conclusie leidt dat zij mettertijd moeten bijdragen tot een gemeenschappelijke toezichtcultuur. CSA's helpen de ESMA ook bij het vaststellen van divergenties in toezichtpraktijken en potentiële tekortkomingen in het toezicht door de NBA's en bij het bieden van begeleiding bij de praktische toepassing van EU-wetgeving, bijvoorbeeld als individuele NBA's nog niet over een deugdelijke methodologie beschikken.

46 CSA's stellen de ESMA in staat de aandacht van de toezichthouders op specifieke risico's toe te spitsen en toezichtactiviteiten te bevorderen en te coördineren. Dit kan leiden tot een zware werklast, een punt van zorg dat in onze enquête door verscheidene NBA's naar voren is gebracht.

Beoordelings- en herstelinstrumenten zijn zeer zelden gebruikt, ondanks hun potentieel grotere effect

47 Collegiale toetsingen zijn een potentieel krachtig instrument, maar worden op het gebied van beleggingsfondsen zelden gebruikt. De ESMA is voornemens er in de nabije toekomst meer gebruik van te maken, maar benadrukte ook de beperkte middelen en de noodzaak om een evenwicht te bewaren tussen alle sectoren die onder haar mandaat vallen. Wat een collegiale toetsing onderscheidt van andere convergentie-instrumenten is dat de ESMA hiermee verplicht is een formele beoordeling uit te voeren en te publiceren, niet alleen van de mate van convergentie die op het gebied van toezichtpraktijken en handhaving is bereikt, maar ook van de toezichtcapaciteit. Het stelt de ESMA in staat richtsnoeren uit te vaardigen en aanbevelingen te doen om eventuele geconstateerde tekortkomingen aan te pakken. Sinds haar oprichting in 2011 heeft de ESMA slechts twee collegiale toetsingen van beleggingsfondsen uitgevoerd: één met betrekking tot de richtsnoeren inzake geldmarktfondsen (MMF's) in 2013 en één met betrekking tot de richtsnoeren inzake indexfondsen en andere kwesties betreffende icbe's in 2018¹⁹.

48 De ESMA heeft ook twee herstelinstrumenten tot haar beschikking: bemiddeling en procedures wegens inbreuk op het Unierecht, die haar machtigen om vermeende inbreuken op het Unierecht te onderzoeken en te verhelpen of om meningsverschillen tussen NBA's te schikken. In slechts één geval had de ESMA twee NBA's met succes

¹⁹ ESMA/2013/476 van 15 april 2013 en ESMA42-111-4479 van 30 juli 2018.

geholpen bij het treffen van een schikking van een meningsverschil. In enkele gevallen werd informeel een onderzoek ingesteld naar inbreuken op het Unierecht. Er is één formele procedure wegens inbreuk op het Unierecht geweest, die heeft geleid tot een wijziging van de praktijken van de desbetreffende NBA's.

De ESMA wordt geconfronteerd met uitdagingen bij het doeltreffend gebruik van haar instrumenten

49 De ESMA wordt met een aantal uitdagingen geconfronteerd wat betreft het doelmatig en doeltreffend gebruik van deze bevoegdheden. De ESMA is afhankelijk van de bereidheid van de NBA's om input en technische deskundigheid te leveren en personeel ter beschikking te stellen dat deelneemt aan de convergentiewerkzaamheden van de ESMA. Hetzelfde geldt voor de EBA en de Eiopa, zoals is gebleken uit onze controles van deze autoriteiten²⁰. De ESMA heeft stappen ondernomen om ervoor te zorgen dat de deelnemende NBA's over de nodige deskundigheid beschikken. De deelname van de NBA's aan de convergentieactiviteiten van de ESMA is echter grotendeels vrijwillig — afgezien van collegiale toetsingen, bemiddeling en procedures wegens inbreuk op het Unierecht — en dit belemmert soms de doeltreffendheid van het werk van de ESMA.

50 Wij hebben vastgesteld dat de meeste NBA's deelnemen aan en bijdragen tot de werkzaamheden van de ESMA, maar dat sommige NBA's terughoudender zijn. Zo zijn in het geval van CSA's kleinere NBA's vaak actiever in het voorleggen van zaken, terwijl sommige grotere NBA's de voorkeur geven aan een passievere benadering. Sommige NBA's hebben niet gereageerd op de oproepen van het personeel van de ESMA om actief deel te nemen en zaken voor te leggen; NBA's die hun sanctiebevoegdheden nog nooit hadden gebruikt, hebben bijvoorbeeld geen bijdrage geleverd aan een gerelateerde workshop van de ESMA in 2020.

51 Het besluitvormingsorgaan van de ESMA bestaat uit vertegenwoordigers van de NBA's. Hoewel deze laatsten uitsluitend in het belang van de EU als geheel moeten handelen, is dit niet altijd gewaarborgd. Het voorstel van de Commissie om deze kwestie van corporate governance in het kader van de herziening van de ETA aan te pakken, werd verworpen. Het meest evidente belangenconflict is aangepakt: de NBA's mogen niet langer deelnemen aan de bespreking van en stemming over aanbevelingen inzake inbreuken op het Unierecht die hen zelf betreffen. Met de bemiddelingsregels van de ESMA worden ook belangenconflicten aangepakt. Alle convergentiewerkzaamheden hebben echter betrekking op de NBA's, aangezien ze

²⁰ ERK, *Speciale verslagen nrs. 29/2018 en 10/2019*.

gericht zijn op de toezichtpraktijken en -resultaten van deze autoriteiten. Dit geldt ook voor de inspanningen van de ESMA ter bevordering van de doelmatigheid en doeltreffendheid van het toezicht.

52 De ESMA is afhankelijk van de bereidwilligheid van de NBA's. Een voorbeeld hiervan zijn de verantwoordelijkheden van de autoriteiten van de lidstaat van herkomst en van de lidstaat van ontvangst in een grensoverschrijdende context — een prominent en terugkerend punt op de convergentieagenda van de ESMA (zie [kader 2](#)). De ESMA is slechts ten dele doeltreffend geweest in het bevorderen van de soepele werking van EU-paspoorten voor verhandeling en beheer, en is er dus niet in geslaagd toezichtpraktijken uit te bannen die belemmeringen voor de markttoegang opwerpen.

Kader 2

De verantwoordelijkheden van het land van ontvangst zijn nog steeds onderwerp van discussie

In 2017 heeft de ESMA de bestaande regels en respectieve rollen verduidelijkt; in 2019 deed het gezamenlijk comité van de ETA's dit nogmaals. In 2020 zijn in verschillende werkstromen en een workshop aanvullende besprekingen gehouden. Niettemin wordt de paspoortregeling, waarin is bepaald dat de autoriteiten van de lidstaat van herkomst als enige verantwoordelijk zijn voor het toezicht op fondsbeheerders en fondsen, niet volledig nageleefd, terwijl de rol van de autoriteiten van de lidstaat van ontvangst beperkt blijft tot het toezien op de naleving van de lokale gedragsregels.

53 Wij merken ook op dat alle convergentiekwesties waarop de ESMA in haar brief aan de Commissie over de evaluatie van de BAB-richtlijn²¹ heeft gewezen, in de convergentiewerkzaamheden uitgebreid aan bod zijn gekomen. Hieruit blijkt dat de inspanningen van de ESMA slechts in beperkte mate doeltreffend zijn geweest.

54 Een ander voorbeeld betreft delegatie. Zowel in de icbe- als in de BAB-richtlijn wordt het beheermaatschappijen toegestaan taken aan derden te delegeren. Volgens de ESMA blijven de benaderingen en resultaten van het toezicht echter verschillen wat betreft de mate van delegatie die is toegestaan, en ook wat betreft de functies die mogen worden gedelegeerd (zie [kader 3](#)).

²¹ Brief van de ESMA-over de herziening van de BAB-richtlijn, ESMA34-32-550, van 18 augustus 2020.

Kader 3

Mate van delegatie

De ESMA heeft benadrukt dat het portefeuillebeheer in sommige lidstaten grotendeels of zelfs geheel wordt gedelegeerd aan derden binnen of buiten de groep van de abi-beheerder of de icbe-beheermaatschappij, die zich buiten de EU kan bevinden. In deze gevallen werkt het merendeel van het operationeel personeel dat functies op het gebied van portefeuille-/risicobeheer, administratie en andere functies verricht, op basis van delegatie voor de betrokken fondsen, en is het dus volgens de ESMA niet rechtstreeks in dienst van de vergunninghoudende abi-beheerder of icbe-beheermaatschappij en wordt een groot deel van de beheersvergoedingen aan gedelegeerden betaald. Voor de ESMA doen dergelijke (markt)praktijken in sommige lidstaten de vraag rijzen of deze abi's en icbe's nog doeltreffend kunnen worden beheerd door de vergunninghoudende abi-beheerder of icbe-beheermaatschappijen.

Bron: Brief van de ESMA-over de herziening van de BAB-richtlijn, ESMA34-32-550, 18 augustus 2020.

55 Wij hebben ook geconstateerd dat de ESMA bij haar inspanningen om de transparantie te vergroten op enige weerstand van de NBA's stuit. Verplichte publicaties zoals het jaarverslag over sancties of het jaarlijks statistisch verslag over de prestaties en kosten van beleggingsproducten voor niet-professionele beleggers in de EU verschaffen waardevolle informatie, waaronder inzichten in de verschillen tussen de lidstaten wat de marktrealiteit en de indringendheid van het toezicht betreft. Er bestaat echter aanzienlijke weerstand bij de NBA's ten aanzien van het publiceren van de resultaten van de CSA's. De eindverslagen inzake de CSA's zijn nooit gepubliceerd.

De NBA's geven de voorkeur aan minder ingrijpende voorbereidende instrumenten die niet zo doeltreffend zijn

56 In het verleden heeft de ESMA voornamelijk gebruikgemaakt van richtsnoeren, adviezen en vragen en antwoorden. Wij hebben bewijs aangetroffen dat deze voorbereidende instrumenten niet erg doeltreffend zijn bij de bevordering van convergentie van het toezicht. De ESMA is zich onlangs meer gaan richten op uitvoeringsinstrumenten, zoals coördinatiernetwerken en CSA's.

57 Bijna de helft van de NBA's vond de ingrijpender instrumenten, zoals procedures wegens inbreuk op het Unierecht en bemiddeling, niet zinvol en gaf duidelijk de voorkeur aan voorbereidende instrumenten. De eerstgenoemde zijn door de ESMA bijna nooit gebruikt. Deze bevoegdheden zouden de ESMA echter wel in staat stellen

om in individuele gevallen rechtstreeks invloed uit te oefenen op toezichtmaatregelen en resultaten daarvan, of om gevallen van niet-toepassing of onjuiste toepassing van EU-wetgeving aan te pakken.

De ESMA beschikt niet over een mechanisme om de doeltreffendheid te meten

58 In de jaarlijkse werkprogramma's van de ESMA worden doelstellingen vastgesteld, maar er worden voornamelijk geplande activiteiten in plaats van specifieke outputs of verifieerbare doelstellingen in beschreven. Wat de instrumenten betreft, wordt hierin de voorkeur gegeven aan de bevordering van uitwisseling tussen toezichthouders over toezichtpraktijken door specifieke gevallen uit de praktijk of de onlangs ingevoerde CSA's te bespreken. Dit is een nuttige aanpak om een beter inzicht te krijgen in toezichtpraktijken die mettertijd kunnen bijdragen tot de ontwikkeling van een gemeenschappelijke toezichtcultuur.

59 Het feit dat toezichthouders van verschillende NBA's elkaar spreken, ervaringen uitwisselen en van elkaar kunnen leren, is op zich al een belangrijk resultaat. Wij hebben vastgesteld dat de ESMA enig succes heeft geboekt bij de bevordering van gemeenschappelijke benaderingen en de verbetering van de kwaliteit van het toezicht waar zij specifieke toezichtactiviteiten heeft geïnitieerd, gecoördineerd en ondersteund teneinde individuele risico's in de hele EU aan te pakken, bijvoorbeeld via CSA's. De ESMA beschikt echter over weinig bewijs dat haar activiteiten de bestaande divergenties aanzienlijk hebben verminderd.

60 Wij erkennen dat het meten van het effect van de convergentiewerkzaamheden van de ESMA complex is. Met de huidige outputgerichte prestatiemeting van de ESMA (met inbegrip van de nieuwe resultaatgerichte kernprestatie-indicatoren die in 2019 zijn ingevoerd) kan echter niet worden gemeten in welke mate zij heeft bijgedragen tot het verkleinen van de bestaande verschillen in de toezichtpraktijken en de resultaten ervan. De ESMA is niet in staat de mate van divergentie te beoordelen, behalve op enkele gebieden waar zij collegiale toetsingen of casusbesprekingen en CSA's heeft uitgevoerd. Bovendien heeft de ESMA een onvolledig beeld van de wijze waarop NBA's de EU-wetgeving in de praktijk toepassen. Dit beeld is grotendeels gebaseerd op wat de NBA's delen. De ESMA heeft geen inzichten uit de eerste hand in de toezichtactiviteiten van de NBA's en heeft evenmin toegang tot bewijsmateriaal, bijvoorbeeld in de vorm van toezichtdossiers.

De werkzaamheden van de ESMA hebben tekortkomingen in het toezicht en mogelijke concurrentievervalsingen aan het licht gebracht

61 Volgens de kernbeginselen van de Iosco²², de mondiale normen voor effectenregulering, is krachtige en strikte handhaving van het effectenrecht van fundamenteel belang voor de bevordering van het vertrouwen van beleggers. De icbe-richtlijn en de BAB-richtlijn bevatten een uitgebreid pakket regelgevingsbevoegdheden voor het aanpakken van inbreuken op voorschriften door fondsen en fondsbeheerders. Deze variëren van administratieve sancties tot stakingsbevelen en zelfs de intrekking van vergunningen, en maken een doeltreffende rechtshandhaving mogelijk.

62 Uit de werkzaamheden van de ESMA blijkt dat de kwaliteit van het toezicht van lidstaat tot lidstaat verschilt. De ESMA is erin geslaagd de aandacht van de NBA's sterker op het toezicht te vestigen en heeft ervoor gezorgd dat er gemeenschappelijke benaderingen zijn wat betreft het verzamelen van informatie (met inbegrip van de vaststelling van niet-naleving van de voorschriften door de sector). De werkzaamheden van de ESMA inzake closet indexing, kosten en vergoedingen, en de CSA inzake het beheer van liquiditeitsrisico's, zijn goede voorbeelden.

63 Bovendien hebben wij geconstateerd dat de ESMA veel minder invloed heeft gehad op toezichtpraktijken en de resultaten ervan wat betreft de follow-up door de NBA's in gevallen waarin haar activiteiten niet-naleving van de voorschriften aan het licht brachten. Uit de inzichten die de ESMA dankzij haar convergentiewerkzaamheden heeft opgedaan, blijkt dat er in het algemeen bij alle NBA's in de EU sprake is van een gebrek aan handhavingsactiviteiten, zij het in verschillende mate.

64 Wij hebben vastgesteld dat de NBA's over het algemeen terughoudend zijn in het gebruik van formele toezichtbevoegdheden, ondanks de inspanningen van de ESMA om het gebruik ervan te bevorderen. Uit onze analyse van interne documenten van de ESMA blijkt dat fondsbeheerders die de wettelijke voorschriften overtreden, slechts het risico lopen van de NBA een verzoek tot naleving te ontvangen, gevraagd te worden onrechtmatig geïnde vergoedingen terug te betalen, of in het slechtste geval een kleine boete te krijgen.

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

65 Zo blijkt uit de jaarverslagen van de ESMA over het gebruik van sancties voor icbe's dat de sanctiebevoegdheden door de NBA's niet op dezelfde wijze worden gebruikt en dat, met uitzondering van bepaalde NBA's, het aantal en het bedrag van de op nationaal niveau opgelegde sancties relatief laag zijn²³. In 2020 hebben 13 NBA's geen sancties opgelegd. De bovenvermelde activiteiten van de ESMA brengen soortgelijke tekortkomingen in de handhaving aan het licht.

66 Uit ons onderzoek van interne verslagen van de ESMA blijkt dat er gevallen zijn geweest van zwakke handhaving door de NBA's, waardoor zij hun verplichtingen niet zijn nagekomen. Wij constateerden dat de ESMA er ondanks haar inspanningen niet in is geslaagd een doeltreffende handhaving van het Unierecht te bevorderen. In sommige gevallen verklaarden de NBA's dat de wettelijke voorschriften in hun land niet duidelijk genoeg zijn, hetgeen wijst op problemen met de omzetting of de toepassing van de richtlijnen in de betreffende lidstaten. Naar onze mening hadden zaken eventueel kunnen worden aangepakt door middel van procedures wegens inbreuk op het Unierecht, met gebruikmaking van de politieke rol van de ESMA.

67 Een van de doelstellingen van het bevorderen van convergentie van het toezicht is het voorkomen van concurrentievervalsingen en regelgevingsarbitrage als gevolg van uiteenlopende toezichtpraktijken, en ervoor te zorgen dat de financiële bedrijvigheid niet wordt verplaatst naar landen met een laks toezicht. De ESMA heeft afwijkende praktijken op gebieden zoals delegatie vastgesteld die tot dergelijke verstoringen kunnen leiden.

68 Dit was een punt van zorg bij de werkzaamheden van de ESMA in verband met de brexit. In dit verband hebben wij geconstateerd dat de ESMA in staat is geweest gemeenschappelijke toezichtnormen vast te stellen voor de vergunningverlening (ook op het gebied van delegatie) aan fondsen en fondsbeheerders die niet langer toegang tot de interne markt hadden. De ESMA had een netwerk voor de coördinatie van het toezicht opgericht waarin 250 individuele gevallen in verschillende sectoren waren besproken, waaronder het beheer van beleggingen. Wij hebben geconstateerd dat de ESMA, door een uitgebreide betrokkenheid voordat toezichtbesluiten werden genomen, ertoe heeft bijgedragen dat dergelijke concurrentievervalsingen zich niet hebben voorgedaan.

²³ Persverklaring van de ESMA.

De Commissie en de ESMA hebben stappen ondernomen om beleggers beter te beschermen, maar de kosten blijven hoog

69 Beleggingsproducten zijn complex en het is soms moeilijk ze te vergelijken of de ermee gepaard gaande risico's volledig te doorgronden, met name voor niet-professionele (kleine) beleggers. Niet-professionele beleggers moeten derhalve naar behoren worden geïnformeerd over de potentiële risico's. Het rechtskader van de EU heeft tot doel het risico van misleidende verkoop te verminderen, waarvan sprake is indien aan niet-professionele beleggers financiële producten worden verkocht die niet aan hun behoeften of verwachtingen voldoen²⁴.

De EU-wetgeving bevat tal van maatregelen om beleggers te beschermen

70 De EU-wetgeving ter bescherming van beleggers is verspreid over een groot aantal verordeningen, richtlijnen, gedelegeerde handelingen van de Commissie en richtsnoeren van de ESMA. Sommige van deze maatregelen zijn opgenomen in de icbe's en de BAB-richtlijn, en andere in de MiFID/MiFIR en PRIIP's.

71 Voor de niet-professionele belegger biedt het EU-kader een relatief hoge mate van bescherming, maar vermindert zij inherent de mogelijkheden van beleggers om te beleggen in niet-EU-fondsen, waaraan vaak lagere kosten verbonden zijn.

72 Alle door ons bevraagde NBA's en verenigingen voor vermogensbeheer waren het er (zeer) mee eens dat het EU-regelgevingskader doeltreffend is geweest in het bevorderen van hoge normen voor de bescherming van beleggers. Een significante minderheid van de NBA's, waaronder die van sommige van de belangrijkste vestigingsplaatsen van icbe's, was echter van mening dat niet-professionele beleggers in icbe-fondsen nog steeds niet voldoende beschermd zijn tegen de risico's van

- onvoldoende of onjuiste informatie over de fiscale gevolgen (39 %);
- buitensporige kosten en vergoedingen (34 %);
- onjuiste waardering van activa (26 %);
- onvoldoende of onjuiste informatie over de allocatie van activa (18 %).

²⁴ Paragraaf 48 van de [Resolutie van het EP van 8 oktober 2020](#).

Ondanks diverse EU-maatregelen blijft transparantie een probleem

Beleggers hebben nu toegang tot meer informatie over icbe's

73 De icbe-richtlijn schrijft voor dat icbe's drie verslagen uitbrengen: een prospectus, een jaarverslag en een halfjaarlijks verslag²⁵. In haar geschiktheidscontrole van de verslaglegging over het toezicht²⁶ die zij in 2019 heeft uitgevoerd, concludeerde de Commissie dat, hoewel in de icbe-richtlijn voor deze documenten is voorgeschreven wat deze minimaal moeten inhouden, veel aan het oordeel van de NBA's wordt overgelaten. Dit betekent dat de verslaglegging per lidstaat kan verschillen.

74 Het essentiële-informatiedocument (EID), dat in 2011 werd ingevoerd, heeft tot doel niet-professionele beleggers betere informatie en inhoud te verschaffen die eenvoudiger te begrijpen is, en vergelijkingen tussen producten te vergemakkelijken. Op grond van de EID-verordening²⁷ moet het document betrekking hebben op de essentiële kenmerken van de icbe waarover een belegger moet worden geïnformeerd, en moet aan (potentiële) beleggers accurate, eerlijke, duidelijke en niet-misleidende precontractuele informatie worden verstrekt.

75 De juistheid en de betrouwbaarheid van de in het EID verstrekte informatie worden betwist. De Centrale Bank van Ierland²⁸ heeft gevallen aangetroffen waarin in de rubriek "in het verleden behaalde resultaten" van het EID geen relevante informatie over benchmarks was opgenomen. In 2019 heeft de ESMA vragen en antwoorden over de bekendmaking van benchmarks gepubliceerd waarin deze kwesties worden verduidelijkt.

76 Zoals sommige respondenten van de ERK-enquête aangaven, is de informatie over de kosten in het huidige EID van de icbe's onvolledig en zou deze beleggers kunnen misleiden door hen te doen geloven dat de kosten lager zijn dan ze in werkelijkheid zijn. Met name de transactiekosten zijn niet begrepen in het totale kostenpercentage.

²⁵ Artikelen 68-74 van [Richtlijn 2009/65/EG](#).

²⁶ [SWD\(2019\) 402 final](#).

²⁷ [Verordening \(EU\) nr. 583/2010 van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG](#) wat betreft essentiële beleggersinformatie.

²⁸ Centrale Bank van Ierland, "[Thematic review of closet indexing](#)" (brief van de sector van 18 juli 2019).

77 Met de PRIIP's-verordening²⁹, die in 2018 in werking is getreden, is een uniform essentiële-informatiedocument (EID) ingevoerd dat van toepassing is op een breed scala aan retailbeleggingsproducten. Icbes en abi's waren echter tijdelijk vrijgesteld van deze verplichting. Na langdurig overleg met de belanghebbenden heeft het gezamenlijk comité van de ETA's in januari 2021 een compromis bereikt over het opnemen van in het verleden behaalde resultaten in het EID, en de Commissie heeft in september 2021 een gedelegeerde verordening vastgesteld.

De ESMA heeft de kosten en vergoedingen transparanter gemaakt, maar er blijven zich problemen met de gegevens voordoen

78 Sinds 2019 publiceert de ESMA jaarlijks een verslag over de prestaties en kosten van retailbeleggingsproducten in de EU. Het is de bedoeling beleggers te wijzen op de aanzienlijke invloed van de kosten op het uiteindelijke rendement van hun beleggingen. Het verslag van de ESMA geeft een goed overzicht van de prestaties en kosten van de verschillende soorten fondsen, maar vertoont een aantal tekortkomingen:

- o Het verslag vermeldt de kosten per categorie activa (aandelen/obligaties/gemengd/alternatief), per beheerstype (actief of passief) en per vestigingsplaats van het fonds, maar niet per land van distributie, zodat moeilijk kan worden beoordeeld of de interne markt de kostenverschillen tussen de nationale markten heeft verminderd.
- o Er is een beperkte uitsplitsing (bijv. beheersvergoedingen) of helemaal geen uitsplitsing (bijv. distributie, stimulans) van de kosten naar soort. Dit houdt verband met het gebrek aan gedetailleerde beschikbare gegevens en het feit dat er wordt vertrouwd op enquêtes die zijn uitgevoerd bij de NBA's, en beperkt de verklaring van de redenen waarom de kosten in sommige vestigingslanden van fondsen hoger zijn dan in andere.
- o Het verslag is gebaseerd op gegevens die meer dan een jaar oud zijn, en hetzelfde geldt voor het jaarverslag van de ESMA over abi's.

²⁹ Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's).

79 In haar methodologische bijlagen wijst de ESMA erop dat een beoordeling van de prestaties en de kosten van beleggingsproducten binnen het mandaat van de ESMA structureel wordt belemmerd door het ontbreken van relevante regelgevingsgegevens:

- o gegevens over icbe-fondsen zijn niet toegankelijk op EU-niveau en commercieel beschikbare gegevens bieden een beperkte mate van gedetailleerdheid en nauwkeurigheid;
- o regelgevingsgegevens overeenkomstig de BAB-richtlijn bevatten geen gedetailleerd bewijsmateriaal waaruit de fondskosten blijken.

De ESMA en de Commissie hebben nog geen vergelijkingsinstrumenten voor niet-professionele beleggers gecreëerd

80 Hoewel de nadruk heeft gelegen op het verstrekken van voldoende informatie over individuele fondsen aan beleggers, blijft het moeilijk om een overzicht te krijgen van alle aangeboden fondsen en om producten te vergelijken. Het Europees Parlement³⁰ heeft gepleit voor “initiatieven die specifiek op retailbeleggers zijn toegespitst, onder meer om de ontwikkeling van onafhankelijke onlinevergelijkingstools op EU-niveau te faciliteren, om retailbeleggers te helpen om te bepalen wat voor hen de meest geschikte producten zijn, gelet op de risico’s, het rendement op hun investering en de waarde en gezien hun specifieke behoeften en voorkeuren”.

Groenwassen vormt een toenemend risico

81 Een toenemend aantal icbe’s wordt op de markt gebracht als ESG-fondsen, waardoor het risico op “groenwassen” ontstaat. De verordening betreffende informatievergathering over duurzaamheid in de financiële dienstensector is van toepassing op beleggingsfondsen; zij heeft ten doel de transparantie te vergroten en “groenwassen” tegen te gaan. Aangezien de meeste openbaarmakingsverplichtingen pas sinds 10 maart 2021 van toepassing zijn, is het nog te vroeg om het effect ervan te beoordelen. Voortbouwend op haar [reactie](#) op de raadpleging van de Commissie over de vernieuwde strategie voor duurzame financiering heeft de ESMA onlangs

³⁰ Resolutie van het Europees Parlement van 8 oktober 2020 over de verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktenunie (KMU): de toegang tot kapitaalmarktfinanciering verbeteren, met name voor kmo’s, en de deelname van kleine beleggers bevorderen (2020/2036(INI)).

opgeroepen tot wetgevende maatregelen inzake ESG-ratings en beoordelingsinstrumenten³¹.

82 De markt voor ESG-ratings en andere beoordelingsinstrumenten is op dit moment ongereguleerd en staat niet onder toezicht. In combinatie met de toenemende eisen van de toezichthouders om rekening te houden met ESG-informatie neemt het risico op groenwassen, verkeerde allocatie van kapitaal en misleidende verkoop van producten toe.

De ESMA, de Commissie en de NBA's hebben bijgedragen tot de neerwaartse tendens van de kosten van icbe's

De kosten blijven hoog

83 Na vele jaren stabiel op een hoog niveau te zijn gebleven, zijn de icbe-kosten sinds 2017 licht gedaald. Zij blijven echter veel hoger dan voor het gemiddelde in de VS gevestigde fonds. Dit wordt gewoonlijk toegeschreven aan de kleinere omvang van de fondsen in de EU (zie paragraaf **04**) en het lagere marktaandeel van passieve fondsen en indexfondsen (8,3 %). Onder meer in Luxemburg en Ierland gevestigde fondsen brengen meer dan gemiddelde kosten in rekening³².

84 Actief beheerde beleggingsfondsen presteerden bruto iets beter dan passief beheerde fondsen, maar netto ondermaats vanwege de hogere kosten. Dankzij schaalvoordelen bij het beheer van de fondsen constateerde de ESMA dat grotere fondsen lagere kosten hadden. Voor beleggingsfondsen bedroegen de kosten gemiddeld 1,4 % voor de grootste fondsen en 1,8 % voor de kleinste fondsen.

De praktijk van closet indexing is afgenomen, maar blijft bestaan

85 Uit een in 2019 ingesteld onderzoek van de ESMA blijkt dat er nog steeds verschillen bestaan in de manier waarop het begrip “buitensporige kosten” in de EU wordt geïnterpreteerd, en in de toezichtsaanpak van kostengerelateerde bepalingen. Volgens de ESMA³³ laat dit gebrek aan convergentie niet alleen ruimte voor regelgevingsarbitrage en dreigt het de concurrentie op de EU-markt te belemmeren,

³¹ Brief van ESMA-voorzitter Steven Maijor aan commissaris Mairead McGuinness, ESMA30-379-423, van 28 januari 2021.

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

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

maar kan het ook leiden tot verschillende niveaus van beleggersbescherming, al naargelang de vestigingsplaats van een fonds.

86 Closet indexing is een praktijk waarbij vermogensbeheerders beweren hun fondsen op een actieve manier te beheren, met als doel beter te presteren dan de benchmarkindex. In werkelijkheid blijven zij echter zeer dicht bij een benchmark, hetgeen minder input van de beleggingsbeheerder vereist. Zij brengen doorgaans hogere beheerskosten in rekening dan passief beheerde fondsen³⁴. Uit een vijf jaar geleden door de ESMA uitgevoerde analyse bleek dat 5 % tot 15 % van de beleggingsfondsen in de EU waarvan wordt beweerd dat ze actief worden beheerd, in feite “index trackers” kunnen zijn (zie ook [kader 4](#)). Uit recentere cijfers voor 2020 blijkt dat dit percentage is gedaald tot tussen 2 % en 6 %.

Kader 4

Closet indexing

In 2018-2019 heeft de Centrale Bank van Ierland een thematische toetsing uitgevoerd van closet indexing³⁵ die betrekking had op alle Ierse toegelaten [icbe-fondsen](#) die als actief beheerd worden aangemerkt. De belangrijkste bevindingen van het onderzoek waren de volgende:

- Beleggers kregen in de prospectus en het EID niet altijd voldoende of nauwkeurige informatie over de beleggingsstrategie van het fonds.
- Er waren gevallen van slecht bestuur en slechte controles.
- Er waren gevallen waarin het fonds een betere beoogde prestatie had ten opzichte van een index die lager was dan de in rekening gebrachte vergoeding, hetgeen inhoudt dat de vergoeding de behaalde betere prestatie tenietdoet.
- In sommige gevallen werd in de rubriek “in het verleden behaalde resultaten” van het EID geen vergelijkingsfonds opgenomen, hetgeen betekent dat beleggers in deze fondsen niet konden bepalen of het fonds een goede waarde vertegenwoordigde ten opzichte van zijn benchmark.

³⁴ Verklaring van de ESMA, [Supervisory work on potential closet index tracking](#), ESMA/2016/165, van 2 februari 2016. Zie ook TRV nr. 1/2021.

³⁵ Centrale Bank van Ierland, “Thematic review of closet indexing” (sectorbrief van 18 juli 2019).

87 In 2021 heeft de ESMA een CSA over kosten gestart, met als doel te onderzoeken of fondsbeheerders: 1) de bepalingen inzake openbaarmaking van kosten naleven door hun bedrijfsactiviteiten uit te oefenen met de nodige vakbekwaamheid, zorg en toewijding en in het belang van het fonds dat zij beheren; 2) eerlijk en billijk handelen, en 3) beleggers geen onnodige kosten in rekening brengen³⁶. De CSA heeft betrekking op zowel icbe's als abi's die aan niet-professionele beleggers worden verhandeld, en daarmee moet worden nagegaan of beheerders een prijsbeleid hebben dat een duidelijke identificatie en kwantificering van alle aan het fonds aangerekende kosten mogelijk maakt, en of het beleid in de praktijk correct wordt toegepast. De resultaten worden begin 2022 verwacht.

De EU heeft onvoldoende maatregelen genomen tegen stimulansen

88 Of potentiële beleggers in fondsen goed beschermd zijn en in staat zijn de belegging te kiezen die het best aan hun behoeften beantwoordt, hangt niet alleen af van de eisen die aan fondsen en fondsbeheerders worden gesteld, maar ook van het advies dat zij van hun financiële tussenpersonen ontvangen.

89 Tot de helft van de kosten bestaat uit stimulansen, die in de meeste lidstaten nog steeds zijn toegestaan. In de wetgeving³⁷ is alleen bepaald dat stimulansen geen belangenconflict mogen creëren en openbaar moeten worden gemaakt. Zij moeten erop gericht zijn de kwaliteit van de desbetreffende dienstverlening aan de cliënt te verbeteren en mogen geen afbreuk doen aan de plicht van de onderneming om eerlijk, billijk en professioneel te handelen in het belang van haar cliënten. Sommige lidstaten, zoals Nederland, hebben een verbod ingesteld op stimulansen, die ongeveer de helft van de terugkerende kosten van vele icbe's uitmaken.

90 De Commissie heeft erop gewezen dat het distributiemodel op het Europese vasteland nog steeds grotendeels is gebaseerd op het vergoedingsmodel op provisiebasis, met banken en verzekeraars als de meest voorkomende distributeurs voor eindcliënten³⁸. Uit de studie blijkt ook dat in de landen die een verbod op stimulansen hebben ingevoerd, de lopende kosten van obligatie-, aandelen- en gemengde fondsen veel lager zijn. Aangezien provisies de belangrijkste drijfveer zijn,

³⁶ ESMA 34-45-970 CSA methodology on costs and fees.

³⁷ Richtlijn 2014/65/EU betreffende markten voor financiële instrumenten.

³⁸ Europese Commissie, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, eindverslag, 2018, blz. 26.

zijn passieve fondsen (met inbegrip van indexfondsen), waarvoor zelden provisies worden betaald, van oudsher verwaarloosd door banken die niet bereid zijn producten met lage tarieven te verhandelen³⁹.

91 In haar technisch advies van maart 2020 aan de Commissie⁴⁰ heeft de ESMA geen duidelijk standpunt ingenomen over een volledig verbod op stimulansen voor alle MiFID-beleggingsdiensten. De consumentenorganisaties waarmee wij spraken, steunen een dergelijk verbod. De Commissie buigt zich momenteel over deze kwestie in het kader van haar EU-strategie voor niet-professionele beleggers.

92 In 2017 heeft een particuliere contractant namens de Commissie “mystery shopping” verricht en vastgesteld dat in elke lidstaat niet-onafhankelijke adviseurs bij banken en verzekeringsmaatschappijen bijna uitsluitend (één of een selectie van enkele) eigen producten aanboden⁴¹. De meeste robo-adviseurs adviseren daarentegen vooral indexfondsen. Uit een mystery shopping-onderzoek van de Franse NBA is gebleken dat producten zoals indexfondsen (of andere beleggingsfondsen met lage kosten) niet aan niet-professionele beleggers worden aangeboden, hoewel ze blijkbaar aan hun beleggingsbehoeften beantwoorden⁴².

Vaststellen van systeemrisico's vereist verdere vooruitgang

93 Systeemrisico is het risico op verstoring van het financiële stelsel dat ernstige negatieve gevolgen kan veroorzaken voor de interne markt en de economie in het algemeen. De ESMA moet, in samenwerking met het ESRB⁴³, een gemeenschappelijke aanpak en gemeenschappelijke criteria ontwikkelen voor het vaststellen en meten van het systeemrisico dat wordt gevormd door belangrijke deelnemers aan de financiële markt, alsmede een adequate regeling voor stresstests die een evaluatie van het

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 maart 2020, ESMA35-43-2126.

⁴¹ Europese Commissie, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, eindverslag, 2018, blz. 22.

⁴² AMF: *Risk and Trend Mapping No 17*, 2016 Risk Outlook.

⁴³ Het ESRB is opgericht in 2009 en kreeg de verantwoordelijkheid voor het macroprudentieel toezicht op het financiële stelsel binnen de EU teneinde bij te dragen tot het voorkomen of beperken van systeemrisico's voor de financiële stabiliteit.

systeemrisico mogelijk maken. Deelnemers aan de financiële markt die een systeemrisico vormen, moeten aan een scherper toezicht worden onderworpen.

De beoordeling en follow-up van systeemrisico's verkeren in een vroeg stadium

94 Noch de ESMA, noch het ESRB heeft de bestaande praktijken in de lidstaten inzake de monitoring van systeemrisico's geïnterpreteerd. De NBA's zijn echter in het bestuur van zowel de ESMA als het ESRB, alsook in technische werkgroepen vertegenwoordigd.

95 De Raad voor financiële stabiliteit (Financial Stability Board, FSB)⁴⁴ onderscheidt de volgende categorieën systeemrisico's:

- o liquiditeitsmismatch tussen activa van beleggingsfondsen en terugbetalingsvoorwaarden;
- o hefboomwerking binnen beleggingsfondsen;
- o operationeel risico, en
- o risico's die voortvloeien uit effectenuitleenactiviteiten⁴⁵.

96 Wij hebben vastgesteld dat de eerste categorie valt onder de ESMA-richtsnoeren, en dat de monitoring in het kader van de stress-simulatieoefening (zie de paragrafen [104-106](#)) is begonnen. De tweede categorie valt onder de richtsnoeren voor abi's, terwijl het hefboomrisico voor icbe's wordt beperkt door het wetgevingskader. De ESMA heeft ten behoeve van de NBA's ook een ontwerp-handboek voor risicoanalyse van abi's opgesteld. Bovendien heeft het ESRB twee aanbevelingen gedaan die betrekking hebben op elementen van de eerste twee risicocategorieën⁴⁶, en geconcludeerd dat de ESMA over het geheel genomen volledig aan de aanbevelingen voldoet. De bijbehorende ESRB-aanbevelingen van 2017 (uitvoeringstermijn: 31.12.2020) inzake wijzigingen in de wetgeving (bijv. instrumenten

⁴⁴ De FSB is een internationaal orgaan dat toezicht houdt op en aanbevelingen doet over het mondiale financiële stelsel.

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

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

voor liquiditeitsbeheer, liquiditeitsmismatches en icbe-verslaglegging) zijn nog niet door de Commissie behandeld. De Commissie heeft ons meegedeeld dat zij de wetgevingswijzigingen zal voorstellen als onderdeel van de lopende herziening van de BAB-richtlijn.

97 Het wetgevingskader bevat algemene bepalingen inzake risicobeheer en bedrijfscontinuïteit⁴⁷. Operationeel risico (met inbegrip van bedrijfscontinuïteit, overdracht van activa van cliënten in stress-situaties en reputatierisico) valt echter niet onder de actuele ESMA-richtsnoeren.

98 In 2017 heeft de FSB aanbevolen dat toezichthouders door vermogensbeheerders verstrekte schadeloosstellingen monitoren om risico's of regelgevingsarbitrage op te sporen die de financiële stabiliteit negatief kunnen beïnvloeden⁴⁸. Dergelijke diensten zijn niet opgenomen in het kader voor de BAB-richtlijn/icbe's.

99 De risicobedoelingswerkzaamheden van de ESMA met betrekking tot beleggingsfondsen komen voornamelijk tot uiting in vier belangrijke verslagen:

- o een risicodashboard (dat tweemaal per jaar wordt gepubliceerd);
- o een verslag over trends, risico's en kwetsbaarheden (Trends, Risks and Vulnerabilities — TRV);
- o een statistisch jaarverslag over de prestaties en kosten van retailbeleggingsproducten in de EU, en
- o een statistisch jaarverslag over alternatieve beleggingsfondsen in de EU.

100 Hoewel voor het risicodashboard van de ESMA gebruik wordt gemaakt van een uitgebreide reeks indicatoren en het een korte en beknopte analyse biedt, hebben wij geconstateerd dat landgerelateerde risico's, die op hun beurt voor macroprudentiële doeleinden zouden kunnen worden gebruikt daarin niet systematisch in kaart worden gebracht.

⁴⁷ Zoals artikel 57, lid 3, van niveau 2 van de BAB-richtlijn, Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 en artikel 4, lid 3, van niveau 2 van de icbe-richtlijn 2010/43/EU van de Commissie.

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

101 Wij concludeerden dat de risicomonitor voor niet-bancaire financiële bemiddeling (non-bank financial intermediation, NBFi) van het ESRB een goede analyse biedt van de sector beleggingsfondsen door gebruik te maken van op entiteiten, activiteiten en producten gebaseerde benaderingen teneinde een nauwkeurige uitsplitsing van fondsen naar type te geven. De fondstypen en de activa worden per land gespecificeerd, maar de risico's niet.

102 Wij hebben vastgesteld dat een volledig beeld en de betrouwbaarheid van de analyse niet worden bereikt als gevolg van de onderstaande beperkingen:

- o sommige abi-gegevens zijn niet beschikbaar/niet bruikbaar (zie de paragrafen [121](#) en [123](#));
- o vertragingen bij het gebruik van geldmarktfondsen/moeilijkheden bij het gebruik van sommige gegevens overeenkomstig de BAB-richtlijn (zie de paragrafen [111](#), [121](#) en [122](#)).

Er zijn geen stresstests voor toezichtdoeleinden en hoewel er een begin is gemaakt met de werkzaamheden, is de follow-up van de simulaties ontoereikend

103 Stresstests voor toezichtdoeleinden moeten de fondsen identificeren die systeemrisico's opleveren, en patronen voor systeemrisico's herkennen om ervoor te zorgen dat deze worden beperkt⁴⁹. De ESMA is bevoegd om, in samenwerking met het ESRB, Uniebrede stresstests te initiëren en te coördineren teneinde de veerkracht van financiële marktdeelnemers bij ongunstige marktontwikkelingen te beoordelen.

104 De ESMA heeft nog geen stresstest voor toezichtdoeleinden voor beleggingsfondsen uitgevoerd, maar heeft in 2019 wel een stress-simulatie uitgevoerd om de veerkracht van de fondsensector in de EU te beoordelen en mogelijke kwetsbaarheden vast te stellen. De simulatie werd toegepast op 6 600 vastrentende icbe-fondsen met een totale NAV van 2 490 miljard EUR⁵⁰. Op de fondsen werd een terugbetalingsschok toegepast en het effect op de markt werd gesimuleerd. Er werd gebruikgemaakt van commerciële gegevens, aangezien de ESMA van mening was dat de NBA-gegevens te heterogeen waren.

⁴⁹ Artikel 22, lid 2, en artikel 23 van de [ESMA-verordening](#).

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

105 Het stress-simulatiekader vormt een goed uitgangspunt. De huidige instrumenten, de technische infrastructuur en de kwaliteit van de gegevens vertonen tekortkomingen. Er vond geen systematische follow-up plaats van de resultaten van de stress-simulatie; deze werden op vrijwillige basis gedeeld met elf NBA's, maar slechts vijf daarvan kozen voor een discussie over de follow-up met de ESMA. Eén NBA met een aanzienlijke fondsensector wenste geen discussie over de follow-up met de ESMA. In het kader van de jaarlijkse statistische verslagen heeft de ESMA de NBA's ook lijsten toegezonden van fondsen die risico's vertoonden, maar er was geen specifieke follow-up van of lering die werd getrokken uit de verstrekte informatie.

106 In mei 2020 heeft het ESRB aanbevolen dat de ESMA het liquiditeitsrisico van beleggingsfondsen zou aanpakken⁵¹. De ESMA heeft dit gedaan in haar verslag van november 2020, en in deze context is het stress-simulatiekader gebruikt. Alle resultaten zijn in december 2020 met de NBA's gedeeld, met inbegrip van de identiteit van de fondsen die als potentieel riskant werden beschouwd. De ESMA-medewerkers zijn met de leden van de vaste commissie inzake diensten van vermogensbeheer (Investment Management Standing Committee, IMSC) overeengekomen om zes maanden later verslag uit te brengen over de follow-upmaatregelen die door de NBA's waren genomen, onder meer met betrekking tot de lijst van potentieel risicovolle fondsen. De NBA's moesten in oktober 2021 door middel van een uitgebreid antwoord verslag uitbrengen aan de ESMA. Ondanks deze tijdsruimte is dit een grote verbetering. Individuele namen van fondsen die als potentieel riskant werden beschouwd, zijn niet gedeeld met het ESRB.

107 De conceptuele werkzaamheden voor stresstests van bovenaf⁵² en een alomvattend model waarin de onderlinge verwevenheid tussen de bank-, fondsen- en verzekeringssector in aanmerking wordt genomen teneinde een alomvattend beeld van het systeemrisico te geven, hebben bij de ESMA tot dusver niet geleid tot een systematisch projectplan. Dergelijke werkzaamheden kunnen ook betrekking hebben op hedgefondsen en fondsen waarop in de EU geen toezicht wordt uitgeoefend⁵³, maar die een bedreiging vormen voor het financiële stelsel.

⁵¹ Aanbeveling van het ESRB betreffende liquiditeitsrisico's in beleggingsinstellingen (ESRB/2020/4).

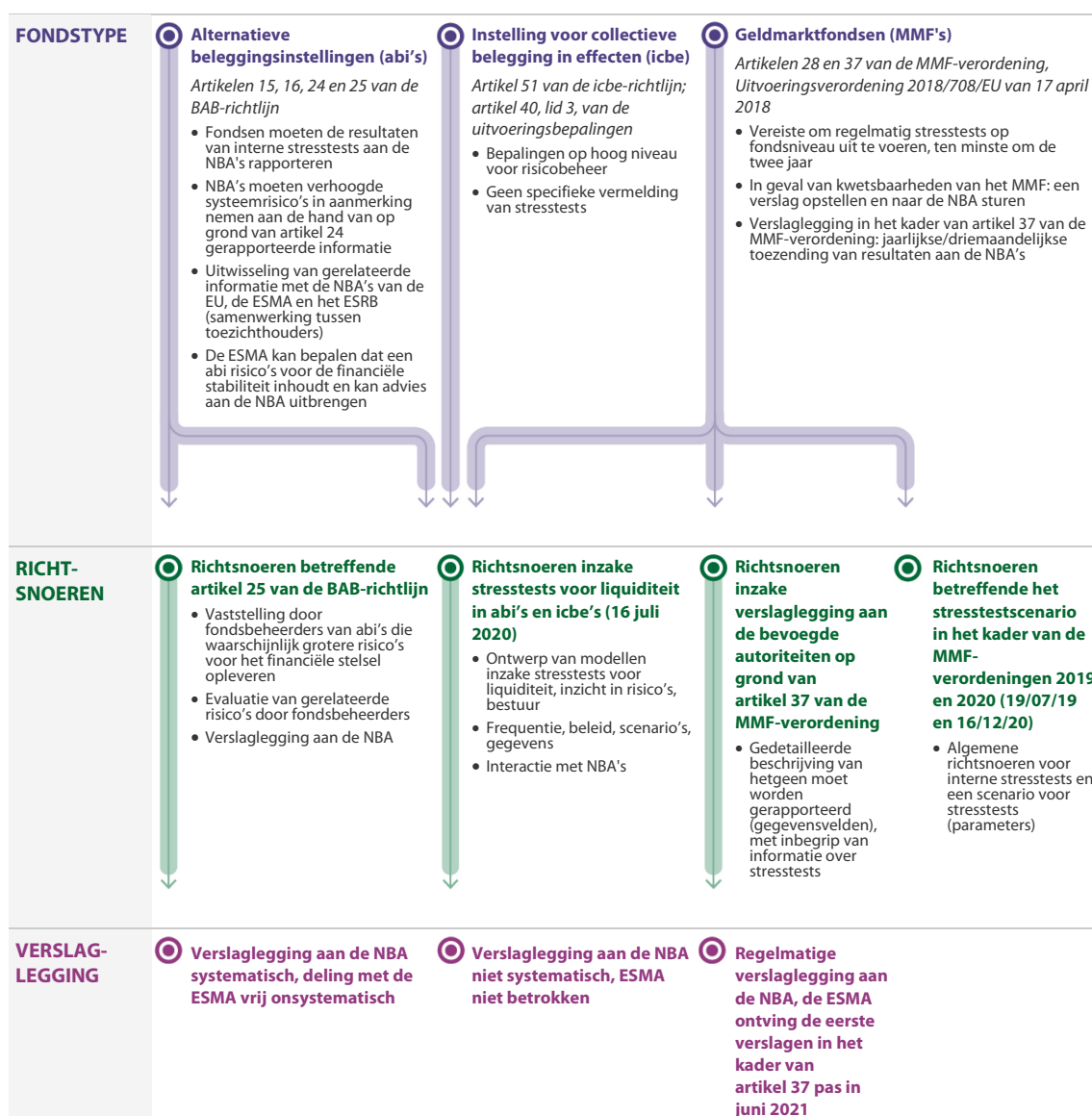
⁵² Bijv. Gourdel, Maqui en Sydow (2019): [Investment funds under stress, werkdocument 2323 van de ECB](#).

⁵³ Fondsen waarop in de EU geen toezicht wordt uitgeoefend, kunnen voor beleggers, waaronder financiële instellingen, belangrijke activaklassen vormen.

De interne richtsnoeren voor stresstests zijn adequaat, maar de resultaten van de stresstests worden niet doeltreffend gebruikt

108 Een liquiditeitsstresstest voor beleggingsfondsen heeft tot doel na te gaan in hoeverre deze fondsen op individueel of sectoraal niveau bestand zijn tegen aflossingsschokken. Stresstests kunnen ofwel door de fondsen zelf worden uitgevoerd (interne stresstests), ofwel door de toezichthouder (stresstests voor toezichtdoeleinden). Wat interne stresstests betreft, is het rechtskader verschillend voor abi's, icbe's en geldmarktfondsen. **Figuur 9** toont de verbanden tussen fondstypen, wetgeving en bijbehorende richtsnoeren.

Figuur 9 — Regelingen voor stresstests voor abi's, icbe's en MMF's



Bron: ERK.

109 Wij hebben vastgesteld dat de ESMA passende richtsnoeren voor interne stresstests voor zowel icbe's als abi's heeft ontwikkeld. De mate waarin de resultaten van interne stresstests — als die er al zijn — worden gecontroleerd, wordt echter volledig overgelaten aan het oordeel van de NBA's, en de ESMA beschikt niet over informatie op dit gebied. Bovendien voeren icbe's interne stresstests uit en hoeven zij alleen verslag uit te brengen aan hun NBA's in geval van materiële risico's; de NBA's moeten dan de ESMA daarvan in kennis stellen. Dit is echter nog niet gebeurd. Hoewel de ESMA toegang heeft tot de resultaten van de stresstests voor abi's, wordt de onderliggende methodologie door de fondsbeheerder bepaald, en derhalve heeft de ESMA de resultaten niet vergeleken of gebruikt.

110 Voor MMF's bepaalt de MMF-verordening dat de ESMA richtsnoeren moet publiceren met gemeenschappelijke referentieparameters voor stresstests. In dit verband heeft de ESMA een sterke terugbetalingsschok (een terugbetalingspercentage van 30-40 %) gedefinieerd, maar de kalibratie van de parameters door het ESRB gevolgd (bijv. rentetarieven en wisselkoersen), in plaats van zelf de strengheid voor deze parameters te bepalen. De ESMA heeft niet gevraagd om gevoeligheidsanalyses vooraf voor de parameters teneinde een beter inzicht te krijgen in de risicobepalende factoren. Na ontvangst van de resultaten verricht de ESMA echter wel analyses achteraf van de impact op de parameter.

111 Gezien het rechtskader worden, behalve voor MMF's, gegevens van stresstests voor icbe's niet systematisch verzameld, geanalyseerd of gerapporteerd. Dergelijke gegevens kunnen worden gebruikt voor het ontwikkelen van stresstests voor toezichtdoeleinden of voor het achteraf testen van de resultaten van stress-simulaties. De gerapporteerde gegevens over de MMF's werden zeer laat ontvangen en de ESMA begon pas met de analyse van de gegevens over het eerste kwartaal van 2020 — die medio 2021 waren ontvangen — tegen het eind van dat jaar.

Lacunes en overlappings in de gegevensverzameling belemmeren het vaststellen van risico's voor de financiële stabiliteit en de beleggers

112 Doeltreffende monitoring van systeemrisico's en risico's voor beleggers is afhankelijk van de beschikbaarheid van geschikte gegevens. De gegevens moeten voldoende gedetailleerd, van goede kwaliteit en tussen de landen vergelijkbaar zijn, zodat zinvolle risicoanalyses kunnen worden uitgevoerd. Om doelmatig te zijn, mag de gegevensverzameling geen onnodige lasten voor de sector met zich meebrengen en

moet zij voldoen aan de gegevensbehoeften van alle autoriteiten die toegang tot de informatie nodig hebben om hun mandaat te vervullen.

113 In zowel de icbe-richtlijn, de BAB-richtlijn als de MMF-verordening wordt vereist dat fondsen of fondsbeheerders gegevens aan de NBA's rapporteren. Het soort gegevens en het formaat en de mate van detail die moeten worden gerapporteerd, verschillen echter per type beleggingsfonds, en de NBA's zijn niet altijd verplicht de gegevens te delen met de ESMA of het ESRB. De vereisten weerspiegelen het risiconiveau dat van het betrokken fonds uitgaat, maar ook de ouderdom van de betreffende wetgevingstekst. De verslagleggingsregeling voor MMF's is uitgebreider dan de regeling die is vastgesteld bij de BAB-richtlijn en de icbe-richtlijn. De GMF-regeling is gebaseerd op gedetailleerde gegevens, waarbij gebruik wordt gemaakt van internationale identificatiecodes.

Het ontbreken van een geharmoniseerde verslagleggingsregeling voor icbe's belemmert het vermogen van de ESMA om de crisisparaatheid van fondsen te beoordelen en stresstests uit te voeren

114 In de BAB-richtlijn is voorgeschreven aan welke verslagleggingsverplichtingen abi-beheerders jegens de NBA van hun land van vestiging moeten voldoen. Dit houdt onder meer in dat nadere gegevens moeten worden verstrekt over de fondsen die door een bepaalde abi-beheerder worden beheerd, met inbegrip van de beleggingsstrategieën, alsmede over de voornaamste markten, de intrinsieke waarde en het liquiditeitsprofiel van de portefeuille⁵⁴. De NBA's zijn verplicht deze gegevens regelmatig met de ESMA te delen (zie *bijlage*)⁵⁵.

115 Daarentegen bestaat er momenteel geen geharmoniseerd kader voor de verslaglegging over icbe's op EU-niveau. Hoewel in de icbe-richtlijn de minimuminhoud is vastgesteld voor een aantal essentiële documenten die elke icbe moet verstrekken, blijven andere details van de verslaglegging ter beoordeling van de NBA's. Als gevolg daarvan zijn de verslagleggingspraktijken tussen de NBA's zeer verschillend wat de verslagleggingsfrequentie, de bestreken icbe's en de gerapporteerde gegevens betreft⁵⁶. De gegevens die worden gegenereerd zijn niet vergelijkbaar.

⁵⁴ BAB-richtlijn, artikel 24.

⁵⁵ BAB-richtlijn, artikel 25, lid 2.

⁵⁶ ESRB/2017/6.

116 Door het ontbreken van gedetailleerde rapportagevereisten voor icbe's was het voor de ESMA moeilijk om de analyses uit te voeren die nodig zijn om in de context van de COVID-19-crisis de crisisparaatheid te beoordelen van beleggingsfondsen met een aanzienlijke blootstelling aan bedrijfsschulden en onroerend goed⁵⁷. Het heeft de ESMA ook belemmerd in haar vermogen om stress-simulaties en stresstests voor toezichtdoeleinden uit te voeren.

117 Bovendien is in de icbe-richtlijn niet uitdrukkelijk voorgeschreven dat de NBA's de gegevens die voor toezichtdoeleinden zijn verzameld, moeten delen met de ESMA, maar de ESMA kan om informatie verzoeken om haar taken te vervullen⁵⁸. Indien de NBA haar verzoek niet naar behoren kan inwilligen, kan de ESMA andere nationale autoriteiten benaderen, waaronder nationale centrale banken en bureaus voor de statistiek, of rechtstreeks marktdeelnemers benaderen. Volgens de ESMA is voor dergelijke verzoeken om gegevens nog steeds de goedkeuring van de raad van toezichthouders vereist, en worden deze derhalve slechts in uitzonderlijke gevallen gedaan.

118 Uit de resultaten van een ESMA-enquête onder tien NBA's in 2021 blijkt dat de meeste NBA's weliswaar gegevens over icbe's en icbe-beheermaatschappijen verzamelen, maar dat de verslagleggingsregelingen sterk verschillen. Wegens een gebrek aan directe toegang en consistentie in de verslaglegging heeft de ESMA hun tot dusver niet gevraagd dergelijke gegevens te rapporteren.

119 De ESMA en het ESRB vertrouwen derhalve op andere, voornamelijk commerciële, gegevensbronnen voor de verslaglegging en analyse van icbe's (zie [bijlage](#)). Volgens de ESMA en de belanghebbenden met wie wij hebben gesproken, rapporteren fondsen weliswaar vaak aan commerciële dienstverleners, maar levert het vertrouwen op commerciële gegevens uitdagingen op met betrekking tot de volledigheid en de kwaliteit van de gegevens.

120 Het ESRB heeft in 2017 aanbevolen dat de EU-wetgevers het initiatief nemen tot een geharmoniseerde verslagleggingsregeling voor icbe's⁵⁹. Aan deze aanbeveling is echter geen gehoor gegeven. Een meerderheid van de door ons bevroegde NBA's en verenigingen voor vermogensbeheer was het er (zeer) mee eens dat het regelgevingskader voor beleggingsfondsen gebaat zou zijn bij betere

⁵⁷ ESRB/2020/4.

⁵⁸ Verordening (EU) nr. 1095/2010, artikel 35.

⁵⁹ ESRB/2017/6, Aanbeveling D.

verslagleggingsvereisten. Zij stellen voor een toekomstige icbe-verslagleggingsregeling af te stemmen op de verslagleggingsregeling overeenkomstig de BAB-richtlijn, rekening houdend met de verschillen tussen de twee soorten beleggingsfondsen.

Sommige essentiële verslagleggingsverplichtingen zijn niet verplicht in de BAB-richtlijn

121 Hoewel de BAB-richtlijn een geharmoniseerde verslagleggingsregeling bevat, is deze minder nuttig doordat fondsbeheerders niet verplicht zijn bepaalde essentiële gegevens te rapporteren. Hoewel in de BAB-richtlijn en Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie abi-beheerders met name worden verplicht om de identificatiecode voor juridische entiteiten (legal entity identifier, LEI) te verstrekken om zichzelf en de door hen beheerde fondsen te identificeren, blijft de verslaglegging van LEI's op verdere detailniveaus (bijv. prime brokers van abi's) facultatief. Krachtens de richtsnoeren zijn abi-beheerders ook verplicht om de codes van het internationaal effectenidentificatienummer (international securities identification number, ISIN) en andere internationale codes die de abi eventueel heeft, te verstrekken, maar alleen indien deze beschikbaar zijn.

122 De huidige regeling heeft ertoe geleid dat een laag percentage abi-beheerders en abi's daadwerkelijk gemeenschappelijke identificatiecodes zoals LEI's en ISIN's rapporteert. Daarentegen is de LEI-dekking voor fondsen met blootstelling aan derivaten bovengemiddeld. Anders dan in de BAB-richtlijn wordt in de verordening Europese marktinfrastructuur (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) namelijk rechtstreeks vereist dat tegenpartijen wereldwijde identificatie-entiteiten en ISIN's rapporteren. Een hogere LEI- en ISIN-dekking zou de ESMA en het ESRB in staat stellen diverse gegevens over abi-beheerders en abi's doeltreffender met elkaar te koppelen en systeemrisico's vast te stellen⁶⁰.

⁶⁰ ESRB, [The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk](#), Occasional Paper Series nr. 18 (september 2021).

De nationale centrale banken verzamelen gegevens voor statistische verslaglegging, maar deze zijn niet beschikbaar voor de ESMA of het ESRB

123 De ESMA beschikt momenteel niet over gegevens over fondsenportefeuilles van icbe's en abi's. Gegevens op dat niveau zijn echter nodig om zinvolle risicoanalyses en stresstests voor toezichtdoeleinden uit te voeren op basis van regelgevings- in plaats van commerciële gegevens.

124 Nationale centrale banken (NCB's) zijn al verplicht op uniforme wijze gedetailleerde gegevens te verzamelen over beleggingsfondsen — met inbegrip van abi's en icbe's, maar niet over MMF's — ten behoeve van de statistische verslaglegging door de ECB⁶¹. De gegevens omvatten fondsdetails op ISIN-niveau. De NCB's stellen deze gegevens echter alleen op geaggregeerde wijze aan de ECB ter beschikking, aangezien de geheimhoudingsregeling die in 1998 door de Raad is vastgesteld het gebruik van de door de NCB's verzamelde vertrouwelijke gegevens “ter vervulling van de taken van het ESCB” grotendeels beperkt⁶². Sommige van de door de ECB verzamelde geaggregeerde gegevens worden al toegankelijk gemaakt voor de ESMA en het ESRB, maar zij zijn niet gedetailleerd genoeg om een behoorlijk toezicht op systeemrisico's mogelijk te maken.

125 De ESMA en het ESRB hebben de mogelijkheden voor toegang tot en gebruik van de meer gedetailleerde gegevens op portefeuilleniveau die door NCB's worden verzameld, niet volledig verkend (zie paragraaf [117](#)) onder verwijzing naar juridische en operationele uitdagingen. Wij merken op dat in bepaalde gevallen de NCB's ook de autoriteiten zijn die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op beleggingsfondsen.

⁶¹ Verordening ECB/2013/38.

⁶² Verordening (EG) nr. 2533/98 van de Raad, artikel 8, lid 5.

Conclusies en aanbevelingen

126 Onze algemene conclusie is dat de EU-maatregelen het weliswaar mogelijk hebben gemaakt een interne markt voor beleggingsfondsen tot stand te brengen, maar dat zij nog niet het gewenste resultaat hebben opgeleverd, aangezien echte grensoverschrijdende activiteiten en voordelen voor beleggers beperkt blijven. Bovendien zijn het toezicht op de fondsen en de bescherming van de beleggers onvoldoende samenhangend en doeltreffend.

127 De Commissie en de medewetgevers van de EU hebben ambitieuze doelstellingen voor een interne markt voor beleggingsfondsen vastgesteld, namelijk het mogelijk maken van de efficiënte distributie van fondsen in andere lidstaten, het bieden van een doeltreffende en vergelijkbare bescherming aan beleggers en het creëren van een gelijk speelveld voor concurrentievermogen (zie de paragrafen [16](#) en [17](#)). Wij concluderen dat de Commissie en de medewetgevers grensoverschrijdende activiteiten mogelijk hebben gemaakt door middel van de “paspoortregeling”, maar dat zij slechts in beperkte mate doeltreffend zijn geweest in het vergroten van het aantal echt grensoverschrijdende fondsen (d.w.z. fondsen die in meerdere lidstaten worden verhandeld), hetgeen een hoofddoelstelling was. Hun aantal is slechts marginaal toegenomen (zie de paragrafen [18-21](#)).

128 Wij hebben vastgesteld dat de verwachte voordelen voor beleggers, zoals lagere vergoedingen door concurrentie en innovatie, of toegang tot meer producten, niet zijn gerealiseerd. De kosten zijn nog steeds hoog en verschillen aanzienlijk per lidstaat (zie paragraaf [83](#)). Voorts is er nog steeds geen sprake van een gelijk speelveld, aangezien de toezichtpraktijken en de resultaten ervan per lidstaat sterk verschillen, en er nog steeds belemmeringen voor de markttoegang bestaan (zie de paragrafen [22](#) en [23](#)). Wij merken op dat bepaalde marktrealiteiten en beleidskeuzen, zoals belastingen, lokale vraag en de gevallen waarin vermogensbeheerders ervoor kiezen hun beleggingsfondsen te verdelen, niet met EU-wetgeving kunnen worden aangepakt.

129 Hoewel de oorspronkelijke opzet van het rechtskader van de EU een stap vooruit was, hebben de daaropvolgende herhaalde herzieningen niet tot andere resultaten geleid en zijn zij wellicht niet het geschikte instrument om de interne markt te verdiepen. De Commissie heeft geen alomvattende geschiktheidscontrole verricht van het algemene rechtskader waar beleggingsfondsen onder vallen teneinde na te gaan in hoeverre de verschillende doelstellingen zijn verwezenlijkt. Wij concluderen dat de Commissie niet altijd de waarde of de doeltreffendheid aan heeft kunnen tonen van haar wetgevingsinitiatieven ter verbetering van de bestaande regels. In

effectbeoordelingen vooraf kunnen de potentiële effecten van nieuwe wetgeving zijn overschat, en evaluaties achteraf moeten grondiger zijn (zie de paragrafen [26-30](#)). Ten slotte voldoet de prestatiemeting van de Commissie niet aan haar eigen criteria (zie paragraaf [31](#)).

Aanbeveling 1 — Beoordeel de geschiktheid van het bestaande kader om de gewenste doelstellingen te bereiken

De Commissie moet:

- a) de wetgeving inzake beleggingsfondsen aan een algehele geschiktheidscontrole onderwerpen en, afhankelijk van het resultaat daarvan, maatregelen nemen om de doelstellingen van de interne markt doeltreffender te verwezenlijken;
- b) haar prestatiemeting verbeteren door passende indicatoren vast te stellen.

Tijdpad: uiterlijk in 2024

130 De ESMA heeft haar inspanningen op het gebied van convergentie van het toezicht opgevoerd. Zij heeft bijvoorbeeld een kader opgezet voor het in kaart brengen en gericht aanpakken van de voornaamste toezichtrisico's (zie de paragrafen [40](#) en [41](#)). Zij wordt echter geconfronteerd met uitdagingen bij het doeltreffend gebruik van haar instrumenten, zoals haar eigen bestuursstructuur en haar afhankelijkheid van samenwerking met NBA's. De NBA's hebben een duidelijke voorkeur voor convergentie-instrumenten die niet ingrijpend zijn (zie de paragrafen [56](#) en [57](#)).

131 De ESMA heeft voornamelijk gebruikgemaakt van voorbereidende instrumenten zoals richtsnoeren en vragen en antwoorden. Wij hebben vastgesteld dat de doeltreffendheid van deze instrumenten niet is aangetoond omdat de ESMA het effect van al haar convergentiemaatregelen niet meet (zie de paragrafen [42](#) en [43](#)). De ESMA heeft onlangs nieuwe instrumenten ontwikkeld en gebruikt deze voor prioritaire gebieden. Zij richtte zich meer op instrumenten zoals CSA's, waarmee ruimte wordt geschapen voor deelnemende NBA's om praktijken uit te wisselen en te bespreken (zie de paragrafen [44-46](#)). De ESMA heeft echter zelden van haar politieke rol gebruikgemaakt (zie de paragrafen [42-48](#)).

132 Als gevolg daarvan hebben de inspanningen van de ESMA slechts een beperkt effect gehad op de totstandbrenging van een consistent en vergelijkbaar toezicht. Wij hebben gevallen aangetroffen waarin het werk van de ESMA de kwaliteit van het nationale toezicht heeft verbeterd en uiteenlopende praktijken heeft verminderd. De ESMA is nog niet in staat de door haar bereikte vooruitgang aan te tonen, aangezien zij

niet meet in hoeverre zij haar doelstellingen verwezenlijkt (zie de paragrafen [58-60](#)), Zij heeft ook een aantal tekortkomingen in het toezicht op nationaal niveau aan het licht gebracht, met name wat de handhaving betreft (zie de paragrafen [61-68](#)).

Aanbeveling 2 — Vergroot de doeltreffendheid van de convergentiewerkzaamheden van de ESMA

De Commissie moet:

- a) overwegen wijzigingen in de governancestructuur van de ESMA voor te stellen waardoor de ESMA haar bevoegdheden doeltreffender kan uitoefenen, onder meer door de deelname van de NBA's aan de convergentiewerkzaamheden van de ESMA verplicht te stellen en de operationele leiding aan het personeel van de ESMA over te laten.

De ESMA moet:

- b) een meer gestructureerde aanpak voor de selectie van convergentie-instrumenten invoeren, de follow-up versterken en waar nodig gebruikmaken van herstelinstrumenten, waaronder procedures wegens inbreuk op het Unierecht;
- c) haar vermogen om de vooruitgang te monitoren vergroten door toezichtpraktijken in kaart te brengen, de doeltreffendheid van instrumenten te beoordelen en haar prestatiemeting te herzien.

Tijdpad: uiterlijk in 2024

133 De Commissie en de ESMA hebben de transparantie van beleggingsfondsen en van de risico's en kosten daarvan vergroot. De belangrijkste instrumenten waren de invoering van een essentiële-informatiedocument en de publicatie van een jaarverslag over prestaties en kosten. De informatie die aan beleggers wordt verstrekt, vertoont echter nog steeds tekortkomingen en het blijft voor beleggers zeer moeilijk om fondsen te vergelijken (zie de paragrafen [73-80](#)).

134 De kosten voor beleggers zijn de afgelopen jaren geleidelijk gedaald, maar beleggers zijn nog steeds niet voldoende beschermd tegen buitensporige kosten die door de fondsbeheerders in rekening worden gebracht (bijv. door middel van closet indexing), of tegen bevooroordeeld advies van financiële tussenpersonen, die in de meeste lidstaten nog steeds stimulansen ontvangen (zie de paragrafen [83-92](#)). Voorts zijn de ecologische, sociale en governancebeoordelingen grotendeels ongereguleerd en staan zij niet onder toezicht (zie de paragrafen [81](#) en [82](#)).

Aanbeveling 3 — Bescherm beleggers beter tegen buitensporige kosten en misleidende informatie

De Commissie moet:

- a) niet-professionele beleggers beter beschermen, met name door strengere regels inzake stimulansen.

De ESMA moet:

- b) haar analyse van de prestaties en kosten van retailbeleggingsproducten verder verfijnen, met name per land van distributie en kostensoort, en
- c) een instrument ontwikkelen waarmee beleggers informatie kunnen krijgen over alle aangeboden fondsen die aan bepaalde criteria voldoen, en de kosten en prestaties van die fondsen kunnen vergelijken.

Tijdpad: uiterlijk in 2024

135 De ESMA houdt toezicht op systeemrisico's via regelmatige en externe en interne ad-hocverslaglegging, maar de risico's worden niet uitgesplitst per land. Er is geen formele inventaris opgemaakt van de bestaande praktijken in de lidstaten inzake de monitoring van systeemrisico's (zie de paragrafen [94](#) en [99-102](#)). De Raad voor financiële stabiliteit heeft risico's vastgesteld die aan vermogensbeheeractiviteiten verbonden zijn. De ESMA heeft de twee belangrijkste risico's aangepakt: hefboomfinanciering en liquiditeit. Hoewel in de wetgeving algemene bepalingen zijn opgenomen, hebben wij geconstateerd dat operationele risico's niet worden bestreken door actuele ESMA-richtsnoeren (zie de paragrafen [95-98](#)).

136 De ESMA heeft geen stresstests voor toezichtdoeleinden uitgevoerd, hoewel deze in haar oprichtingsverordening waren opgenomen. Zij heeft alleen stress-simulaties uitgevoerd op basis van marktgegevens, en pas nu wordt begonnen met de follow-up van de resultaten, zij het traag. Er is nog geen begin gemaakt met de conceptuele werkzaamheden voor het uitvoeren van stresstests voor toezichtdoeleinden. Wij hebben vastgesteld dat de ESMA passende richtsnoeren voor interne stresstests heeft ontwikkeld. Behalve voor geldmarktfondsen worden gegevens over stresstests niet systematisch gerapporteerd. De gerapporteerde gegevens zijn nog niet gebruikt voor het ontwikkelen van stresstests voor toezichtdoeleinden of voor het achteraf testen van de resultaten van stress-simulaties (zie de paragrafen [103-111](#)).

Aanbeveling 4 — Verbeter de vaststelling van systeemrisico's

De ESMA moet, in samenwerking met het ESRB, bepalen voor welke fondstypen stresstests voor toezichtdoeleinden noodzakelijk zijn, nagaan hoe de resultaten van bestaande stresstests en simulaties doeltreffender kunnen worden gebruikt en een alomvattend model ontwikkelen dat de analyse van onderlinge verwevenheid mogelijk maakt.

Tijdpad: uiterlijk in 2025

137 Momenteel bestaat er op EU-niveau geen geharmoniseerde verslagleggingsregeling voor instellingen voor collectieve belegging in effecten. Als gevolg daarvan zijn de toezichtgegevens die de NBA's in de lidstaten verzamelen niet vergelijkbaar. De verslaglegging over alternatieve beleggingsinstellingen is op EU-niveau geharmoniseerd, maar het verslagleggingskader verplicht de beheerders van deze fondsen niet om gemeenschappelijke identificatiecodes en gegevens op portefeuilleniveau te rapporteren. Ontoereikende kwaliteit, beschikbaarheid en gebruikmaking van gegevens hebben een nadelige invloed op de monitoring van risico's en de uitvoering van de daarmee samenhangende stresstests (zie de paragrafen [102](#) en [112-122](#)).

138 Nationale centrale banken verzamelen voor statistische verslagleggingsdoeleinden al gedetailleerde informatie op portefeuilleniveau betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten en alternatieve beleggingsinstellingen. Zij verstrekken deze gegevens echter alleen in geaggregeerde vorm aan de ECB, die een deelverzameling van deze informatie deelt met de ESMA en het ESRB. Hoewel zij op grond van hun respectieve oprichtingsverordeningen de bevoegdheid hebben om op ad-hocbasis informatie op te vragen, hebben zij deze bevoegdheid niet gebruikt om de bestaande gegevens te verkrijgen. In het algemeen behoeven dergelijke verzoeken de goedkeuring van hun bestuur, en zijn zij wellicht niet geschikt voor het regelmatig monitoren van systeemrisico's (zie de paragrafen [117](#), [124](#) en [125](#)).

Aanbeveling 5 — Stroomlijn de gegevensverzameling en actualiseer de verslagleggingsregelingen

De Commissie moet:

- a) de ESMA en het ESRB ondersteunen bij het verkrijgen van toegang tot de benodigde informatie over fondsen die beschikbaar is voor de NBA's en de centrale banken van het Eurosysteem, en moet een geharmoniseerde verslagleggingsregeling voor icbe's voorstellen;
- b) nagaan welke aanvullende gegevens over fondsen nodig zijn en hoe deze moeten worden verzameld om de risico's beter te monitoren, waarbij de verslagleggingslast voor de sector tot een minimum wordt beperkt.

Tijdpad: uiterlijk in 2024

Dit verslag werd door kamer IV onder leiding van de heer Mihails KOZLOVS, lid van de Rekenkamer, te Luxemburg vastgesteld op 18 januari 2022.

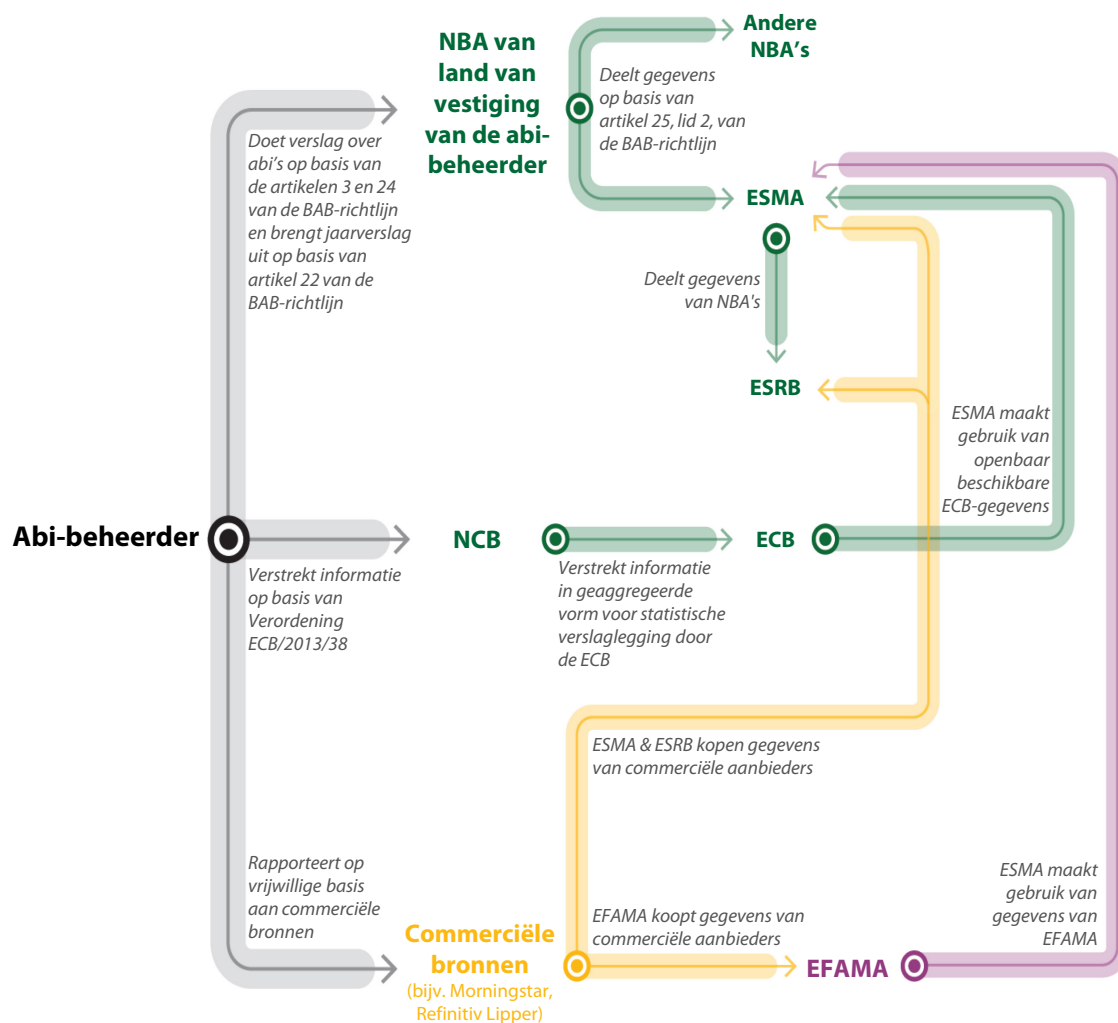
Voor de Rekenkamer

Klaus-Heiner Lehne
President

Bijlage

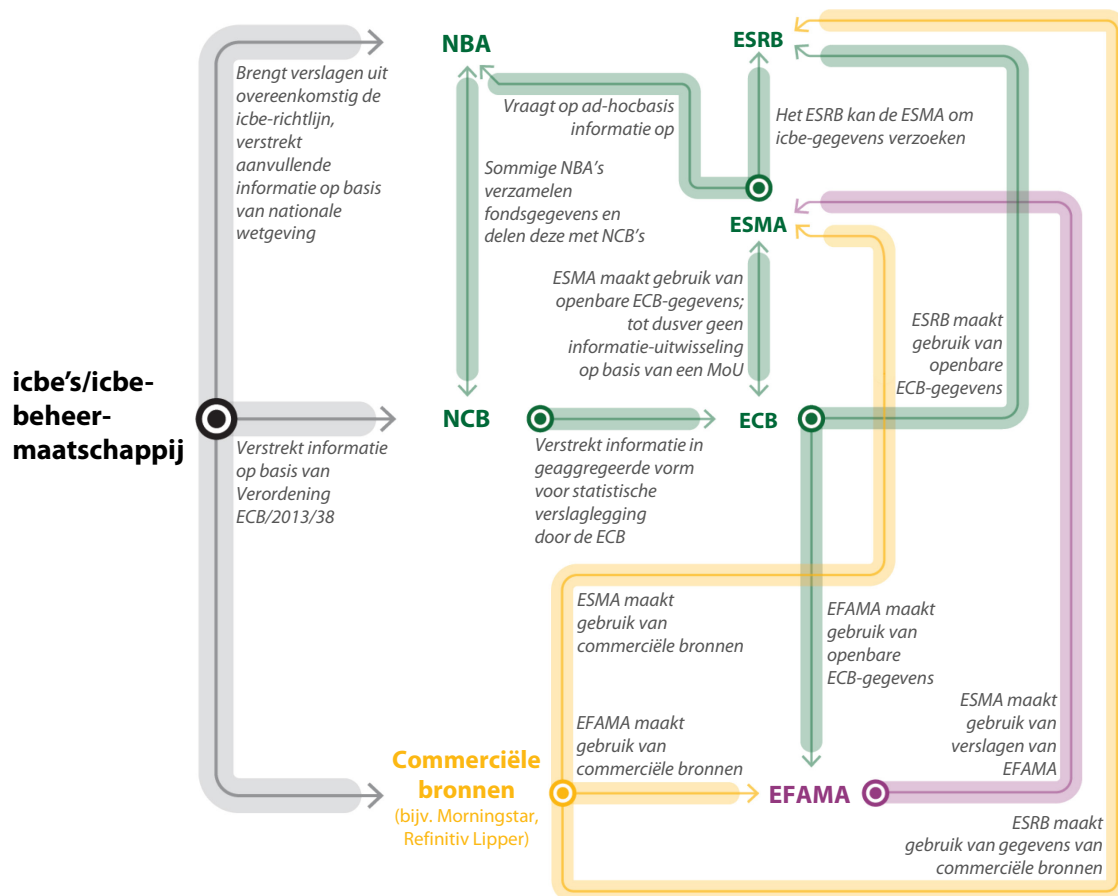
Bijlage — Verzameling van gegevens en delen van informatie over abi's en icbe's

Verzameling van gegevens en delen van informatie over abi's



Bron: ERK.

Verzameling van gegevens en delen van informatie over icbe's



Bron: ERK.

Acroniemen en afkortingen

Abi: alternatieve beleggingsinstelling

Abi-beheerder: beheerder van alternatieve beleggingsinstellingen

AMF: Autorité des marchés financiers

AWP: jaarlijks werkprogramma (annual work programme)

BAB-richtlijn: Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen

CA: bevoegde autoriteit (competent authority)

CSA: gemeenschappelijke toezichtactie (common supervisory action)

EBA: Europese Bankautoriteit

ECB: Europese Centrale Bank

EFAMA: European Fund and Asset Management Association

EID: document met essentiële beleggersinformatie (inzake icbe's)

EID: document met essentiële informatie (inzake PRIIP's)

Eiopa: Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (European Insurance and Occupational Pensions Authority)

EMIR: verordening Europese marktinfrastructuur (European Market Infrastructure Regulation)

ERK: Europese Rekenkamer

ESG: ecologisch, sociaal en governance

ESMA: Europese Autoriteit voor effecten en markten (European Securities and Markets Authority)

ESRB: Europees Comité voor systeemrisico's (European Systemic Risk Board)

ETA: Europese toezichthoudende autoriteit

ETF: indexfonds (exchange-traded fund)

FSB: Raad voor financiële stabiliteit (Financial Stability Board)

icbe: instelling voor collectieve belegging in effecten

icbe-richtlijn: richtlijn betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's)

IF: beleggingsfonds (investment fund)

IMF: Internationaal Monetair Fonds

Iosco: Internationale organisatie van effectentoezichthouders (International Organisation of Securities Commissions)

ISIN: internationaal effectenidentificatienummer (International Securities Identification Number)

KMU: kapitaalmarktenunie

LEI: identificatiecode voor juridische entiteiten (legal entity identifier)

MiFID (I/II): richtlijn markten voor financiële instrumenten (markets in financial instruments [directive](#))

MiFIR: verordening markten in financiële instrumenten (markets in financial instruments regulation)

MMF(R): (verordening) geldmarktfondsen (money market fund (regulation))

NAV: intrinsieke waarde (net asset value)

NBA: nationale bevoegde autoriteit

NCB: nationale centrale bank

PRIIP's: verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (packaged retail investment and insurance-based products)

TRV: trends, risico's en kwetsbaarheden (trends, risks and vulnerabilities)

Vte: voltijdequivalent

VWEU: Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie

Verklarende woordenlijst

Alternatieve beleggingsinstelling (abi): alle beleggingsinstellingen die niet onder de EU-richtlijn inzake icbe's, maar onder de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (BAB-richtlijn) vallen. Dit omvat hefboomfondsen, durfkapitaal, private-equityfondsen en vastgoedbeleggingsfondsen.

Beheerpaspoort: stelt een icbe-beheermaatschappij of een abi-beheerder waaraan in een lidstaat vergunning is verleend, in staat om activiteiten in andere EU-lidstaten uit te oefenen, hetzij door middel van het vrij verrichten van diensten, hetzij door het vestigen van een bijkantoor. Hoewel dergelijke grensoverschrijdende activiteiten zijn onderworpen aan een kennisgevingsprocedure tussen de NBA's in de betrokken lidstaten, hoeft de fondsbeheerder geen verdere vergunningsprocedure te doorlopen.

Conformiteitscontrole: een controle om na te gaan of de relevante bepalingen van een EU-richtlijn correct zijn weergegeven in nationale uitvoeringsmaatregelen.

Convergentie van het toezicht: de convergentie van toezichtpraktijken en -resultaten beschrijft het proces ter bevordering van de consistente en doeltreffende uitvoering en toepassing van geharmoniseerde maar niet-uniforme regels door NBA's in de gehele EU. Convergentie houdt geen uniforme aanpak in. Het algemene doel is te streven naar vergelijkbare resultaten op het gebied van regelgeving en toezicht.

Delegatieregelingen: regelingen waarbij bepaalde functies niet door de vergunninghoudende entiteit zelf worden uitgeoefend, en die derhalve aan delegatiemonitoring zijn onderworpen. Het gebruik van delegatieregelingen kan een efficiënte manier zijn om bepaalde functies of activiteiten uit te oefenen. Dergelijke regelingen zijn echter niet zonder risico en moeten aan passend toezicht worden onderworpen.

Echt grensoverschrijdend fonds: een fonds dat in ten minste drie respectievelijk vijf landen wordt verhandeld.

Effectbeoordeling: een analyse van de waarschijnlijke effecten (vooraf) of werkelijke effecten (achteraf) van een beleidsinitiatief of ander optreden.

Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA): een regelgevende autoriteit van de EU die bijdraagt tot het waarborgen van de stabiliteit van het financiële stelsel van de EU door beleggers beter te beschermen en stabiele en ordentelijke financiële markten te bevorderen. Tot haar taken behoort het bevorderen van de convergentie van het toezicht door de nationale bevoegde autoriteiten van de lidstaten die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op effecten en kapitaalmarkten.

Europese Bankautoriteit (EBA): een regelgevend agentschap van de EU dat werkzaamheden verricht om een doeltreffend en consistent niveau van prudentiële regelgeving en toezicht in de Europese bankensector te waarborgen. Tot haar taken behoren het initiëren en coördineren van stresstests voor de financiële sector van de EU. Zij stelt bovendien relevante normen vast.

Europese toezichthoudende autoriteiten (ETA's): de verzamelnaam voor de drie organen die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op de financiële sector: de Europese Bankautoriteit, de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen en de Europese Autoriteit voor effecten en markten.

Financieel tussenpersoon: een entiteit die fungeert als schakel tussen de fondsbeheerder van een financieringsinstrument en de eindontvangers.

Fondsbeheerder: een instantie of persoon die verantwoordelijk is voor de uitvoering van de investeringsstrategie en het beheer van een portefeuille van investeringen in verband met een financieel instrument.

Geldmarktfonds (MMF): fonds dat belegt in kortlopende schulden.

Gemeenschappelijk rulebook: een reeks wetgevingsteksten die in acht moeten worden genomen door alle financiële instellingen in de EU.

Geschiktheidscontrole: een evaluatie om overlappingsen, lacunes, tegenstrijdigheden of verouderde maatregelen in het regelgevingskader van een beleidsterrein vast te stellen.

Groenwassen: het wekken van een valse indruk of het verstrekken van misleidende informatie over het milieuvriendelijker karakter van producten van een onderneming.

Hedgefonds: een type abi waarmee een positief rendement wordt nagestreefd door gebruikmaking van flexibelere beleggingsstrategieën, vaak met behulp van hefboomfinanciering (met andere woorden, lenen om zowel de blootstelling als het risico te verhogen), short selling en andere speculatieve beleggingspraktijken die niet vaak door andere soorten fondsen worden toegepast.

Inbreukprocedure: een procedure in het kader waarvan de Commissie stappen onderneemt tegen een EU-lidstaat die zijn verplichtingen uit hoofde van de EU-wetgeving niet nakomt.

Indexfonds (exchange-traded funds, ETF): een type aandeel dat een [index](#), sector, grondstof of andere activa volgt, maar dat op een beurs kan worden gekocht of verkocht.

Instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe): een beleggingsvehikel waarin kapitaal van beleggers wordt samengebracht en dat dit kapitaal collectief belegt via een portefeuille van financiële instrumenten zoals aandelen, obligaties en andere effecten. Icbe's, die onder een EU-richtlijn vallen, kunnen op basis van één enkele vergunning van één lidstaat publiek in omloop worden gebracht voor retailbeleggers in de gehele EU.

Iosco-beginselen: beginselen die zijn opgesteld door de Internationale organisatie van effectentoezichthouders (Iosco). Zij zijn gebaseerd op drie doelstellingen van de effectenregelgeving: beleggers beschermen, ervoor zorgen dat de markten eerlijk, efficiënt en transparant zijn, en systeemrisico's beperken.

Kernprestatie-indicator: een kwantificeerbare maatstaf die de prestaties ten opzichte van de hoofddoelstellingen weergeeft.

Mystery shopping: een undercover-onderzoeksmethode die wordt gebruikt door NBA's, of door marktonderzoeksbureaus die zij eventueel hebben ingeschakeld, teneinde de kwaliteit van de dienstverlening aan cliënten te meten en/of informatie te verzamelen over financiële producten en diensten en het gedrag van financiële tussenpersonen jegens consumenten.

Nationale bevoegde autoriteit: een nationale instantie die belast is met het toezicht op het bankwezen en/of de effectenmarkt.

Omzetting van EU-wetgeving: de procedure waarmee EU-lidstaten EU-richtlijnen in hun nationaal recht opnemen teneinde de doelstellingen, eisen en termijnen ervan direct toepasselijk te maken.

Richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID): het EU-rechtskader dat financiële markten en het verbeteren van de bescherming van beleggers reguleert. In 2018 werd de oorspronkelijke richtlijn vervangen door MiFID II.

Stimulansen: betalingen aan een derde voor het verrichten van diensten.

Stresstest voor toezichtdoeleinden: een stresstest uitgevoerd door de toezichthoudende autoriteit.

Stresstest: een simulatie om te beoordelen of een financiële instelling in staat is verschillende crisisscenario's het hoofd te bieden.

Systeemrisico: een risico op verstoring van het financiële stelsel met mogelijk ernstige negatieve gevolgen voor de interne markt en de economie in het algemeen.

Terugbetaling: het omwisselen van fondsen voor contant geld.

Verhandelingspaspoort: maakt het mogelijk icbe's of abi's waaraan door de NBA van een EU-lidstaat een vergunning is verleend, grensoverschrijdend in andere EU-lidstaten te verhandelen zonder dat daarvoor een vergunning van de NBA van de ontvangende lidstaat nodig is. Terwijl het icbe-verhandelingspaspoort de verhandeling van icbe's aan niet-professionele en institutionele beleggers toestaat, is het abi-verhandelingspaspoort beperkt tot verhandeling aan professionele beleggers. Net als bij het beheerpaspoort wordt de vergunningverlening vervangen door een kennisgevingsprocedure tussen de NBA's in verschillende EU-lidstaten.

Antwoorden van de Commissie en de ESMA

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

Tijdlijn

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

Controleteam

In de speciale verslagen van de ERK worden de resultaten van haar controles van EU-beleid en -programma's of beheerthema's met betrekking tot specifieke begrotingsterreinen uiteengezet. Bij haar selectie en opzet van deze controletaken zorgt de ERK ervoor dat deze een maximale impact hebben door rekening te houden met de risico's voor de prestaties of de naleving, de omvang van de betrokken inkomsten of uitgaven, de verwachte ontwikkelingen en de politieke en publieke belangstelling.

Deze doelmatigheidscontrole werd uitgevoerd door controlekamer IV "Marktregulering en concurrerende economie", die onder leiding staat van ERK-lid Mihails Kozlovs. De controle werd geleid door ERK-lid Rimantas Šadžius, met ondersteuning van Mindaugas Pakštys, kabinetschef en Matthias Blaas, kabinetsattaché; Ioanna Metaxopoulou, directeur; Paul Stafford, hoofdmanager; Eddy Struyvelt, taakleider; Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska en Nadiya Sultan, auditors. Mark Smith verleende taalkundige ondersteuning.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

AUTEURSRECHT

© Europese Unie, 2022.

Het beleid van de Europese Rekenkamer (ERK) inzake hergebruik is geregeld bij [Besluit nr. 6-2019 van de Europese Rekenkamer](#) over het opendatabeleid en het hergebruik van documenten.

Tenzij anders aangegeven (bijv. in afzonderlijke auteursrechtelijke mededelingen), wordt voor inhoud van de ERK die eigendom is van de EU een licentie verleend in het kader van de [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)-licentie](#). Dit betekent dat hergebruik is toegestaan mits de bron correct wordt vermeld en wijzigingen worden aangegeven. De hergebruiker mag de oorspronkelijke betekenis of boodschap van de documenten niet wijzigen. De ERK is niet aansprakelijk voor mogelijke gevolgen van hergebruik.

U dient aanvullende rechten te verwerven indien specifieke inhoud personen herkenbaar in beeld brengt, bijvoorbeeld op foto's van personeelsleden van de ERK, of werken van derden bevat. Indien toestemming wordt verkregen, wordt hiermee de bovengenoemde algemene toestemming opgeheven en zullen beperkingen van het gebruik daarin duidelijk worden aangegeven.

Wilt u inhoud gebruiken of reproduceren die geen eigendom van de EU is, dan dient u de auteursrechthebbende mogelijk rechtstreeks om toestemming te vragen.

Software of documenten waarop industriële-eigendomsrechten rusten, zoals octrooien, handelsmerken, geregistreerde ontwerpen, logo's en namen, zijn uitgesloten van het beleid van de ERK inzake hergebruik; hiervoor wordt u geen licentie verleend.

De groep institutionele websites van de Europese Unie met de domeinnaam "europa.eu" bevat links naar sites van derden. Aangezien de ERK geen controle heeft over deze sites, wordt u aangeraden kennis te nemen van hun privacy- en auteursrechtbeleid.

Gebruik van het logo van de Europese Rekenkamer

Het logo van de Europese Rekenkamer mag niet worden gebruikt zonder voorafgaande toestemming van de Europese Rekenkamer.

PDF	ISBN 978-92-847-7522-4	ISSN 1977-575X	doi:10.2865/063543	QJ-AB-22-029-NL-N
HTML	ISBN 978-92-847-7497-5	ISSN 1977-575X	doi:10.2865/403299	QJ-AB-22-029-NL-Q

Beleggingsfondsen spelen een belangrijke rol in de Europese kapitaalmarktenunie en helpen beleggers hun kapitaal op doelmatige wijze te alloceren. We beoordeelden de geschiktheid van het regelgevingskader, de inspanningen van de EU om te zorgen voor vergelijkbaar en doeltreffend toezicht in alle lidstaten en haar werkzaamheden op het gebied van bescherming van beleggers en de financiële stabiliteit.

Wij constateerden dat de maatregelen van de EU weliswaar een interne markt voor beleggingsfondsen mogelijk hebben gemaakt, maar dat zij nog niet het gewenste resultaat hebben opgeleverd, aangezien echte grensoverschrijdende activiteiten en voordelen voor beleggers beperkt blijven. Het toezicht op de fondsen en de bescherming van de beleggers zijn onvoldoende samenhangend en doeltreffend. Wij bevelen een herziening van het rechtskader aan alsmede doeltreffender convergentiewerkzaamheden, betere bescherming van beleggers en een stroomlijning van het verslagleggingskader.

Speciaal verslag van de ERK, uitgebracht krachtens artikel 287, lid 4, tweede alinea, VWEU.



EUROPESE
REKENKAMER



Bureau voor publicaties
van de Europese Unie

EUROPESE REKENKAMER
12, rue Alcide De Gasperi
L-1615 Luxemburg
LUXEMBURG

Tel. +352 4398-1

Inlichtingen: eca.europa.eu/nl/Pages/ContactForm.aspx
Website: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors